



Συμβούλιο
της Ευρωπαϊκής Ένωσης

Βρυξέλλες, 23 Νοεμβρίου 2017
(OR. en)

14824/17

ECOFIN 1009
UEM 325
SOC 754
EMPL 574
COMPET 807
ENV 980
EDUC 430
RECH 379
ENER 468
JAI 1091

ΔΙΑΒΙΒΑΣΤΙΚΟ ΣΗΜΕΙΩΜΑ

Αποστολέας:	Για τον Γενικό Γραμματέα της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, ο κ. Jordi AYET PUIGARNAU, Διευθυντής
Ημερομηνία Παραλαβής:	22 Νοεμβρίου 2017
Αποδέκτης:	κ. Jeppe TRANHOLM-MIKKELSEN, Γενικός Γραμματέας του Συμβουλίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης
Αριθ. εγγρ. Επιτρ.:	COM(2017) 771 final
Θέμα:	ΕΚΘΕΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΣΤΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟ, ΤΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ, ΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΑΙ ΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΚΟΙΝΩΝΙΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ Έκθεση του Μηχανισμού Επαγρύπνησης 2018

Διαβιβάζεται συνημμένως στις αντιπροσωπίες το έγγραφο - COM(2017) 771 final.

συνημμ.: COM(2017) 771 final



ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ
ΕΠΙΤΡΟΠΗ

Βρυξέλλες, 22.11.2017
COM(2017) 771 final

ΕΚΘΕΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ

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

Έκθεση του Μηχανισμού Επαγρύπνησης 2018

**(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(2017) 661 final}

Η έκθεση του μηχανισμού επαγρύπνησης (ΕΜΕ) 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 και της οικονομίας της ΕΕ και ενδέχεται να θέσουν σε κίνδυνο την εύρυθμη λειτουργία της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης.

Η ΕΜΕ χρησιμοποιεί πίνακα αποτελεσμάτων που περιλαμβάνει επιλεγμένους δείκτες και πρόσθετες σχετικές πληροφορίες, καθώς και ευρύτερη σειρά συμπληρωματικών δεικτών, προκειμένου να ελέγχονται τα κράτη μέλη για ενδεχόμενες οικονομικές ανισορροπίες που απαιτούν τη λήψη μέτρων πολιτικής. Η ΕΜΕ 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 ΕΜΕ με το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, και εντός του Συμβουλίου και της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, η Επιτροπή θα εκπονήσει εν συνεχεία εμπεριστατωμένες επισκοπήσεις για τα 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 συμπεράσματα των εμπεριστατωμένων επισκοπήσεων θα τροφοδοτήσουν τις ειδικές ανά χώρα συστάσεις (ΕΧΣ) στο πλαίσιο του Ευρωπαϊκού Εξαμήνου για τον συντονισμό της οικονομικής πολιτικής. Οι εμπεριστατωμένες επισκοπήσεις αναμένεται να δημοσιευθούν τον Φεβρουάριο του 2018, ως μέρος των εκθέσεων ανά χώρα, πριν από τη δέσμη των συστάσεων ανά χώρα του Ευρωπαϊκού Εξαμήνου.

1. ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ

Η παρούσα έκθεση αποτελεί την εκκίνηση του έβδομου 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 ενθάρρυνση των 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 την λήψη μέτρων πολιτικής². Η έκθεση του μηχανισμού επαγρύπνησης (ΕΜΕ) 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.

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.

Η ΕΜΕ δίνει έμφαση σε θέματα που αφορούν τη ζώνη του ευρώ. Σύμφωνα με τις προτάσεις που περιλαμβάνονται 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, και στην ανακοίνωση της Επιτροπής της 21ης Οκτωβρίου 2015 «*Σχετικά με τα βήματα για την Ολοκλήρωση της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης*», ξεκινώντας από πέρυσι, η ΕΜΕ περιέχει επίσης ανάλυση των επιπτώσεων που έχουν οι ανισορροπίες των χωρών σε ολόκληρη τη ζώνη του ευρώ και εξετάζει τον βαθμό στον οποίο απαιτείται συντονισμένη προσέγγιση ως προς τις απαντήσεις πολιτικής δεδομένων των αλληλεξαρτήσεων εντός της ζώνης του ευρώ. Ο ρόλος των αλληλεξαρτήσεων και οι συστημικές επιπτώσεις των ανισορροπιών αναγνωρίζονται στη νομοθεσία ΔΜΑ, η οποία 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»³.

Η αξιολόγηση που γίνεται στην παρούσα έκθεση εγγράφεται στο πλαίσιο μιας οικονομικής ανάκαμψης που διευρύνεται και ενισχύεται. Σύμφωνα με τις φθινοπωρινές οικονομικές προβλέψεις των υπηρεσιών της Ευρωπαϊκής Επιτροπής του 2017, η πραγματική αύξηση του ΑΕΠ στην ΕΕ και στη ζώνη του ευρώ εκτιμάται σε 2,3 % και 2,2 % για το 2017, αντίστοιχα, με θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης σε όλες τις χώρες της ΕΕ, σε συνθήκες αύξησης του παγκόσμιου εμπορίου και ενίσχυσης της εγχώριας ζήτησης στη ζώνη του ευρώ. Για το 2018, σύμφωνα με τις φθινοπωρινές προβλέψεις η επέκταση του ΑΕΠ θα παραμείνει στο 2,1 %, τόσο στην ΕΕ όσο και στη ζώνη του ευρώ, προτού σημειώσει ελαφρά κάμψη στο 1,9 % το 2019, καθώς θα ωριμάζει η ανάκαμψη. Το 2017, ο πληθωρισμός αυξήθηκε από τα ιστορικά χαμηλά επίπεδα αλλά, όντας στο 1,6 % το 2019, το ποσοστό αυτό προβλέπεται να παραμείνει χαμηλότερο από τον στόχο της ΕΚΤ κατά την περίοδο που καλύπτουν οι προβλέψεις. Ο δομικός πληθωρισμός παρέμεινε σταθερά πιο υποτονικός, όντας κάτω του 1 % την τελευταία τριετία. Η αγορά εργασίας συνεχίζει να βελτιώνεται καθώς υποχωρούν τα ποσοστά ανεργίας και αυξάνονται τα ποσοστά απασχόλησης, αν και η αύξηση των μισθών παραμένει περιορισμένη, ακόμη και σε χώρες στον οποίων τις αγορές εργασίας παρατηρείται στενότητα, γεγονός που παγιώνει το περιβάλλον χαμηλού πληθωρισμού, ενώ παρατηρούνται σημαντικές διαφορές μεταξύ και εντός των κρατών μελών ως προς την κατάσταση της αγοράς εργασίας τους. Η αύξηση του δανεισμού έχει ξαναρχίσει, ενώ τα διαφορικά επιτόκια (spreads) των κρατικών και εταιρικών ομολόγων έχουν μειωθεί.

Μολονότι η ανάκαμψη διευκολύνει τη διόρθωση μακροοικονομικών ανισορροπιών, μια σειρά προκλήσεων ενδέχεται να σκιάσει την οικονομική συγκυρία στο μέλλον. Αβεβαιότητες όσον αφορά τις οικονομικές και πολιτικές προοπτικές εξακολουθούν να υφίστανται, κυρίως σε σχέση με τις προοπτικές για τη δημοσιονομική και νομισματική πολιτική στις ΗΠΑ, την επανεξισορρόπηση στην Κίνα και τις αναδυόμενες οικονομίες με υψηλό εταιρικό χρέος, τις γεωπολιτικές εντάσεις και τις αυξανόμενες τάσεις προστατευτισμού. Καίτοι διευρύνεται και παγιώνεται, η ανάκαμψη εξακολουθεί να χαρακτηρίζεται από αύξηση της συνολικής παραγωγικότητας των συντελεστών παραγωγής

³ 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

που παραμένει κάτω από τα προ της κρίσεως ποσοστά. Το μεταρρυθμιστικό έργο επιβραδύνθηκε πρόσφατα σε σχέση με τα έτη της κρίσης και τα αμέσως μετά την κρίση. Εάν δεν συνεχιστούν οι μεταρρυθμιστικές προσπάθειες με τον απαιτούμενο ρυθμό, θα μπορούσαν να υπονομευθούν οι προϋποθέσεις για βιώσιμη ανάκαμψη της δυνητικής ανάπτυξης, καθώς και για τη διεύρυνση των περιθωρίων για την αντιμετώπιση των ανισορροπιών σε διατηρήσιμη βάση. Καθώς ο πληθωρισμός προσεγγίζει σταδιακά τον στόχο της ΕΚΤ, η διαδικασία απομόχλευσης θα διευκολυνθεί από την υψηλότερη ονομαστική ανάπτυξη. Ταυτόχρονα, η αντιμετώπιση του χαμηλού πληθωρισμού θα άνοιγε τον δρόμο για την εξομάλυνση της νομισματικής πολιτικής.

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

- **Η επανεξισορρόπηση πρέπει να συνεχιστεί.** Παρόλο που τα μεγάλα και μη βιώσιμα ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών διορθώθηκαν σε όλα σχεδόν τα κράτη μέλη πριν από το 2016, πρέπει να διατηρηθούν οι συνετές εξωτερικές θέσεις σε χώρες που είναι καθαροί οφειλέτες προκειμένου να μειωθούν οι υψηλές καθαρές διεθνείς επενδυτικές θέσεις (ΚΔΕΘ). Συγχρόνως, εξακολουθούν να υφίστανται υψηλά πλεονάσματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών σε ορισμένα χώρες που είναι καθαροί πιστωτές στη ζώνη του ευρώ, και οι προβλεπόμενες διορθώσεις προς τα κάτω παραμένουν περιορισμένες.
- **Οι καθαρές διεθνείς επενδυτικές θέσεις παραμένουν εξαιρετικά αρνητικές σε ορισμένες περιπτώσεις, λόγω εξελίξεων όσον αφορά την ανταγωνιστικότητα οι οποίες φαίνονται λιγότερο ευνοϊκές για την επανεξισορρόπηση.** Σημαντικές αρνητικές ΚΔΕΘ καταγράφονται σε χώρες που εμφάνιζαν επίμονα υψηλά ελλείμματα στα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών τους πριν από την κρίση. Στις περισσότερες περιπτώσεις, η βελτίωση των ισοζυγίων τρεχουσών συναλλαγών τους δημιούργησε τις συνθήκες για τη σταδιακή μείωση των καθαρών εξωτερικών υποχρεώσεων, αλλά το ισορροπημένο ή πλεονασματικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών πρέπει να διατηρηθεί προκειμένου να διατηρηθεί η μείωση των υποχρεώσεων σε συνετά επίπεδα με ικανοποιητικό ρυθμό. Η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας κατά τα προηγούμενα έτη συνέβαλε στην επίτευξη του στόχου αυτού, όμως πρόσφατα οι εξελίξεις όσον αφορά το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος μεταξύ των χωρών που είναι καθαροί οφειλέτες και των χωρών που είναι καθαροί πιστωτές έχουν αρχίσει να είναι λιγότερο ευνοϊκές για την επανεξισορρόπηση.
- **Η απομόχλευση του χρέους του ιδιωτικού τομέα συνεχίζεται, αν και έχει επιβραδυνθεί πρόσφατα.** Οι δανειοληψίες σημειώνουν ελαφρά αύξηση, και οι μειώσεις στους δείκτες χρέους προς το ΑΕΠ βασίζονται όλο και περισσότερο στην ανάκαμψη της ονομαστικής ανάπτυξης. Ταυτόχρονα, η απομόχλευση είναι άνιση και δεν είναι πάντοτε αναλογική προς τις ανάγκες. Στα περισσότερα κράτη μέλη, η απομόχλευση υπήρξε ταχύτερη στον εταιρικό τομέα από ό,τι στον τομέα των νοικοκυριών και στήριξε τις χαμηλές επενδύσεις σε ορισμένες χώρες. Η δυναμική του δημόσιου χρέους μόλις πρόσφατα ξεκίνησε μια καθοδική πορεία στις περισσότερες χώρες με μεγάλο χρέος.
- **Τόσο η κερδοφορία του τραπεζικού τομέα όσο και οι αποτιμήσεις της χρηματιστηριακής αγοράς βελτιώνονται.** Εντούτοις τα συμπίεσμένα περιθώρια επιτοκίων, τα παρωχημένα επιχειρηματικά μοντέλα, καθώς και το μεγάλο ύψος των μη

εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ) σε ορισμένες χώρες εξακολουθούν να αποτελούν προκλήσεις.

- **Οι αυξήσεις των τιμών των κατοικιών επιταχύνονται στα περισσότερα κράτη μέλη.** Γενικά, οι αποτιμήσεις παραμένουν κάτω από τα ανώτατα επίπεδα τους μετά την προσαρμογή τους προς τα κάτω μετά την κρίση, αλλά σε ορισμένες περιπτώσεις οι διαθέσιμοι δείκτες δείχνουν ότι υπάρχει υπερτίμηση. Υπάρχουν θύλακες πιθανής υπερθέρμανσης και η δυναμική των τιμών επιταχύνεται σε όλο και περισσότερες χώρες. Οι επιταχύνσεις στην πιστοδότηση των νοικοκυριών αποκτά επίσης ευρεία βάση.
- **Γενικά οι αγορές εργασίας βελτιώνονται και εμφανίζουν στενότητα στις περισσότερες χώρες, ενώ η αύξηση των μισθών παραμένει υποτονική.** Η μείωση της ανεργίας συνέπεσε με μείωση της διασποράς των ποσοστών ανεργίας σε ολόκληρη την ΕΕ, μολονότι η ανεργία παραμένει σε υψηλά επίπεδα σε ορισμένες χώρες. Τα ποσοστά απασχόλησης αυξάνονται γενικά κατά την τελευταία δεκαετία, αλλά σε ορισμένες χώρες, και για ορισμένες ομάδες, το ποσοστό συμμετοχής στην αγορά εργασίας παραμένει χαμηλό. Η κοινωνική δυσφορία υποχωρεί, αλλά παραμένει σε υψηλά επίπεδα σε ορισμένες χώρες με παράδοση παρατεταμένης ανεργίας και μειωμένων αποδοχών για τις εύλωτες ομάδες σε συνθήκες γενικά υποτονικής δυναμικής των μισθών. Το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών αυξήθηκε μεν, αλλά σε ορισμένα κράτη μέλη δεν έχει ακόμη φθάσει τα επίπεδα του 2008 σε πραγματικούς όρους. Σε ορισμένες χώρες, η στενότητα στις αγορές εργασίας σχετίζεται με επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος.

Η επανεξισορρόπηση στη ζώνη του ευρώ εξακολουθεί να χρήζει ιδιαίτερης προσοχής. Το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ έχει σταματήσει να αυξάνεται: κορυφώθηκε στο 3,3 % του ΑΕΠ το 2016 και αναμένεται να μειωθεί σε 3 % εφέτος και να παραμείνει σε αυτό το επίπεδο περίπου έως το 2019⁴. Ωστόσο, το πλεόνασμα της ζώνης του ευρώ παραμένει το υψηλότερο σε παγκόσμιο επίπεδο και βρίσκεται πάνω από τα επίπεδα που είναι συνεπή με τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη. Για να μειωθούν οι σταθερά υψηλές καθαρές εξωτερικές υποχρεώσεις απαιτείται η διατήρηση συνετών ισοζυγίων εξωτερικών πληρωμών στις χώρες που είναι καθαροί οφειλέτες. Ταυτόχρονα, η επίτευξη προόδου όσον αφορά την προσαρμογή των μεγάλων πλεονασμάτων των χωρών που είναι καθαροί πιστωτές θα βοηθούσε την απομόχλευση στη ζώνη του ευρώ να παραμείνει συμβατή με μια διατηρήσιμη ανάκαμψη.

Συνολικά, παρότι έχουν αρχίσει να υποχωρούν, εξακολουθούν να υπάρχουν κίνδυνοι, οι οποίοι απορρέουν εν πολλοίς από τις ίδιες πηγές που προσδιορίζονται στην ΕΜΕ 2017. Η πρόοδος όσον αφορά την εξωτερική επανεξισορρόπηση είναι περιορισμένη, καθώς τα υψηλά πλεονάσματα εξακολουθούν να μην υποχωρούν, και οι εξελίξεις όσον αφορά την ανταγωνιστικότητα καθίστανται λιγότερο ευνοϊκές για την εξισορρόπηση. Η μείωση του ιδιωτικού και του δημόσιου χρέους είναι σε εξέλιξη, ολοένα και περισσότερο ως αποτέλεσμα της ανάκαμψης της ονομαστικής ανάπτυξης, αλλά παραμένει άνιση. Η απομόχλευση των επιχειρήσεων συμβαδίζει συχνά με υποτονικές επενδύσεις, και εξακολουθεί να επικρατεί αβεβαιότητα σχετικά με τον βαθμό στον οποίο η απομόχλευση θα μπορούσε να βασιστεί στην ισχυρότερη δυναμική της ανάπτυξης που αναμένεται στο μέλλον. Η κατάσταση του τραπεζικού τομέα βελτιώθηκε σε πολλούς τομείς, αλλά παραμένουν και προκλήσεις.

⁴ Στοιχεία που βασίζονται στους εθνικούς λογαριασμούς.

Ενδείξεις υπερθέρμανσης του κόστους εργασίας και των τιμών των κατοικιών είναι όλο και πιο ορατές σε όλο και περισσότερες χώρες.

Πιο λεπτομερείς και περιεκτικές αναλύσεις για τα κράτη μέλη που επισημαίνονται από την ΕΜΕ θα πραγματοποιηθούν σε εμπειριστατωμένες επισκοπήσεις. Όπως και στους πρόσφατους ετήσιους κύκλους, οι εμπειριστατωμένες επισκοπήσεις θα ενσωματωθούν στις εκθέσεις ανά χώρα, στις οποίες εκτίθεται η ανάλυση της Επιτροπής σχετικά με τις οικονομικές και κοινωνικές προκλήσεις στα κράτη μέλη της ΕΕ. Η ανάλυση αυτή διαμορφώνει εν συνεχεία τις ειδικές ανά χώρα συστάσεις (ΕΧΣ) του Ευρωπαϊκού Εξαμήνου. Για να καταρτίσει τις εμπειριστατωμένες επισκοπήσεις, η Επιτροπή θα βασίσει την ανάλυσή της σε ένα πλούσιο σύνολο δεδομένων και συναφών πληροφοριών. Όπως ορίζεται από τη νομοθεσία, οι εμπειριστατωμένες επισκοπήσεις θα αποτελέσουν τη βάση επί της οποίας η Επιτροπή θα συμπεράνει κατά πόσον υφίστανται ανισορροπίες ή υπερβολικές ανισορροπίες και στη συνέχεια θα εκπονήσει τις συστάσεις πολιτικής για κάθε κράτος μέλος⁵. Οι χώρες για τις οποίες εντοπίστηκαν ανισορροπίες ή υπερβολικές ανισορροπίες υπόκεινται, και θα συνεχίσουν να υπόκεινται, σε ειδική παρακολούθηση για τη διασφάλιση της συνεχούς παρακολούθησης των πολιτικών στο πλαίσιο της ΔΜΑ.

Οι εμπειριστατωμένες επισκοπήσεις είναι σκόπιμες για τα κράτη μέλη στα οποία διαπιστώθηκαν ανισορροπίες ή υπερβολικές ανισορροπίες κατά τον προηγούμενο γύρο της ΔΜΑ. Σύμφωνα με την καθιερωμένη πρακτική προληπτικής εποπτείας, απαιτείται η διενέργεια εμπειριστατωμένης επισκόπησης προκειμένου να αξιολογηθεί αν οι ανισορροπίες εξομαλύνονται, παραμένουν ή επιδεινώνονται, δίνοντας παράλληλα τη δέουσα προσοχή στις πολιτικές που εφαρμόζονται από τις αντίστοιχες χώρες. Η ετήσια ΕΜΕ ζητεί, ως εκ τούτου, την εκπόνηση εμπειριστατωμένων επισκοπήσεων για 12 κράτη μέλη στα οποία διαπιστώθηκαν ανισορροπίες με βάση τα πορίσματα των εμπειριστατωμένων επισκοπήσεων του 2016⁶. Οι σχετικές χώρες είναι η Βουλγαρία, η Κροατία, η Κύπρος, η Γαλλία, η Γερμανία, η Ιρλανδία, η Ιταλία, οι Κάτω Χώρες, η Πορτογαλία, η Σλοβενία, η Ισπανία και η Σουηδία.

Βάσει της οικονομικής ανάγνωσης του πίνακα αποτελεσμάτων, η Επιτροπή δεν θεωρεί ότι είναι αναγκαίο να εκπονήσει εμπειριστατωμένες επισκοπήσεις για τα κράτη μέλη στα οποία επί του παρόντος δεν διαπιστώθηκαν ανισορροπίες. Η οικονομική ανάγνωση του πίνακα αποτελεσμάτων καταλήγει στο συμπέρασμα ότι δεν συντρέχουν σημαντικοί γενικοί πρόσθετοι κίνδυνοι σε σύγκριση με το περασμένο έτος για τη Φινλανδία, η οποία το 2017 εξήλθε της εποπτείας βάσει της ΔΜΑ. Παρόμοιο συμπέρασμα συνάγεται κατά το παρόν στάδιο για τις χώρες που το 2016 εξήλθαν της εποπτείας βάσει της ΔΜΑ (το Βέλγιο, η Ουγγαρία, η Ρουμανία και το Ηνωμένο Βασίλειο), καθώς και για χώρες που δεν αποτέλεσαν πρόσφατα αντικείμενα εξέτασης σε εμπειριστατωμένες επισκοπήσεις. Ωστόσο, η πρόσφατη δυναμική των τιμών των κατοικιών σε ορισμένες χώρες (Αυστρία, Βέλγιο, Δανία, Φινλανδία, Ουγγαρία, Λουξεμβούργο και Ηνωμένο Βασίλειο) καθιστά αναγκαία μια ιδιαίτερη ανάλυση στις αντίστοιχες στις εκθέσεις ανά χώρα, έστω και εάν μια εμπειριστατωμένη επισκόπηση δεν φαίνεται απαραίτητη κατά το παρόν στάδιο, καθώς οι κίνδυνοι φαίνονται περιορισμένης έκτασης. Το ίδιο ισχύει για τη διαφαινόμενη δυναμική του κόστους εργασίας σε ορισμένα

⁵ Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 1176/2011 (ΕΕ L 306 της 23.11.2011, σ. 25).

⁶ Βλ. «Ευρωπαϊκό Εξάμηνο 2016: αξιολόγηση της προόδου όσον αφορά τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, την πρόληψη και τη διόρθωση των μακροοικονομικών ανισορροπιών και αποτελέσματα των εμπειριστατωμένων επισκοπήσεων βάσει του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 1176/2011» - COM(2016) 95 final/2 της 7.4.2016.

κράτη μέλη (Εσθονία, Ουγγαρία, Λετονία, Λιθουανία και Ρουμανία). Στην περίπτωση της Ελλάδας, η εποπτεία των ανισορροπιών και η παρακολούθηση των διορθωτικών μέτρων εξακολουθούν να πραγματοποιούνται στο πλαίσιο του προγράμματος στήριξης της σταθερότητας. Συνολικά, η ΕΜΕ ζητεί, ως εκ τούτου, την εκπόνηση εμπεριστατωμένων επισκοπήσεων για 12 κράτη μέλη έναντι 13 κρατών μελών στον προηγούμενο κύκλο.

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

Η ΕΜΕ 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 που χρήζουν περαιτέρω διερεύνησης μέσω εμπεριστατωμένης επισκόπησης. Ο πίνακας αποτελεσμάτων περιλαμβάνει ένα φάσμα 14 δεικτών και ενδεικτικών κατώτατων ορίων σχετικών με ορισμένους τομείς, συμπεριλαμβανομένων των εξωτερικών θέσεων, της ανταγωνιστικότητας, του χρέους του ιδιωτικού τομέα, των αγορών κατοικιών, του τραπεζικού τομέα και της απασχόλησης. 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 2016. Εντούτοις πιο πρόσφατα δεδομένα, σε συνδυασμό με μια σειρά συμπληρωματικών δεικτών, λαμβάνονται υπόψη στην ερμηνεία των δεικτών. Οι τιμές των δεικτών του πίνακα αποτελεσμάτων δεν διαβάζονται μηχανικά, αλλά υπόκεινται σε οικονομική ανάγνωση η οποία επιτρέπει να λαμβάνονται υπόψη τα ειδικά θέματα ανά χώρα και οι συναφείς παράμετροι⁷.

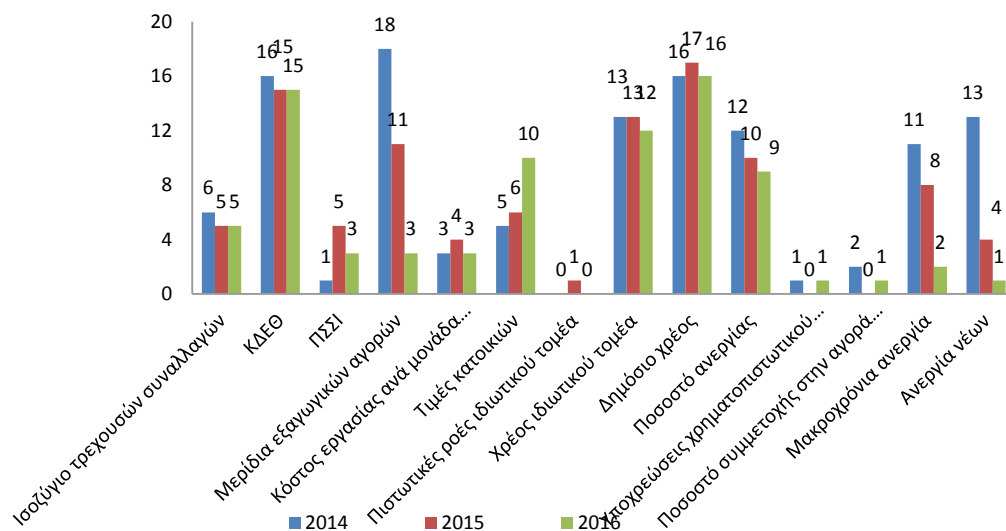
Οι δείκτες του πίνακα αποτελεσμάτων υπογραμμίζουν τη μη υποχώρηση των ανισορροπιών και των τρωτών σημείων που σχετίζονται με τα υψηλά επίπεδα χρέους. Τιμές που υπερβαίνουν το όριο στον πίνακα αποτελεσμάτων της ΕΜΕ εξακολουθούν να είναι συχνές όσον αφορά το δημόσιο χρέος, τις καθαρές διεθνείς επενδυτικές θέσεις και το χρέος του ιδιωτικού τομέα (διάγραμμα 1)⁸. Ο αριθμός των κρατών μελών με αποτελέσματα άνω των ορίων για τους εν λόγω τρεις δείκτες το 2016 είναι 16, 15 και 12 αντίστοιχα. Ο αριθμός αυτός δεν απέχει από τα αποτελέσματα των προηγούμενων ετήσιων γύρων και επιβεβαιώνει τον μακρόχρονο χαρακτήρα των εν λόγω ανισορροπιών. Παράλληλα με την τρέχουσα ανάκαμψη με άφθονες θέσεις απασχόλησης, ο αριθμός των χωρών με αποτελέσματα άνω του ορίου για το ποσοστό ανεργίας μειώθηκε την περίοδο 2014-2016 από 12 σε 9, ενώ ακόμη περισσότερες μειώσεις παρατηρούνται στους δείκτες για την ανεργία των νέων και τη μακροχρόνια ανεργία, δεδομένης της μεγαλύτερης εξάρτησής τους από την κατάσταση της αγοράς εργασίας. Αντιστρόφως, οι αυξήσεις των τιμών των κατοικιών επιταχύνονται και ο πίνακας αποτελεσμάτων δείχνει ότι όλο και περισσότερα κράτη μέλη υπερβαίνουν το όριο, έως και 10, έναντι 6 το 2015 και 5 το 2014. Ο πίνακας αποτελεσμάτων δείχνει ότι επί του παρόντος 4 από τα 5 κράτη μέλη υπερβαίνουν τα όρια του δείκτη τρεχουσών συναλλαγών ως

⁷ Μια μηχανική ανάγνωση του πίνακα αποτελεσμάτων της ΔΜΑ αποκλείεται από τον κανονισμό ΔΜΑ (κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 1176/2011). Σχετικά με το σκεπτικό βάσει του οποίου καταρτίστηκε ο πίνακας αποτελεσμάτων της ΕΜΕ και η ανάγνωσή του, βλ. «Η διαδικασία μακροοικονομικών ανισορροπιών. Σκεπτικό, διαδικασία, εφαρμογή: σύνοψη» (Ευρωπαϊκή Επιτροπή, 2016).

⁸ Οι λεπτομερείς δείκτες του πίνακα αποτελεσμάτων, μαζί με τα αντίστοιχα ενδεικτικά όρια, παρουσιάζονται στον πίνακα 1.1 του παραρτήματος.

αποτέλεσμα πλεονασμάτων. Ο αριθμός των κρατών μελών με άνω του ορίου αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος έχει παραμείνει την τελευταία τριετία σχετικά σταθερός στα 3 ή 4. Τρία κράτη μέλη υπερβαίνουν τα όρια για την πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία: σε μία περίπτωση λόγω εξασθένησης της ανταγωνιστικότητας, σε δύο περιπτώσεις επειδή η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία βρίσκεται κάτω από το κατώτατο όριο. Ο αριθμός των κρατών μελών που εμφανίζουν μερίδια των εξαγωγικών αγορών που υπερβαίνουν το όριο μειώθηκε αισθητά με την ανάκαμψη της ζήτησης για τις χώρες της ΕΕ.

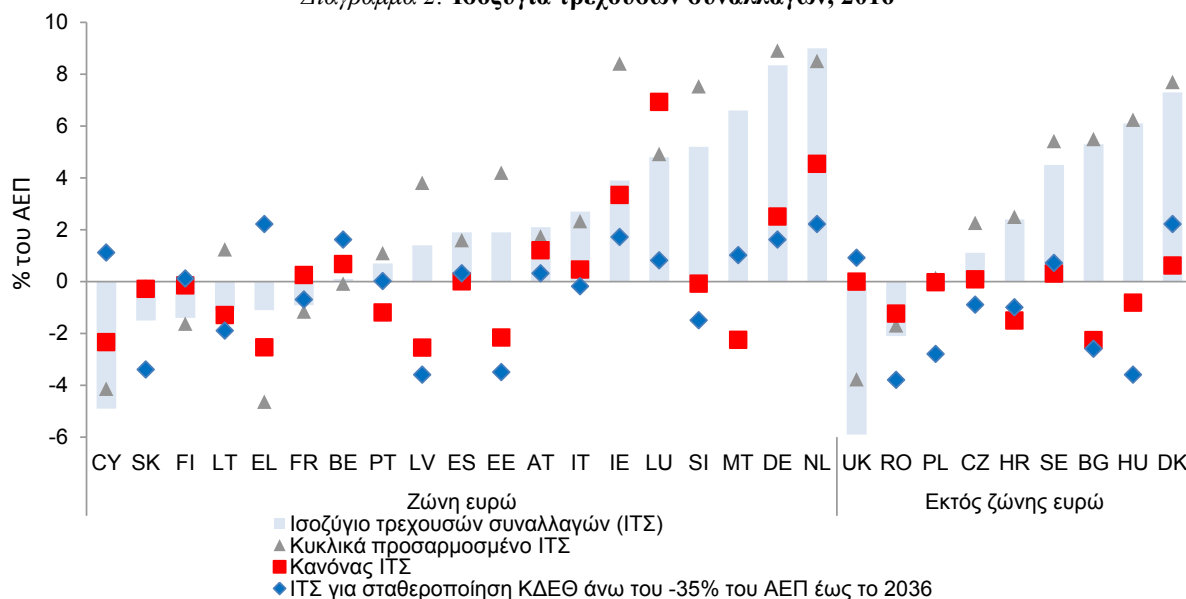
Διάγραμμα 1: Αριθμός χωρών που εμφανίζουν μεταβλητές στον πίνακα αποτελεσμάτων άνω του ορίου



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 ΕΜΕ. Πιθανές εκ των υστέρων αναθεωρήσεις δεδομένων μπορεί να έχουν ως αποτέλεσμα μια διαφορά στον αριθμό των χωρών που υπερβαίνουν το όριο (υπολογιζόμενες με βάση τα τελευταία αριθμητικά στοιχεία για τις μεταβλητές στον πίνακα αποτελεσμάτων σε σύγκριση με αυτό που αναφέρεται στο παραπάνω διάγραμμα).

Διάγραμμα 2: Ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών, 2016

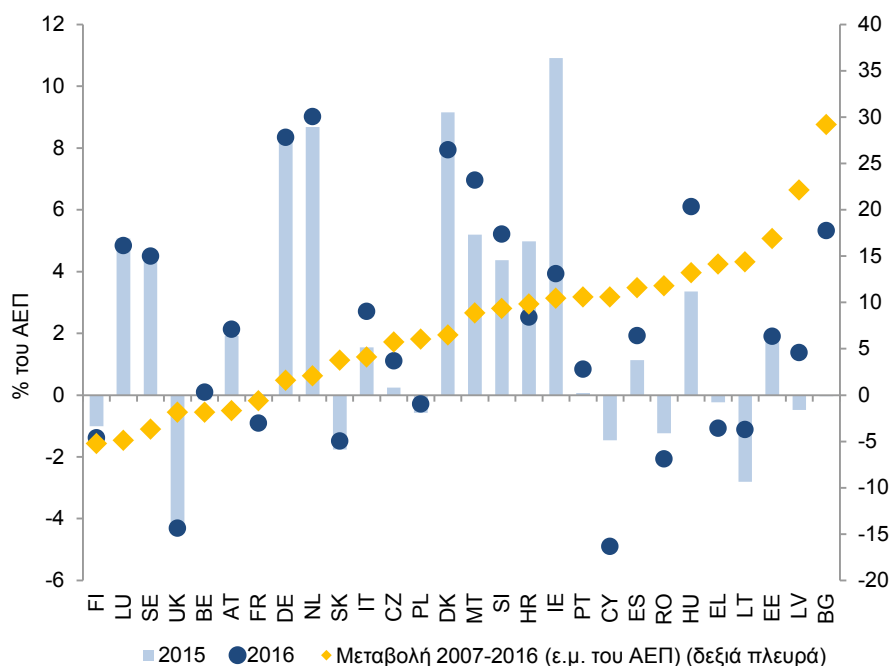


Πηγή: υπολογισμοί των υπηρεσιών της Επιτροπής.

Σημείωση: τα κυκλικά προσαρμοσμένα ισοζύγια υπολογίζονται με τη χρήση εκτιμήσεων των παραγωγικών κενών στις οποίες βασίστηκαν οι προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για το φθινόπωρο του 2017. Το κυκλικά προσαρμοσμένο ισοζύγιο για τη Μάλτα το 2016 δεν είναι ορατό στο διάγραμμα αλλά ανέρχεται στο 13,3 % του ΑΕΠ το 2016. Για τον υπολογισμό των κανόνων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, βλ. υποσημείωση 9. Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών που απαιτείται για να παραμείνει σταθερή η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση ορίζεται ως εξής: το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών που απαιτείται για να αποκατασταθεί η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση (ΚΔΕΘ) σε -35 % σε 20 έτη· για τις χώρες των οποίων η ΚΔΕΘ το 2016 είχε ήδη φτάσει ή υπερβεί το -35 % του ΑΕΠ, είναι το ισοζύγιο που απαιτείται για τη διατήρηση της ΚΔΕΘ στο επίπεδο του 2016⁹.

Διάγραμμα 3: Εξέλιξη των ισοζυγίων τρεχουσών συναλλαγών

⁹ Οι υπολογισμοί για τα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών που απαιτούνται για τη σταθεροποίηση της ΚΔΕΘ βασίζονται στις εξής παραδοχές: οι προβολές για το ονομαστικό ΑΕΠ βασίζονται στις προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για το φθινόπωρο του 2017 (έως το 2019) και στη μεθοδολογία της Επιτροπής για τις προβολές για τα επόμενα 10 έτη· συμβατικά, τα αποτελέσματα αποτίμησης θεωρούνται μηδενικά για την περίοδο των προβλέψεων· τα ισοζύγια κίνησης κεφαλαίων θεωρείται ότι παραμένουν σταθερά ως ποσοστό του ΑΕΠ, στη μέση τιμή μεταξύ του 2016 και των προβλέψεων έως το 2019.



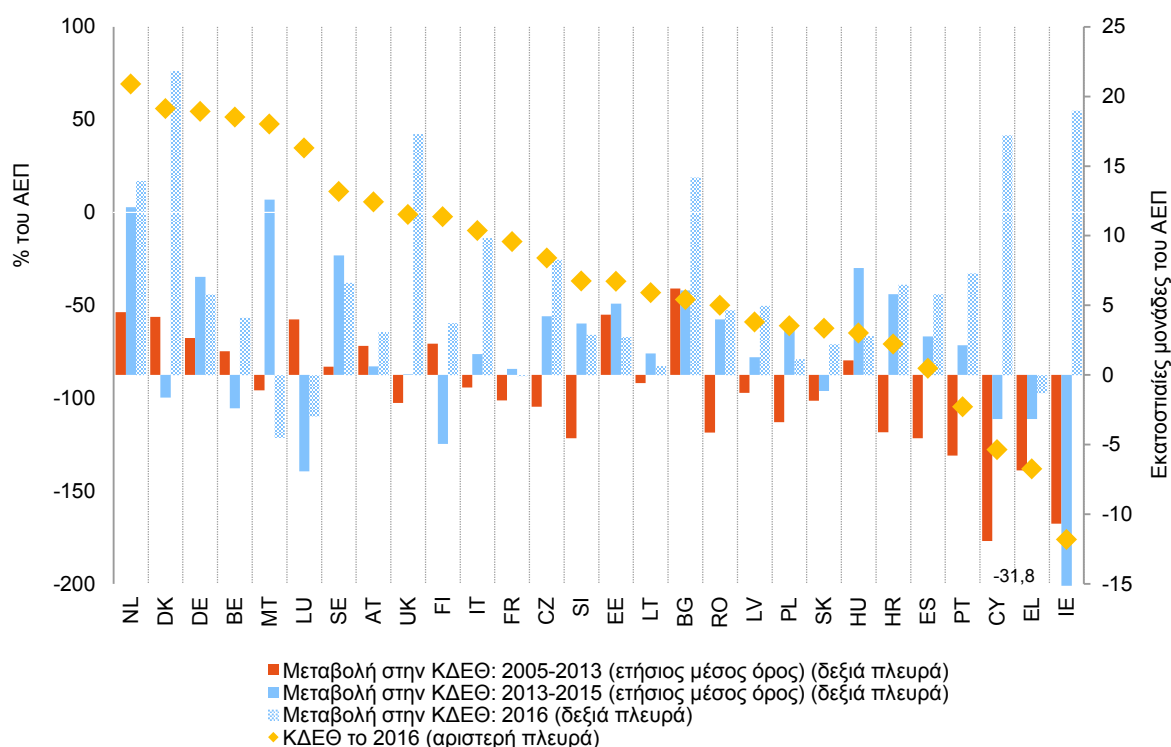
Πηγή: Eurostat

Τα ελλείμματα των ισοζυγίων τρεχουσών συναλλαγών είναι πολύ περιορισμένα σε αριθμό, ενώ εξακολουθούν να υφίστανται υψηλά πλεονάσματα. Τα περισσότερα από τα υψηλά ελλείμματα στα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών είχαν ήδη μειωθεί σημαντικά πριν από το 2016 και έχουν μετατραπεί σε πλεονάσματα ή σε ισοσκελισμένες θέσεις χάρη στην αποκατάσταση της ανταγωνιστικότητας και την υποτονική εγχώρια ζήτηση (διαγράμματα 2 και 3). Οι πρόσφατες εξελίξεις των εμπορικών ισοζυγίων επηρεάστηκαν θετικά από τη μείωση των τιμών των βασικών προϊόντων, την ανάκαμψη των συναλλαγών στην ΕΕ και την επιτάχυνση του παγκόσμιου εμπορίου από τα μέσα του 2016, ενώ το ισοζύγιο εισοδημάτων των χωρών που είναι καθαροί οφειλέτες επηρεάστηκε θετικά από τη μείωση των επιτοκίων, η οποία συνεπάγεται χαμηλότερες πληρωμές για τις καθαρές χρηματοπιστωτικές υποχρεώσεις.

- Μόνο το Ηνωμένο Βασίλειο εμφανίζει πλέον έλλειμμα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών που υπερβαίνει το όριο του πίνακα αποτελεσμάτων. Τα υπόλοιπα κράτη μέλη που εμφάνισαν ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών το 2016 (Βέλγιο, Ελλάδα, Γαλλία, Κύπρος, Λετονία, Λιθουανία, Πολωνία, Ρουμανία, Σλοβακία και Φινλανδία) παρέμειναν πολύ κάτω από το όριο του πίνακα αποτελεσμάτων. Η σημασία των κυκλικών παραγόντων μειώνεται για τα εν λόγω αποτελέσματα καθώς μειώνονται τα κενά παραγωγής (γράφημα 2). Ορισμένες επιπλέον οριακές βελτιώσεις σημειώθηκαν ακόμη και το 2016, ενώ χώρες όπως η Κροατία και η Ιρλανδία κατέγραψαν πτώσεις στα πλεονάσματά τους από τα εξαιρετικά υψηλά επίπεδα που είχαν καταγραφεί το 2015 (γράφημα 3).
- Στην Κύπρο και την Ελλάδα, το 2016 τα αποτελέσματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών παραμένουν ανεπαρκή για τη στήριξη μιας μείωσης των υψηλών ΚΔΕΘ σε συνετά επίπεδα με ικανοποιητικό ρυθμό. Αντιθέτως, τα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών της Πορτογαλίας και της Ισπανίας εμφάνισαν αποτελέσματα που υπερβαίνουν το ύψος που απαιτείται για να υπάρξει σύγκλιση προς μια ΚΔΕΘ ύψους -35 % του ΑΕΠ κατά τις δύο προσεχείς δεκαετίες, ενώ τα σχετικά περιθώρια είναι μεγαλύτερα όσον αφορά την Κροατία και την Ιρλανδία.

- Συγχρόνως, εξακολουθούν να υφίστανται υψηλά πλεονάσματα σε ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών. Παρά τις πρόσφατες οριακές πτώσεις, τα πλεονάσματα στη Δανία, τη Γερμανία και τις Κάτω Χώρες εξακολουθούν να υπερβαίνουν το όριο, πράγμα που συμβαίνει επί σειρά ετών. Η Μάλτα υπερέβη το όριο το 2016, γεγονός που οφείλεται επίσης στον ρόλο της ως υπεράκτιου κέντρου. Το πλεόνασμα θα ήταν ελαφρώς υψηλότερο στη Γερμανία και στη Δανία εάν δεν υπήρχαν συγκυριακές επιπτώσεις. Η Γερμανία, η Δανία και οι Κάτω Χώρες εμφανίζουν σήμερα πλεονάσματα πολύ υψηλότερα από ό,τι θα μπορούσε να εξηγηθεί με αναφορά στα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη (συμπεριλαμβανομένων, για παράδειγμα, της γήρανσης του πληθυσμού και του σχετικού κατά κεφαλήν εισοδήματος)¹⁰.
- Γενικότερα, εκτός από το Λουξεμβούργο, όλα τα πρόσφατα πλεονάσματα των διαφόρων κρατών μελών, τόσο εντός όσο και εκτός της ζώνης του ευρώ, εμφανίζονται υψηλότερα από ό,τι θα μπορούσε να εξηγηθεί με αναφορά στα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη, ενίοτε κατά πολύ υψηλότερα. Οι φθινοπωρινές προβλέψεις της Επιτροπής του 2017 αναμένουν περιορισμένες μόνον αλλαγές σε αυτές τις τάσεις κατά το τρέχον και το επόμενο έτος.

Διάγραμμα 4: Καθαρές διεθνείς επενδυτικές θέσεις και η δυναμική τους



Πηγή: Eurostat (BPM6, ESA1010), υπολογισμοί των υπηρεσιών της Επιτροπής.

Σημείωση: Δεδομένα για τη Βουλγαρία είναι διαθέσιμα μόνο από το 2010 και για την Κύπρο από το 2008.

Οι καθαρές διεθνείς επενδυτικές θέσεις (ΚΔΕΘ) έχουν βελτιωθεί πρόσφατα σε όλα σχεδόν τα κράτη μέλη αλλά παραμένουν έντονα αρνητικές σε ορισμένα από αυτά. Το

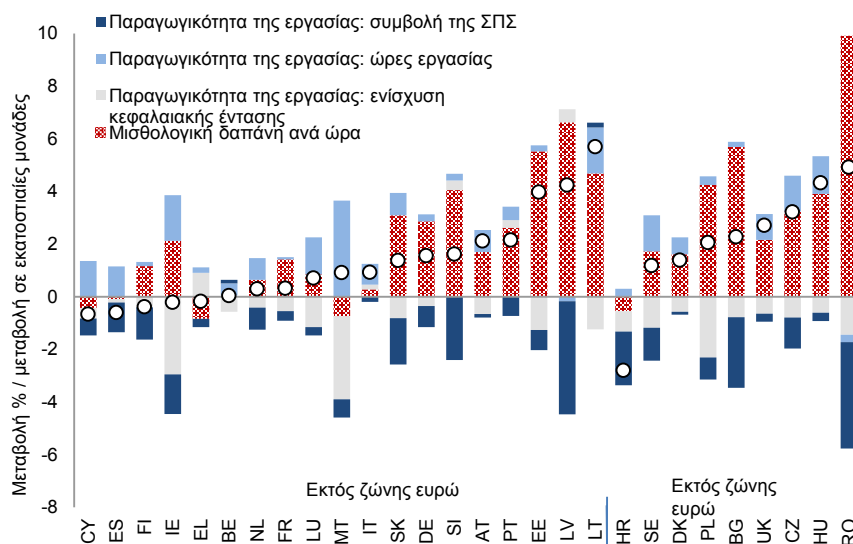
¹⁰ Παρόμοια, σε γενικές γραμμές, αξιολόγηση παρουσιάζεται στην έκθεση του ΔΝΤ για τον εξωτερικό τομέα το 2017 (Pilot External Sector Report, 2017). Βλ. επίσης υποσημείωση 13.

2016 υπήρξαν σε ορισμένες περιπτώσεις σημαντικές βελτιώσεις, τόσο σε χώρες που είναι καθαροί οφειλέτες όσο και σε χώρες που είναι καθαροί πιστωτές, αν και στις τελευταίες οι βελτιώσεις υπήρξαν ελαφρώς πιο έντονες από ό,τι στις χώρες που είναι καθαροί οφειλέτες. Το γεγονός αυτό αντανακλά τα αυξανόμενα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών και κίνησης κεφαλαίων και την υψηλότερη αύξηση του ΑΕΠ. Τα αποτελέσματα αποτίμησης ποίκιλλαν σε μεγάλο βαθμό από χώρα σε χώρα, χωρίς να έχουν σαφή σύνδεση με τις ΚΔΕΘ εκκίνησης, συμβάλλοντας όμως σε ορισμένες περιπτώσεις στη μείωση των γενικά αρνητικών ισοζυγίων ΚΔΕΘ. Οι εξελίξεις το πρώτο εξάμηνο του 2017 δεν δείχνουν σημαντικές αλλαγές σε αυτές τις τάσεις.

- Παρά τις πρόσφατες βελτιώσεις, το 2016 πάνω από τα μισά κράτη μέλη της ΕΕ εμφάνισαν ΚΔΕΘ πέρα από το όριο του δείκτη αποτελεσμάτων της ΔΜΑ. Ορισμένες τιμές εξακολουθούν να υπερβαίνουν το -100 % του ΑΕΠ (στην Ιρλανδία, την Ελλάδα, την Κύπρο και την Πορτογαλία). Στην Ισπανία και την Κροατία είναι πάνω από το -70 % του ΑΕΠ, ενώ δεν έχουν ακόμη συγκλίνει στο όριο του -35 % του ΑΕΠ σε άλλες εννέα χώρες, συμπεριλαμβανομένων της Βουλγαρίας, της Ουγγαρίας, της Λετονίας, της Πολωνίας, της Ρουμανίας και της Σλοβακίας.
- Το 2016 χαρακτηρίστηκε από σαφείς βελτιώσεις στις πλέον αρνητικές ΚΔΕΘ, συχνά σε αντίθεση με την επιδείνωση των προηγούμενων οικονομικών ετών. Η Κύπρος και η Ιρλανδία ξεχωρίζουν για τις σημαντικές βελτιώσεις τους το 2016, αλλά και στην Πορτογαλία και την Ισπανία οι τάσεις μεταβλήθηκαν εμφανώς, καθώς το 2016 επιτεύχθηκαν βελτιώσεις μετά από έτη κατά το μάλλον ή ήττον συνεχούς επιδείνωσης. Η Ελλάδα εξακολουθεί να αποτελεί εξαίρεση και η θέση της συνέχισε να επιδεινώνεται, αν και με βραδύτερο ρυθμό από ό,τι στο παρελθόν. Οι μεταβολές των τάσεων υπήρξαν ανάμεικτες σε χώρες με λιγότερο αρνητικές ΚΔΕΘ και, γενικά, οι διορθώσεις ήταν πιο συγκρατημένες. Παρόλο που οι μεταβολές έφτασαν μέχρι και να επιβραδυνθούν σε περιπτώσεις όπως της Ουγγαρίας, εξακολούθησαν ωστόσο πάντοτε να κινούνται προς την κατεύθυνση της βελτίωσης των ΚΔΕΘ.
- Οι χώρες που είναι καθαροί πιστωτές συνέχισαν να αυξάνουν περαιτέρω τις σημαντικές ΚΔΕΘ τους το 2016 λόγω των μεγάλων πλεονασμάτων και των βελτιώσεων στις αποτιμήσεις που συχνά ήταν εντονότερες από ό,τι στο παρελθόν. Ειδικότερα, οι Κάτω Χώρες έκλεισαν το 2016 με θετική ΚΔΕΘ, σχεδόν στο 70 % του ΑΕΠ, ενώ στη Δανία και τη Γερμανία η ΚΔΕΘ αυξήθηκε στο 55 % του ΑΕΠ, έχοντας ανέλθει σε όλες τις περιπτώσεις στη μέγιστή της τιμή σε μια δεκαετία. Τα πρόσφατα αποτελέσματα των ισοζυγίων τρεχουσών συναλλαγών υπερβαίνουν εμφανώς τα επίπεδα που απαιτούνται για να διατηρηθούν οι δείκτες ΚΔΕΘ-προς-ΑΕΠ στα επίπεδα του 2016. Η Μάλτα και το Λουξεμβούργο ήταν οι μόνες χώρες-καθαροί πιστωτές των οποίων οι ΚΔΕΘ εμφάνισαν πτώσεις το 2016, αν και σε κάθε περίπτωση παρέμειναν σε σαφώς θετικό έδαφος. Επίσης, οι περισσότερες χώρες με σχετικά ισορροπημένη ΚΔΕΘ βελτίωσαν τις θέσεις τους το 2016, σε ορισμένες μάλιστα περιπτώσεις σαφώς περισσότερο από ό,τι στο παρελθόν. Το Ηνωμένο Βασίλειο έκλεισε το 2016 με ισορροπημένη ΚΔΕΘ, κυρίως χάρη στα αποτελέσματα αποτίμησης που συνδέονται με την υποτίμηση της στερλίνας μετά από χρόνια αρνητικών τιμών.
- Οι κίνδυνοι και τα τρωτά σημεία που συνδέονται με αρνητικές καθαρές θέσεις μπορεί να εξαρτώνται επίσης από τη σύνθεσή τους. Στο πλαίσιο αυτό, οι χώρες που είναι συχνά μεγάλοι οφειλέτες, ιδίως η Κύπρος, η Ελλάδα, η Πορτογαλία και η Ισπανία, εμφανίζουν επίπεδα καθαρού εξωτερικού χρέους που ευθύνονται για το μεγαλύτερο μέρος των ΚΔΕΘ τους, γεγονός που ενδέχεται να τις καθιστά ευάλωτες σε μεταβολές των όρων

χρηματοδότησης, ιδίως εάν και όταν οι ανάγκες αναχρηματοδότησης είναι υψηλές. Αντίθετα, σε άλλες χώρες-οφειλέτες, οι άμεσες ξένες επενδύσεις, οι οποίες θα μπορούσαν να αποτελούν σταθερότερη πηγή χρηματοδότησης, ευθύνονται για μεγάλο μερίδιο της αρνητικής ΚΔΕΘ τους, όπως συμβαίνει με την Εσθονία, τη Λετονία και τη Λιθουανία, τη Βουλγαρία, την Πολωνία, τη Ρουμανία και τη Σλοβακία.

Διάγραμμα 5: Αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος και ανάλυση των παραγόντων, 2016



Πηγή: AMECO και Eurostat. Υπολογισμοί των υπηρεσιών της Επιτροπής

Σημείωση: Η ανάλυση βασίζεται στην τυποποιημένη διάκριση της αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος σε ονομαστική ωριαία αποζημίωση και παραγωγικότητα του εργατικού δυναμικού, ενώ η τελευταία διακρίνεται περαιτέρω στη συμβολή των ωρών εργασίας, στον δείκτη συνολικής παραγωγικότητας και στη συσσώρευση κεφαλαίων με τη χρήση τυποποιημένου πλαισίου υπολογισμού της ανάπτυξης.

Οι εξελίξεις στην ανταγωνιστικότητα κόστους καθίστανται όλο και λιγότερο ευνοϊκές για την εξισορρόπηση. Η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας στις χώρες που είναι καθαροί οφειλέτες συχνά μετριάζεται ή εξαλείφεται σταδιακά, ενώ στις χώρες που είναι καθαροί πιστωτές καταγράφηκαν μικρές μεταβολές των θέσεων ανταγωνιστικότητάς τους. Δεδομένης της σχετικά χαμηλής αύξησης της παραγωγικότητας της εργασίας, καθώς και της υποτονικής δυναμικής των μισθών στις περισσότερες χώρες, οι εξελίξεις του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (ΚΕΑΜΠ) το 2016 φαίνονται περισσότερο ανεξάρτητες από τις εξωτερικές θέσεις αποθεμάτων ή ροών σε σύγκριση με τα προηγούμενα έτη (γράφημα 5). Συνολικά, η μειωμένη διασπορά στις εξελίξεις όσον αφορά την ανταγωνιστικότητα κόστους ελάχιστα υποστηρίζει μια πιο συμμετρική επανεξισορρόπηση εντός της ζώνης του ευρώ (βλ. γράφημα 6 και πλαίσιο 2).

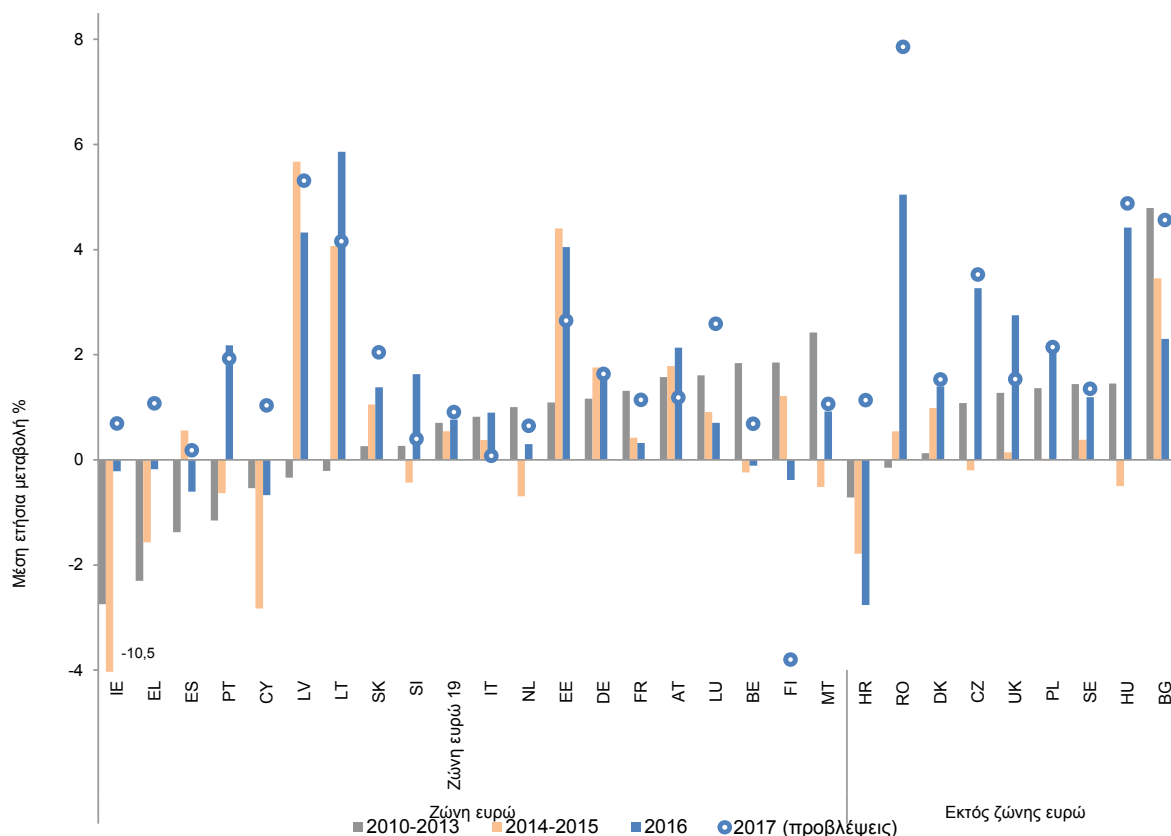
- Το 2016, σε ορισμένες χώρες που είναι καθαροί οφειλέτες η δυναμική του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος υπήρξε στάσιμη ή έγινε θετική μετά από χρόνια μείωσης (π.χ., στην Ελλάδα, την Ιρλανδία, την Ισπανία, την Πορτογαλία, τη Σλοβενία), αντικατοπτρίζοντας την επιβράδυνση της αύξησης της παραγωγικότητας και το γεγονός ότι η αύξηση των μισθών κατέστη θετική ή λιγότερο αρνητική. Χώρες όπως η Εσθονία, η Λετονία και η Λιθουανία συνέχισαν να εμφανίζουν ταχεία αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος λόγω της μεγάλης αύξησης των μισθών σε ένα πλαίσιο στενότητας στην αγορά εργασίας και μέτριας ανόδου της παραγωγικότητας. Ταυτόχρονα,

άλλες χώρες εμφανίζουν πρόσφατα, ακόμη και το 2017, αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, ιδίως η Ρουμανία, αλλά και η Βουλγαρία, η Τσεχική Δημοκρατία και η Ουγγαρία (διάγραμμα 6). Σε ορισμένες από τις χώρες αυτές, η επιτάχυνση των μισθολογικών αυξήσεων συμβαίνει μετά από σημαντικές προσαρμογές που πραγματοποίησαν στον απόηχο της κρίσης του 2008-2009, οι οποίες διέκοψαν τη μακροπρόθεσμη σύγκλιση των μισθών. Η χαμηλή παραγωγικότητα της εργασίας συχνά συμβαδίζει με μέτρια αύξηση της συνολικής παραγωγικότητας των συντελεστών παραγωγής¹¹.

- Η αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος σε ορισμένες χώρες που είναι καθαροί πιστωτές (Δανία, Γερμανία, Λουξεμβούργο, Κάτω Χώρες και Σουηδία) παρέμεινε συνολικά συγκρατημένη το 2016, ενώ έχει μετριαστεί ελαφρώς στη Γερμανία δεδομένης της υποτονικής δυναμικής των μισθών, παρά τη στενότητα στην αγορά εργασίας.
- Ο χαμηλός πληθωρισμός συνέβαλε ώστε να διατηρηθεί σχετικά σταθερή τα τελευταία χρόνια (διάγραμμα 7) η ανταγωνιστικότητα των τιμών, όπως μετράται με την πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία (ΠΣΣΙ). Το ευρώ άρχισε να ανατιμάται το 2016 μετά την υποτίμηση του 2015, γεγονός που υποδηλώνει ανατιμήσεις σε όρους ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας στις χώρες της ζώνης του ευρώ σε ευρεία βάση, και επηρεάζει επίσης την πλέον πρόσφατη δυναμική της ΠΣΣΙ. Παρά την εν λόγω πρόσφατη ανατίμηση, οι θέσεις της ΠΣΣΙ εξακολουθούν να δείχνουν βελτίωση της ανταγωνιστικότητας των τιμών σε σύγκριση με την περίοδο πριν από την κρίση στις περισσότερες χώρες που είναι καθαροί οφειλέτες. Επιδείνωση της ανταγωνιστικότητας σε σύγκριση με την περίοδο πριν από την κρίση παρατηρείται για κάποια χρόνια μόνο στην Εσθονία, τη Λετονία και τη Λιθουανία, και πιο πρόσφατα στη Βουλγαρία και την Τσεχική Δημοκρατία, σε συνθήκες σταθερών ποσοστών πληθωρισμού. Μεταξύ όλων των χωρών της ΕΕ, μόνο το Ηνωμένο Βασίλειο, η Πολωνία και η Γερμανία εμφανίζουν βελτίωση της κατάστασης της ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές σε σχέση με το 2000.

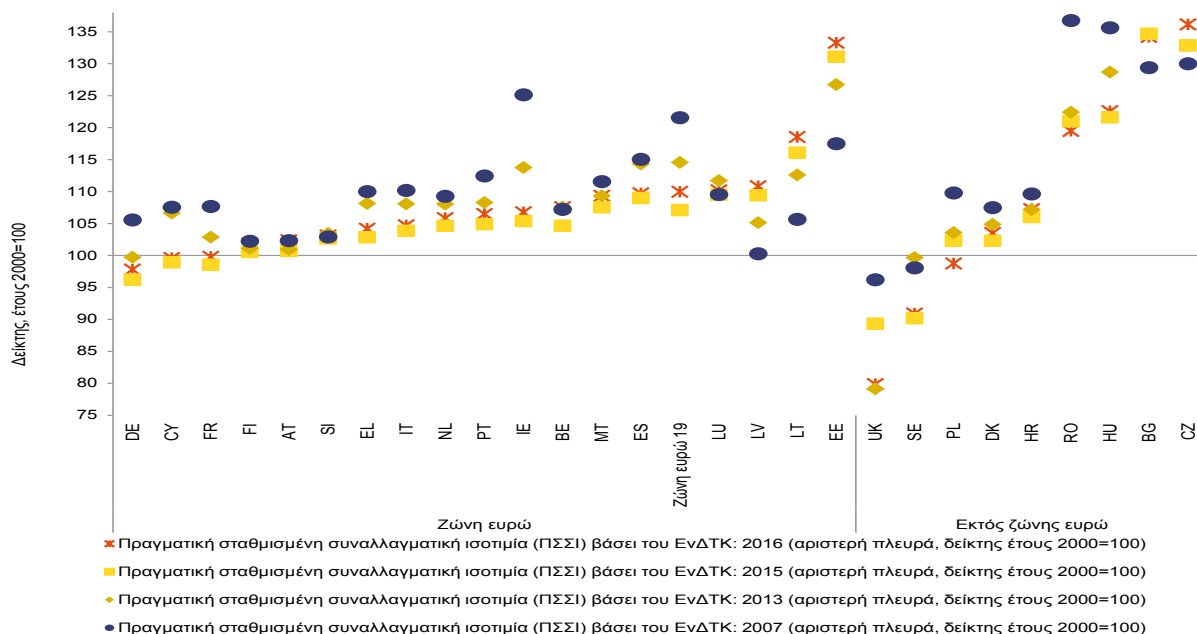
¹¹ Σε μερικές χώρες, όπως η Πολωνία και η Ρουμανία, σημαντικές αυξήσεις στο ποσό του κεφαλαίου ανά εργαζόμενο (η λεγόμενη «ενίσχυση της κεφαλαιακής έντασης») αύξησαν την παραγωγικότητα της εργασίας και μετρίασαν το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, ενώ το αντίθετο συνέβη στη Λετονία, την Ελλάδα, την Πορτογαλία και τη Σλοβενία.

Διάγραμμα 6: Αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος



Πηγή: AMECO. Τα στοιχεία για το 2017 προέρχονται από τις φθινοπωρινές προβλέψεις των υπηρεσιών της Επιτροπής του 2017

Διάγραμμα 7: Πραγματικές σταθμισμένες συναλλαγματικές ισοτιμίες, 42 εμπορικοί εταίροι, αποπληθωριστής ΕνΔΤΚ

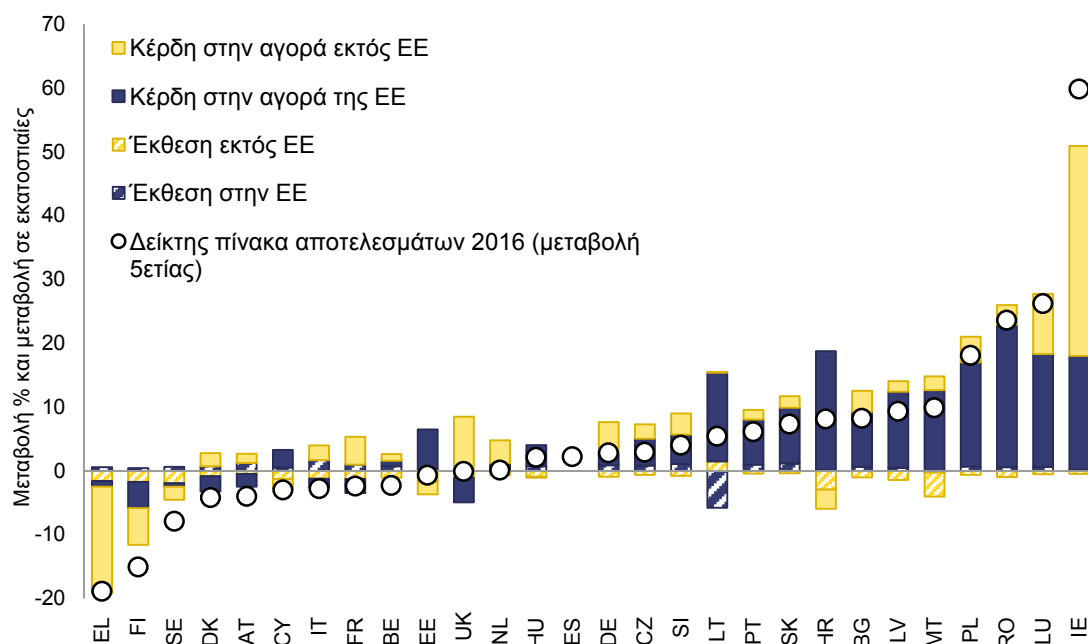


Πηγή: AMECO

Σημείωση: Τα στοιχεία για τη Σλοβακία είναι εκτός κλίμακας και οι τιμές των δεικτών είναι 153, 173, 170 και 171 για το 2007, το 2013, το 2015 και το 2016 αντίστοιχα.

Οι περισσότερες χώρες της ΕΕ έχουν καταγράψει πρόσφατες αυξήσεις των μεριδίων στις εξαγωγικές αγορές. Οι αυξήσεις αυτές αντικατοπτρίζουν μια ελαφρώς εντονότερη ανάπτυξη του εμπορίου εντός της ΕΕ σε σχέση με το εμπόριο με χώρες εκτός ΕΕ, καθώς και μείωση των τιμών των βασικών προϊόντων που έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση του ειδικού βάρους των εξαγωγών μη βασικών προϊόντων επί των συνολικών εξαγωγών, κατά τα τελευταία έτη. Οι μεγαλύτερες αυξήσεις των μεριδίων στις εξαγωγικές αγορές σημειώθηκαν στην Ιρλανδία, το Λουξεμβούργο και τη Ρουμανία, ενώ οι υψηλότερες απώλειες σημειώθηκαν στην Ελλάδα, τη Φινλανδία και τη Σουηδία. Οι μεγάλες οικονομίες της ΕΕ δεν εμφάνισαν κατά κανόνα μεταβολές των μεριδίων αγοράς. Δεν φαίνεται να υπάρχει καμία συστηματική διαφορά μεταξύ των χωρών που είναι καθαροί οφειλέτες και των χωρών που είναι καθαροί πιστωτές όσον αφορά τη δυναμική των μεριδίων αγοράς τα τελευταία χρόνια, με εξαίρεση το 2016, όταν οι χώρες-καθαροί οφειλέτες εμφάνισαν ελαφρώς καλύτερες επιδόσεις.

Διάγραμμα 8: Μεταβολή των μεριδίων στις εξαγωγικές αγορές, σωρευτικές αλλαγές τα έτη 2011-2016



Πηγή: Eurostat, υπολογισμοί των υπηρεσιών της Επιτροπής.

Σημείωση: Η ανάλυση βασίζεται στη μεθοδολογία της συμμετοχής στη μεταβολή (shift-share). Οι σκιασμένες ράβδοι αναπαριστούν τη συμβολή στη δυναμική των μεριδίων αγοράς που οφείλεται σε μεταβολές της έκθεσης σε δεδομένη αγορά. Οι ράβδοι υπολογίζουν τη συμβολή στη δυναμική των μεριδίων αγοράς που οφείλεται σε μεταβολές των μεριδίων αγοράς εντός δεδομένης αγοράς. Για τους υπολογισμούς χρησιμοποιήθηκαν δεδομένα από το εγχειρίδιο BPM6, με εξαίρεση τη Φινλανδία, της οποίας οι εξαγωγές προς την ΕΕ ελήφθησαν από εθνικούς λογαριασμούς· δεδομένα εν μέρει μη διαθέσιμα για την Ισπανία.

Πλαίσιο 1: Η σχετική με τη ζώνη του ευρώ διάσταση των μακροοικονομικών ανισορροπιών

Οι επιπτώσεις των μακροοικονομικών ανισορροπιών σε ολόκληρη τη ζώνη του ευρώ θα πρέπει

να εξεταστούν με προσοχή. Σύμφωνα με τις προτάσεις που περιλαμβάνονται 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, και στην ανακοίνωση της Επιτροπής της 21ης Οκτωβρίου 2015 «Σχετικά με τα βήματα για την Ολοκλήρωση της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης», ξεκινώντας από το 2016, η ΕΜΕ περιλαμβάνει συστηματική ανάλυση των επιπτώσεων που έχουν οι ανισορροπίες των χωρών σε ολόκληρη τη ζώνη του ευρώ και εξετάζει τον βαθμό στον οποίο απαιτείται συντονισμένη προσέγγιση ως προς τις απαντήσεις πολιτικής δεδομένων των αλληλεξαρτήσεων.

Το σημαντικό πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ έχει σταθεροποιηθεί. Το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ αυξήθηκε οριακά στο 3,3 % του ΑΕΠ το 2016 έναντι 3,2 % του ΑΕΠ το 2015, ενώ στις φθινοπωρινές προβλέψεις της Επιτροπής του 2017 προβλέπεται να παραμείνει στο 3 % περίπου μέχρι το 2019, για λόγους που αφορούν κυρίως την ανάκαμψη που χαρακτηρίζει τη συγκυρία στη ζώνη του ευρώ σε σχέση με τη συγκυρία των εμπορικών εταίρων, καθώς και την εξασθένιση των κερδών που συνδέονται με το εμπόριο¹². Με αμετάβλητες πολιτικές, το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ, αναμένεται να παραμείνει το υψηλότερο παγκοσμίως. Το ύψος αυτό του πλεονάσματος εκτιμάται ότι είναι μεγαλύτερο από ό,τι μπορεί να εξηγηθεί με αναφορά στα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη (συμπεριλαμβανομένων, για παράδειγμα, της γήρανσης του πληθυσμού και του σχετικού κατά κεφαλήν εισοδήματος), καθώς εμπειρικές εκτιμήσεις του κανόνα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ δείχνουν μικρό πλεόνασμα, ελαφρώς πάνω από το 1 % του ΑΕΠ το 2016¹³. Όσον αφορά τις μελλοντικές εξελίξεις, το μεγάλο πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ ενδέχεται να αποτελεί έναν από τους παράγοντες που συμβάλλουν στη διατήρηση της ανοδικής πίεσης επί της εξωτερικής αξίας του ευρώ.

Η μη υποχώρηση του πλεονάσματος της ζώνης του ευρώ αντικατοπτρίζει τη διόρθωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών το οποίο ήταν προηγουμένως ελλειμματικό σε συνδυασμό με τη μη υποχώρηση των μεγάλων πλεονασμάτων. Τα μεγάλα πλεονάσματα της Γερμανίας και των Κάτω Χωρών από κοινού αντιπροσωπεύουν σχεδόν το 90 % του τρέχοντος ύψους του συνολικού πλεονάσματος της ζώνης του ευρώ (διάγραμμα Β.1.1). Η έντονη βελτίωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ κατά τα έτη μετά την κρίση συνέπεσε με απότομη προσαρμογή των μεγάλων εξωτερικών ελλειμμάτων σε συνέχεια της αντιστροφής των ιδιωτικών διασυννοριακών χρηματοοικονομικών ροών (διάγραμμα Β.1.2). Η επακόλουθη αύξηση του πλεονάσματος της ζώνης του ευρώ συνέπεσε, αφενός, με συνεχείς βελτιώσεις στα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών στις χώρες που είναι καθαροί οφειλέτες και, αφετέρου, με περαιτέρω αύξηση των πλεονασμάτων στις χώρες που είναι καθαροί πιστωτές. Από το 2011, η δυναμική των ισοζυγίων τρεχουσών συναλλαγών της Ιταλίας και της Γερμανίας ευθύνεται για το 2/3 περίπου της αύξησης του πλεονάσματος της ζώνης του ευρώ.

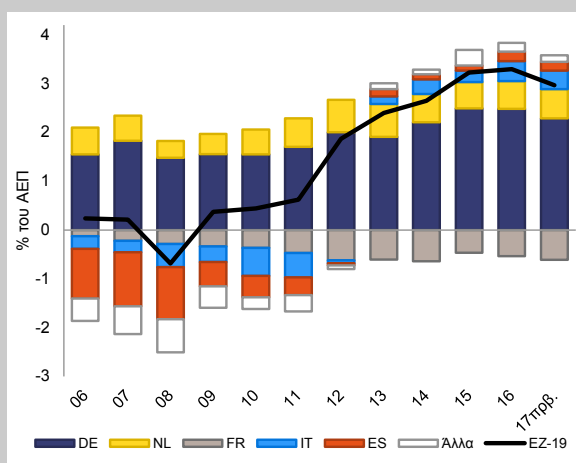
¹² Στοιχεία που βασίζονται στους εθνικούς λογαριασμούς για την περίοδο 2017-2019. Τα αριθμητικά στοιχεία που βασίζονται στους εθνικούς λογαριασμούς συμπίπτουν με τα στοιχεία των στατιστικών σχετικά με το ισοζύγιο πληρωμών για τα έτη 2015 και 2016.

¹³ Ο δείκτης αναφοράς προκύπτει από παλινδρομήσεις ανηγμένης μορφής που λαμβάνουν υπόψη τους βασικούς συντελεστές του ισοζυγίου αποταμιεύσεων και επενδύσεων, συμπεριλαμβανομένων θεμελιωδών συντελεστών (π.χ. δημογραφικά στοιχεία, πόροι), παραγόντων πολιτικής και των παγκόσμιων οικονομικών συνθηκών. Η μεθοδολογία αυτή είναι παρόμοια με τη μεθοδολογία της αξιολόγησης εξωτερικού ισοζυγίου που έχει αναπτύξει το ΔΝΤ (Phillips, S. et al., 2013, «The External Balance Assessment (EBA) Methodology», έγγραφο εργασίας του ΔΝΤ, αριθ. 13/272). Οι κυριότερες διαφορές συνίστανται στο μεγαλύτερο δείγμα που χρησιμοποιείται για την εκτίμηση, σε έναν ελαφρώς διαφορετικό εμπειρικό προσδιορισμό (διαφορετικές αλληλεπιδράσεις για τη μεταβλητή που αποτυπώνει τις επιπτώσεις της γήρανσης και με πρόσθετες μεταβλητές καλύπτουν το μερίδιο του τομέα της μεταποίησης στην προστιθέμενη αξία), καθώς και σε ορισμένες διαφορές σε σχέση με τον ορισμό των κανόνων (προγνώσεις που βασίζονται σε μικρότερο σύνολο θεμελιωδών οικονομικών μεγεθών, και δη εξαιρουμένων των ΚΔΕΘ και των μεταβλητών που αφορούν την απροθυμία των ανά τον κόσμο επενδυτών να αναλάβουν κινδύνους, καθώς και των σχετικών με τις πολιτικές μεταβλητών, οι οποίες καθορίζονται σε παγκόσμιο μέσο όρο). Οι εκτιμήσεις του ΔΝΤ όσον αφορά τον κανόνα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών για τη ζώνη του ευρώ δείχνουν μικρό πλεόνασμα της τάξης του 2,7 % του ΑΕΠ (αξιολόγηση των υπηρεσιών του ΔΝΤ).

Η μείωση του πλεονάσματος της ζώνης του ευρώ που προβλέπεται για το 2017 προέρχεται σε μεγάλο βαθμό από μείωση του γερμανικού πλεονάσματος.

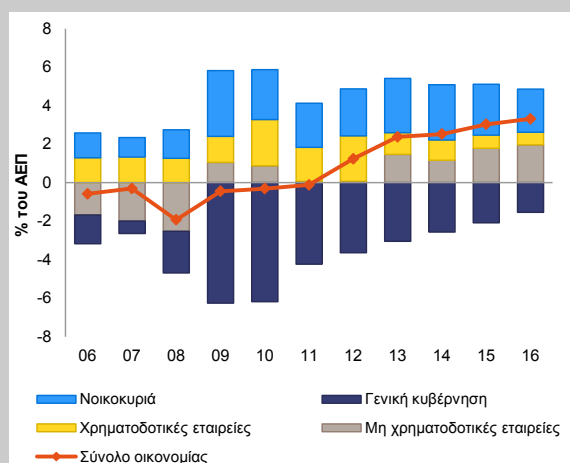
Η δυναμική του πλεονάσματος της ζώνης του ευρώ συνδέεται με την υστέρηση που παρουσιάζει η εσωτερική ζήτηση σε σχέση με τη δυναμική της οικονομικής δραστηριότητας και της ζήτησης. Οι καθαρές εξαγωγές αντιστοιχούν στη διαφορά μεταξύ συνολικών εισοδημάτων και δαπανών, η οποία έχει διευρυνθεί από το 2009 έως το 2016, το πρώτο έτος αφότου άρχισε η κρίση κατά το οποίο η πραγματική δυναμική της συνολικής ζήτησης υπερέβη την αύξηση του ΑΕΠ (βλ. διάγραμμα B.1.3). Η εξέλιξη του πλεονάσματος αντικατοπτρίζει, αφενός, την υποτονική δυναμική της ζήτησης στις χώρες που είναι καθαροί οφειλέτες και, αφετέρου, εξωτερικές θέσεις των χωρών που είναι καθαροί πιστωτές οι οποίες αυξήθηκαν περαιτέρω από τα ήδη υψηλά τους επίπεδα. Η επίμονα χαμηλή ζήτηση αντικατοπτρίζεται σε κενό παραγωγής για τη ζώνη του ευρώ που διατηρεί αρνητικό πρόσημο από το 2009, και το οποίο προβλέπεται να καταστεί θετικό το 2018, σύμφωνα με τις φθινοπωρινές προβλέψεις της Επιτροπής του 2017. Αυτή η παρατεταμένη οικονομική δυστοκία αποτελεί τον λόγο για τον οποίο τα ποσοστά του πληθωρισμού παραμένουν κάτω από τον στόχο των νομισματικών αρχών. Η εξέλιξη του πλεονάσματος της ζώνης του ευρώ συνδέεται επίσης με τη δυναμική των εξαγωγών της ζώνης του ευρώ, η οποία στηρίζεται στην ευνοϊκή παγκόσμια ζήτηση για ευρωπαϊκά αγαθά και υπηρεσίες και στη βελτιωμένη ανταγωνιστική θέση. Ενώ τα οφέλη από την υποτίμηση του ευρώ το 2015 έχουν αρχίσει σταδιακά να παράγουν αποτελέσματα στο εμπορικό ισοζύγιο, τα οφέλη από την πρόσφατη ανατίμηση του ευρώ είναι ελάχιστα ορατά.

Διάγραμμα B.1.1: Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών στη ζώνη του ευρώ και σε επιλεγμένα κράτη μέλη



Πηγή: AMECO

Διάγραμμα B.1.2: Καθαρή δανειοληψία/δανειοδότηση ανά τομέα στη ζώνη του ευρώ

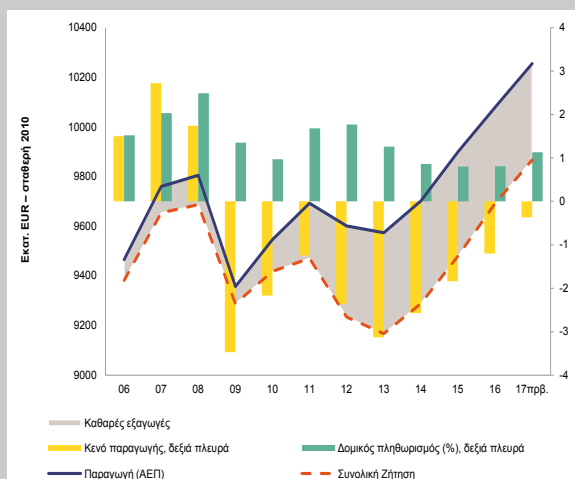


Πηγή: Eurostat

Η αυξανόμενη εξωτερική θέση της ζώνης του ευρώ συνδέεται με εκτεταμένη διαδικασία απομόχλευσης. Σε συγκεντρωτικό επίπεδο για τη ζώνη του ευρώ, το χρέος παραμένει σε υψηλά επίπεδα για τα νοικοκυριά, τις επιχειρήσεις και τις κυβερνήσεις, με σημαντικές διαφορές μεταξύ των χωρών. Η διαδικασία απομόχλευσης άρχισε μετά την έναρξη της κρίσης και οδήγησε σε αυξημένες καθαρές εξοικονομήσεις για το σύνολο της ζώνης του ευρώ (διάγραμμα B.1.2). Η ενεργητική απομόχλευση από τον ιδιωτικό τομέα ξεκίνησε νωρίς, όταν ξέσπασε η κρίση κατά το 2009, ενώ τα δημόσια οικονομικά συνέβαλαν στην άμβλυνση των επιπτώσεων της στα εισοδήματα. Τα αριθμητικά στοιχεία για την καθαρή δανειοδοσία στον τομέα των νοικοκυριών είναι επί του παρόντος διπλάσια σε σύγκριση με την περίοδο πριν από την κρίση. Οι εταιρείες που κατά κανόνα καταγράφουν καθαρές δανειοληπτικές ανάγκες υπό κανονικές συνθήκες, καταγράφουν καθαρή θετική δανειακή θέση από το 2013 και επί του παρόντος αντιπροσωπεύουν το μεγαλύτερο μερίδιο της συνολικής καθαρής δανειακής θέσης της ζώνης του ευρώ, γεγονός που αντανάκλα τις υποτονικές επενδύσεις παρά τα μεγάλα περιθώρια αυτοχρηματοδότησης. Τα συγκεντρωτικά αυτά στοιχεία, μολονότι συγκαλύπτουν σημαντικές διαφορές μεταξύ των χωρών, αποτυπώνουν τη θετική καθαρή δανειοδοτική θέση σε όλες σχεδόν τις χώρες της ζώνης του ευρώ, με τα υψηλότερα ποσοστά σε σχέση με το ΑΕΠ στην Ελλάδα,

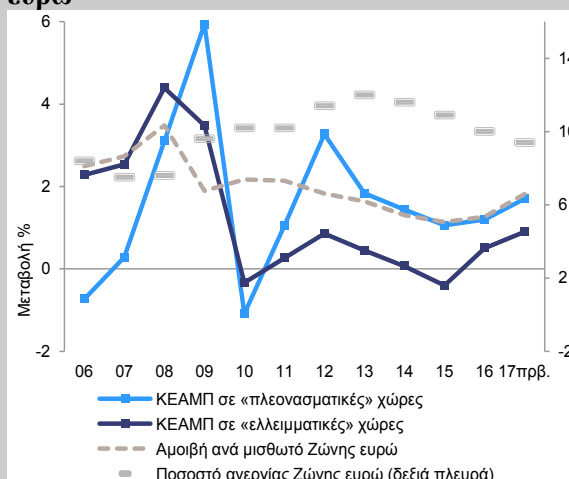
τις Κάτω Χώρες και την Ισπανία. Μόνον οι επιχειρήσεις του Λουξεμβούργου, της Γαλλίας και της Εσθονίας ήταν καθαροί οφειλέτες το 2016. Για τις κυβερνήσεις, η απομόχλευση ξεκίνησε το 2011, οπότε οι καθαρές δανειοδοτικές θέσεις καθίστανται λιγότερο αρνητικές μετά από την εφαρμογή πολιτικών δημοσιονομικών περιστολών και αντιπροσωπεύουν το αντίστοιχο μερίδιο της αύξησης της συνολικής καθαρής δανειακής θέσης της ζώνης του ευρώ.

Διάγραμμα Β.1.3: Παραγωγή στη ζώνη του ευρώ, εγχώρια ζήτηση, καθαρές εξαγωγές και δομικός πληθωρισμός



Πηγή: AMECO

Διάγραμμα Β.1.4: Ανεργία, αύξηση των μισθών και επανεξισορρόπηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στη ζώνη του ευρώ¹⁴



Πηγή: AMECO

Η επανεξισορρόπηση στη ζώνη του ευρώ πρέπει να συνεχιστεί. Χώρες που έχουν διορθώσει τα υψηλά ελλείμματα εξακολουθούν να χαρακτηρίζονται από μεγάλες αρνητικές καθαρές διεθνείς επενδυτικές θέσεις σε συνδυασμό με υψηλό ιδιωτικό ή δημόσιο χρέος, τα οποία συνιστούν τρωτά σημεία. Για την εκκαθάριση των υψηλών χρεών απαιτείται να διατηρηθεί ισοσκελισμένο ή πλεονασματικό το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, πράγμα που συνεπάγεται επίσης μια συνεχή διαδικασία εσωτερικής απομόχλευσης. Η σχετική βελτίωση της ανταγωνιστικότητας των χωρών που είναι καθαροί οφειλέτες, η οποία άρχισε το 2012, υποχωρεί σταδιακά, ενώ η αύξηση της παραγωγικότητας έχει παραμείνει στάσιμη (διάγραμμα Β.1.4).

Η αύξηση της ζήτησης και η σταθερή ανάπτυξη θα συνέχιζαν να βοηθούν την απομόχλευση και την επανεξισορρόπηση, όμως η αύξηση της παραγωγικότητας και η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας θα μπορούσαν να στηρίξουν τη διατηρήσιμη διόρθωση των ανισορροπιών. Δεδομένης της διασύνδεσης μεταξύ των οικονομιών της ζώνης του ευρώ, είναι σκόπιμη η εφαρμογή ενός κατάλληλου συνδυασμού μακροοικονομικών πολιτικών μεταξύ των κρατών μελών, δεδομένου ότι θα μπορούσε να στηρίξει την διόρθωση των ανισορροπιών και την ανάκαμψη. Οι ευνοϊκές συνθήκες της ζήτησης στις χώρες της ζώνης του ευρώ που είναι καθαροί πιστωτές και στις χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ αναμένεται να είναι καθοριστικής σημασίας προς αυτόν τον σκοπό για τις χώρες που είναι καθαροί οφειλέτες. Στο πλαίσιο αυτό, η πρόσφατη ανάκαμψη της ονομαστικής ανάπτυξης έχει συμβάλει στην επιτάχυνση του ρυθμού μείωσης των καθαρών εξωτερικών

¹⁴ Οι χώρες με πλεόνασμα είναι οι ακόλουθες: Βέλγιο, Γερμανία, Λουξεμβούργο, Κάτω Χώρες, Αυστρία, Φινλανδία. Οι χώρες με έλλειμμα είναι οι υπόλοιπες χώρες της ζώνης ευρώ-19. Όλες οι χώρες με πλεόνασμα εμφάνισαν ισοσκελισμένη ή πλεονασματική θέση ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών την περίοδο 1999-2012 (με μόνη εξαίρεση τη Γερμανία και την Αυστρία πριν από το 2002 και τη Φινλανδία μετά το 2010, ενώ όλες οι χώρες με έλλειμμα εμφάνισαν έλλειμμα την περίοδο 2000-2012).

υποχρεώσεων ως ποσοστού του ΑΕΠ. Η διαρθρωτική βελτίωση της παραγωγικότητας και της ανταγωνιστικότητας, ιδίως στις χώρες που είναι καθαροί οφειλέτες, θα έπρεπε να διατηρηθεί προκειμένου να στηρίξει τη σταθερή προσαρμογή και να συμβάλει στην ελάφρυνση του χρέους.

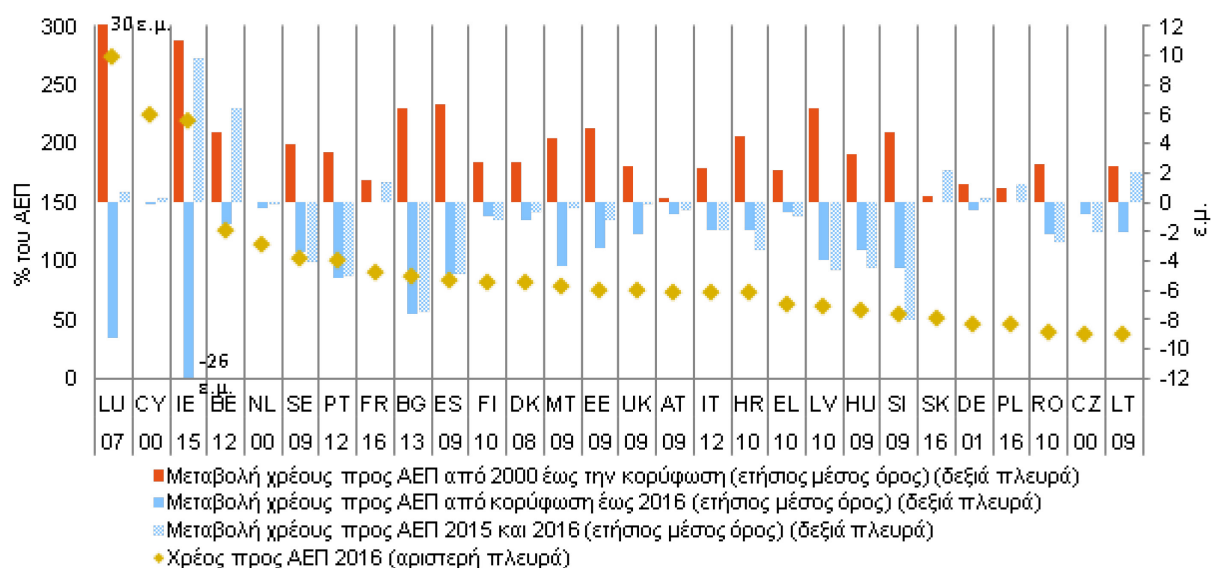
Οι δείκτες χρέους του ιδιωτικού τομέα έχουν εν γένει υποχωρήσει από τα μέγιστα επίπεδα μετά την κρίση, αλλά η υπερχρέωση εξακολουθεί να πλήττει πολλές χώρες. Δώδεκα κράτη μέλη υπερέβησαν το όριο του πίνακα αποτελεσμάτων για το ιδιωτικό χρέος το 2016, το ίδιο σύνολο χωρών που αναφέρονται στην έκθεση του μηχανισμού επαγρύπνησης του παρελθόντος έτους, με εξαίρεση τη Μάλτα, η οποία βρίσκεται σήμερα κάτω του ορίου. Τα υψηλότερα ποσοστά ιδιωτικού χρέους παρατηρούνται στην Κύπρο, στο Λουξεμβούργο, στην Ιρλανδία και στις Κάτω Χώρες, αν και τα αριθμητικά στοιχεία επηρεάζονται από την ισχυρή θέση πολυεθνικών ή υπεράκτιων κλάδων. Η Δανία, η Σουηδία, το Βέλγιο, η Πορτογαλία και το Ηνωμένο Βασίλειο εμφανίζουν την αμέσως επόμενη υψηλότερη τιμή δεικτών του πίνακα αποτελεσμάτων, με ιδιωτικό χρέος άνω του 160 % του ΑΕΠ.

Το σχετικό μερίδιο των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων στα υψηλά επίπεδα ιδιωτικού χρέους διαφέρει μεταξύ των κρατών μελών. Στην περίπτωση του Λουξεμβούργου, της Ιρλανδίας και, σε μικρότερο βαθμό, του Βελγίου, ξεχωρίζουν κυρίως οι υψηλοί δείκτες χρέους των μη χρηματοδοτικών εταιρειών (ΜΧΕ) κατά τη σύγκριση μεταξύ των χωρών. Αντιθέτως, στη Δανία και το Ηνωμένο Βασίλειο το υψηλό ιδιωτικό χρέος κατευθύνεται από τον τομέα των νοικοκυριών. Η Κύπρος, οι Κάτω Χώρες και η Πορτογαλία αντιμετωπίζουν συγκριτικά υψηλά επίπεδα χρέους, σε αμφοτέρους τους τομείς των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών. Συνολικά, οι διαφορές μεταξύ των χωρών όσον αφορά το χρέος πηγάζουν σε μεγάλο βαθμό από τις διαφορές βασικών παραγόντων που δικαιολογούν τη συσσώρευση χρέους, μεταξύ άλλων, των αναπτυξιακών και επενδυτικών προοπτικών, των περιορισμών της ιδιωτικής αποταμίευσης, καθώς και της οικονομικής ανάπτυξης. Παράλληλα, οι κίνδυνοι που απορρέουν από το υψηλό χρέος θα πρέπει να αξιολογούνται υπό το φως του αναπτυξιακού δυναμικού της χώρας, της ανθεκτικότητας του χρηματοπιστωτικού τομέα αυτής και του νομίσματος στο οποίο εκφράζονται οι εν λόγω υποχρεώσεις, λαμβανομένων επίσης υπόψη της αξίας, της ρευστότητας, της μεταβλητότητας και της κατανομής των υποκείμενων στοιχείων ενεργητικού.

Ο ρυθμός μείωσης του ιδιωτικού χρέους υπήρξε άνισος μεταξύ των χωρών και δεν είναι πάντοτε ανάλογος με τις ανάγκες απομόχλευσης. Το επίπεδο του χρέους στον μη χρηματοπιστωτικό ιδιωτικό τομέα αυξήθηκε σημαντικά κατά την περίοδο πριν από τη χρηματοπιστωτική κρίση και έκτοτε έχει μειωθεί οριακά στις περισσότερες περιπτώσεις. Στις πέντε χώρες με τους υψηλότερους δείκτες χρέους μη χρηματοδοτικών εταιρειών (Λουξεμβούργο, Κύπρο, Ιρλανδία, Βέλγιο και Κάτω Χώρες), η απομόχλευση έχει παραμείνει στάσιμη ή έχει αναστραφεί κατά τη διάρκεια των δύο τελευταίων ετών, ενώ στη Γαλλία δεν έχει ακόμη αρχίσει (διάγραμμα 9). Αντιθέτως, στη Σουηδία, την Πορτογαλία, τη Βουλγαρία και την Ισπανία, που επίσης εμφανίζουν υψηλά επίπεδα χρέους μη χρηματοδοτικών εταιρειών, η απομόχλευση συνεχίστηκε με ταχύ ρυθμό. Σε ορισμένες χώρες που δεν επιβαρύνονται με υψηλά επίπεδα χρέους, όπως η Λετονία, η Ουγγαρία και η Σλοβενία, η απομόχλευση των μη χρηματοδοτικών εταιρειών υπήρξε ταχεία και επιταχύνθηκε τα τελευταία δύο έτη. Οι δείκτες μόχλευσης των νοικοκυριών μειώθηκαν κατά τα τελευταία δύο έτη στα τρία κράτη μέλη με τα πιο χρεωμένα νοικοκυριά (Δανία, Κύπρο και Κάτω Χώρες), καθώς και σε άλλες χώρες με υψηλό χρέος όπως η Πορτογαλία, η Ισπανία και η Ελλάδα (διάγραμμα 10). Αντιθέτως, η απομόχλευση των νοικοκυριών έχει παραμείνει στάσιμη στο

Ηνωμένο Βασίλειο ενώ σχετικά υψηλά ποσοστά χρέους στη Σουηδία και τη Φινλανδία σημείωσαν περαιτέρω αύξηση.

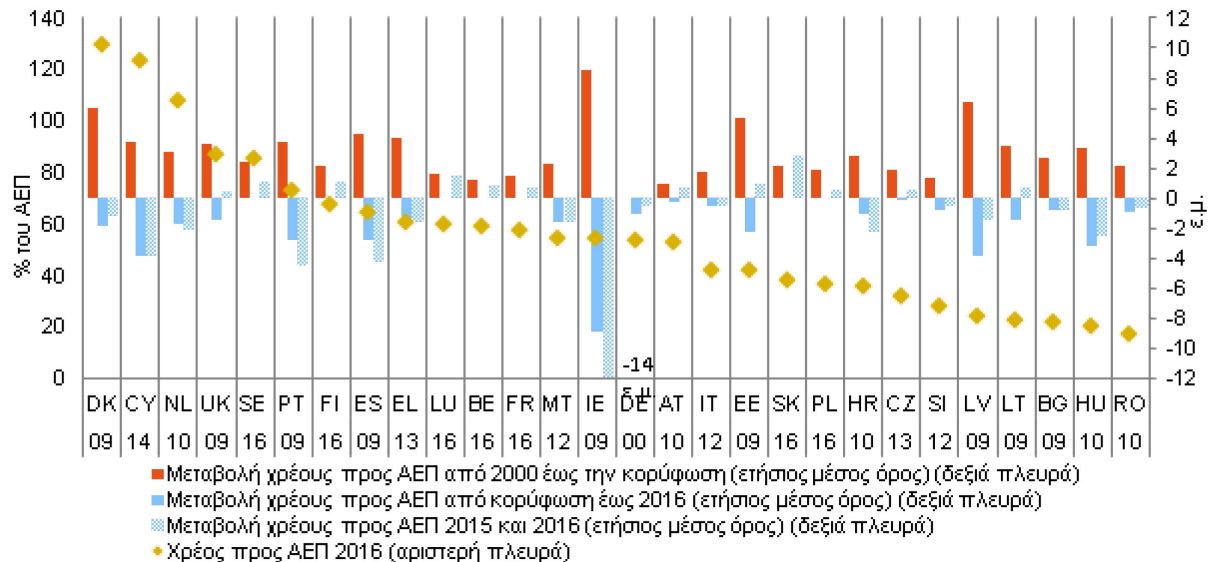
Διάγραμμα 9: Ρυθμός απομόγλευσης μη χρηματοδοτικών εταιρειών



Πηγή: Eurostat, υπολογισμοί των υπηρεσιών της Επιτροπής.

Σημείωση: 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 στην περίπτωση του LU (2001), της PL (2002), της MT (2003) και της LV (2003). Με βάση στοιχεία για το ενοποιημένο χρέος.

Διάγραμμα 10: Ρυθμός απομόγλευσης νοικοκυριών



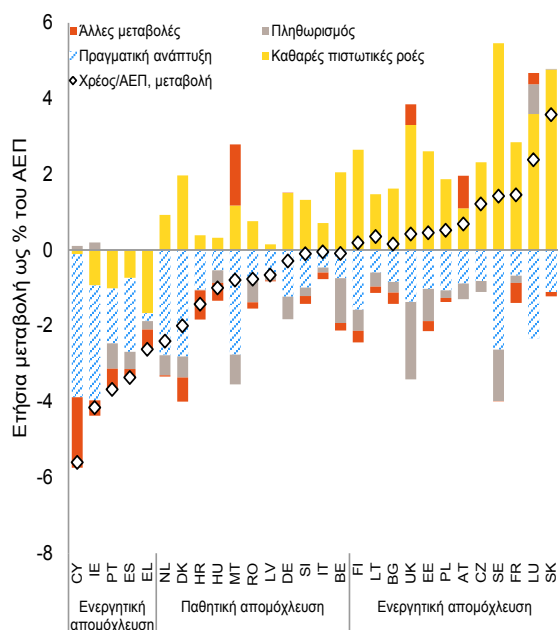
Πηγή: Eurostat, υπολογισμοί των υπηρεσιών της Επιτροπής.

Σημείωση: 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 στην περίπτωση του LU (2002), της PL (2003), της MT (2004) και της LV (2004). Με βάση στοιχεία για το ενοποιημένο χρέος.

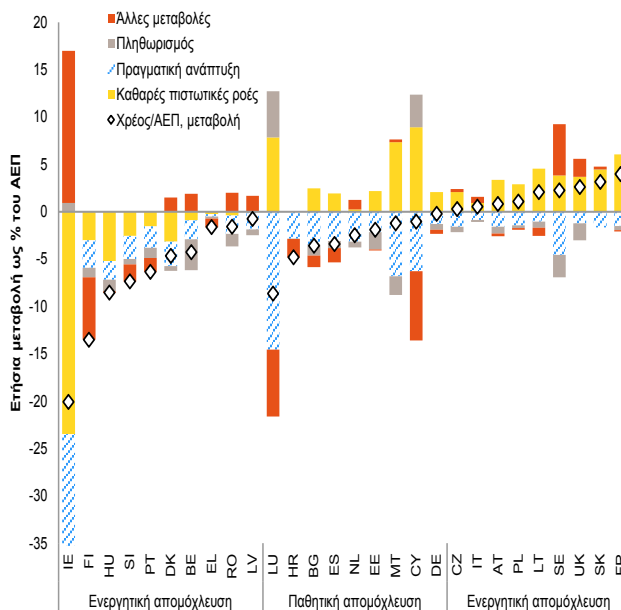
Οι πιστωτικές ροές κορυφώνονται εντονότερα στον τομέα των νοικοκυριών από ό, τι στον τομέα των επιχειρήσεων, γεγονός που υποδηλώνει διαφορετικές μεθόδους

απομόχλευσης και διαφορετική επενδυτική δυναμική. Γενικά, οι ιδιωτικές πιστωτικές ροές παραμένουν σε σχετικά μέτρια επίπεδα ενώ κανένα κράτος μέλος δεν υπερέβη το όριο του πίνακα αποτελεσμάτων το 2016. Κατά τα τελευταία έτη, υπό το πρίσμα της ανάκαμψης της ανάπτυξης, η απομόχλευση των νοικοκυριών κατευθύνεται όλο και περισσότερο από την μείωση του δείκτη χρέους προς το ΑΕΠ μέσω εντονότερης αύξησης του ΑΕΠ («παθητική απομόχλευση»), ενώ η «ενεργητική» απομόχλευση των νοικοκυριών μέσω αρνητικών καθαρών πιστωτικών ροών παρατηρήθηκε μόνο σε ορισμένες από τις χώρες που έχουν πληγεί περισσότερο από την οικονομική και χρηματοπιστωτική κρίση, δηλαδή στην Κύπρο, την Ιρλανδία, την Πορτογαλία, την Ισπανία και την Ελλάδα (διάγραμμα 11α). Παρατηρείται μόχλευση προς τα πάνω των νοικοκυριών σε δώδεκα κράτη μέλη κατά το παρελθόν έτος, μεταξύ άλλων και σε χώρες με υψηλά επίπεδα χρέους, όπως το Ηνωμένο Βασίλειο, η Σουηδία και η Φινλανδία. Η ανάκαμψη των πιστωτικών ροών υπήρξε γενικά ασθενέστερη για τις επιχειρήσεις, γεγονός που υποδηλώνει ότι παρατηρείται απομόχλευση του εταιρικού τομέα σε πάνω από τα δύο τρίτα των κρατών μελών, με δυναμική που γενικά μοιράζεται μεταξύ ενεργητικής και παθητικής απομόχλευσης (διάγραμμα 11β). Η ενεργητική απομόχλευση των επιχειρήσεων τείνει με τη σειρά της να συνδέεται με τις υποτονικές επενδύσεις (διάγραμμα 12), γεγονός που υπογραμμίζει τη σημασία της υπερχρέωσης για τις πενιχρές επενδύσεις των ΜΧΕ κατά την περίοδο μετά την κρίση.

Διάγραμμα 11α: Ανάλυση της μεταβολής στη σχέση χρέους των νοικοκυριών προς το ΑΕΠ (1ο τρίμηνο του 2017)



Διάγραμμα 11β: Ανάλυση της μεταβολής στη σχέση χρέους μη χρηματοδοτικών εταιρειών προς το ΑΕΠ (1ο τρίμηνο του 2017)

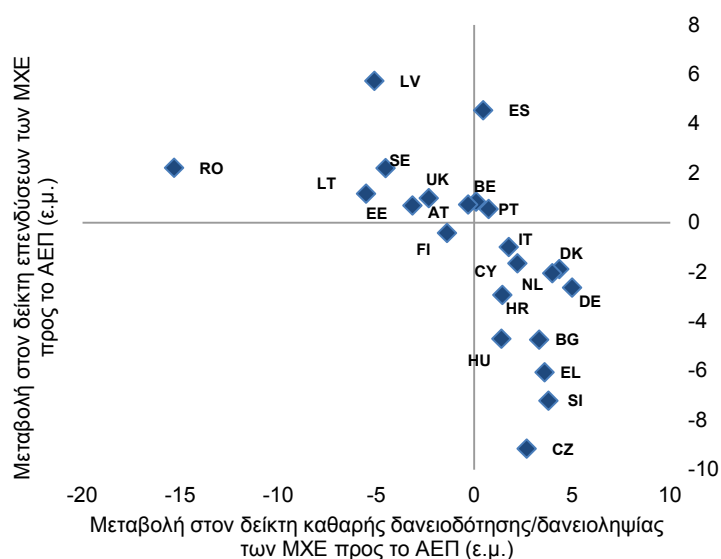


Πηγές: Eurostat, υπολογισμοί των υπηρεσιών της Επιτροπής.

Σημειώσεις: τα γραφήματα απεικονίζουν την υποδιαίρεση της εξέλιξης των ποσοστών του χρέους προς το ΑΕΠ σε τέσσερις συνιστώσες: πιστωτικές ροές, πραγματική αύξηση του ΑΕΠ, πληθωρισμός και άλλες μεταβολές. Η ενεργητική απομόχλευση περιλαμβάνει την καθαρή αποπληρωμή του χρέους (αρνητικές καθαρές πιστωτικές ροές), που οδηγεί συνήθως και σε ονομαστική συρρίκνωση του ισολογισμού του οικείου τομέα και έχει, ceteris paribus, αρνητικές επιπτώσεις στην οικονομική δραστηριότητα και στις αγορές περιουσιακών στοιχείων. Απεναντίας, η παθητική απομόχλευση συνίσταται στην υπερκάλυψη των θετικών καθαρών πιστωτικών ροών από την υψηλότερη αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ, γεγονός που οδηγεί σε σταδιακή μείωση του ποσοστού του χρέους προς το ΑΕΠ. Η ενεργητική μόχλευση λαμβάνει χώρα όταν θετικές καθαρές πιστωτικές ροές

αντισταθμίζουν την αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ. Τα δεδομένα σχετικά με μη χρηματοδοτικές εταιρείες για την Κύπρο αναφέρονται στο τρίτο τρίμηνο του 2016.

Διάγραμμα 12: Μεταβολές στους δείκτες επενδύσεων και καθαρής δανειοδότησης/δανειοληψίας των ΜΧΕ κατά τα έτη που έπονται μιας κορύφωσης χρέους



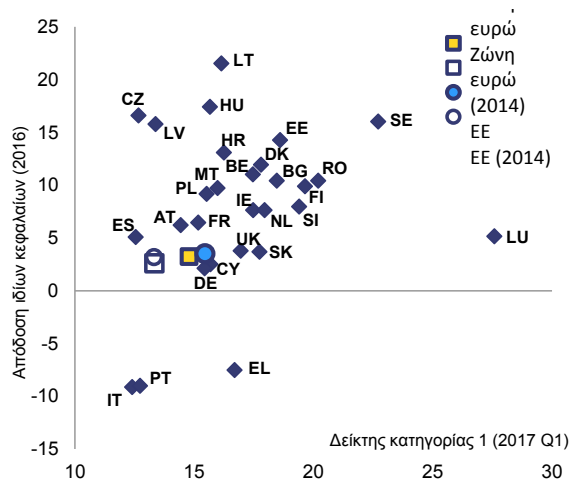
Πηγή: Eurostat, υπολογισμοί των υπηρεσιών της Επιτροπής.

Σημείωση: Το δείγμα χωρών περιορίζεται στις χώρες για τις οποίες υπάρχουν διαθέσιμα δεδομένα και των οποίων ο δείκτης χρέους προς το ΑΕΠ των ΜΧΕ κορυφώθηκε πριν από το 2016.

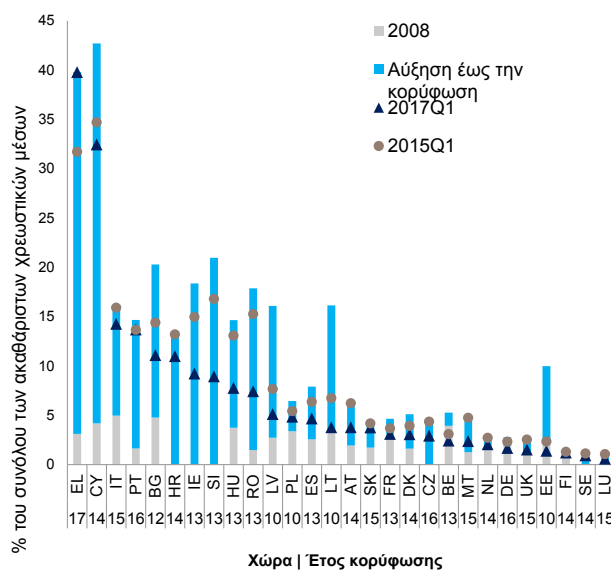
Ο τραπεζικός τομέας της ΕΕ εξακολουθεί να αντιμετωπίζει προκλήσεις που συνδέονται με τη χαμηλή κερδοφορία και τη μεγάλη συσσώρευση μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ) σε ορισμένες χώρες. Στην πλειονότητα των κρατών μελών παρατηρείται ταχεία αύξηση των υποχρεώσεων του χρηματοπιστωτικού τομέα, αλλά γενικά παραμένουν αρκετά κάτω από το όριο του πίνακα αποτελεσμάτων¹⁵. Κατά το παρελθόν έτος, στην πλειονότητα των κρατών μελών σημειώθηκαν κάποιες βελτιώσεις στην κερδοφορία των τραπεζών, στους κεφαλαιακούς δείκτες, στον αριθμό των μη εξυπηρετούμενων δανείων και στις πιστωτικές ροές. Ειδικότερα, οι αποτιμήσεις των τραπεζών ανέκαμψαν σημαντικά από τα μέσα του 2016 έως τα μέσα του 2017, γεγονός που συνδέεται με τις προσδοκίες υψηλότερων επιτοκίων και εντονότερων καμπυλών απόδοσης. Η κερδοφορία, ωστόσο, παραμένει πιεσμένη, υπό το πρίσμα ενός περιβάλλοντος χαμηλών επιτοκίων και παρωχημένων επιχειρηματικών πρακτικών. Σε ορισμένα κράτη μέλη μπορεί να διαπιστωθεί συνδυασμός χαμηλής κερδοφορίας, κεφαλαιακών δεικτών στη χαμηλή πλευρά της κατατομής μεταξύ χωρών και υψηλά επίπεδα ΜΕΔ. Πρόκειται συγκεκριμένα για την περίπτωση της Ελλάδας, της Κύπρου, της Ιταλίας και της Πορτογαλίας (διαγράμματα 13 και 14).

¹⁵ Η Ουγγαρία αποτελεί εξαίρεση, παρότι η ταχεία αύξηση των υποχρεώσεων του χρηματοπιστωτικού τομέα που παρατηρήθηκε το 2016 οφείλεται σε μια συγκεκριμένη συναλλαγή με περιορισμένο μακροοικονομικό αντίκτυπο.

Διάγραμμα 13: Κερδοφορία των τραπεζών και κεφαλαιακοί δείκτες



Διάγραμμα 14: Μη εξυπηρετούμενα δάνεια



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. Στο διάγραμμα 13, το σημείο για τα δεδομένα του πρώτου τριμήνου του 2015 αναφέρεται στο τέταρτο τρίμηνο του 2014 στην περίπτωση της BG και στο πρώτο τρίμηνο του 2016 στην περίπτωση της CZ.

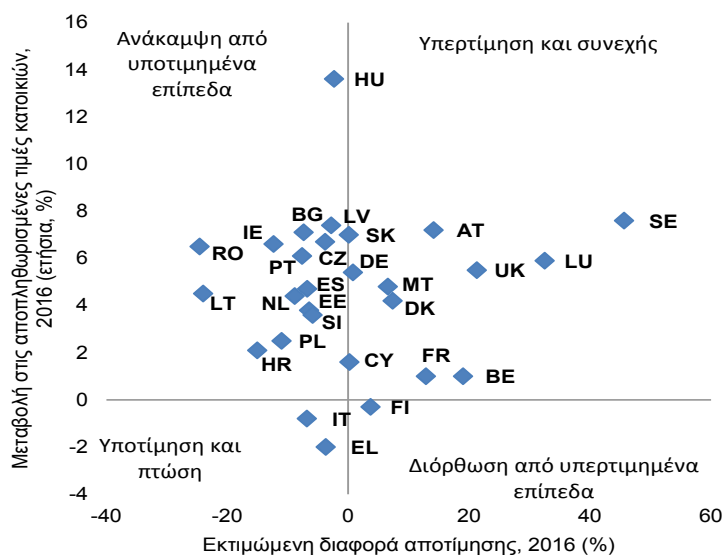
Το απόθεμα ΜΕΔ εξακολουθεί να μειώνεται σε όλη την ΕΕ, αλλά παραμένει σε υψηλά επίπεδα σε ορισμένα κράτη μέλη. Το ποσοστό ΜΕΔ συρρικνώνεται σε όλα τα κράτη μέλη που έχουν σχετικά υψηλό μερίδιο ΜΕΔ, εξαιρουμένης της Ελλάδας. Η μείωση του δείκτη ΜΕΔ έχει ξεκινήσει ωστόσο πολύ πρόσφατα στην Πορτογαλία και την Ιταλία (διάγραμμα 14). Παρά την πτωτική τάση, τα ΜΕΔ παραμένουν σε υψηλά επίπεδα σε ορισμένες χώρες. Ειδικότερα, στην Ελλάδα και στην Κύπρο, το ποσοστό ΜΕΔ εξακολουθεί να υπερβαίνει το 30 % του συνόλου των δανείων, ενώ στην Ιταλία και στην Πορτογαλία το ποσοστό ΜΕΔ προσεγγίζει το 14%. Στη Βουλγαρία, την Ιρλανδία, την Κροατία, τη Σλοβενία τα αποθέματα ΜΕΔ προσεγγίζουν το 10 % του συνόλου των δανείων.

Γενικευμένη αύξηση των πραγματικών τιμών των κατοικιών είναι εν εξελίξει στην ΕΕ, γεγονός που αντιπροσωπεύει ανάκαμψη από προηγούμενες περιόδους ύφεσης αλλά μπορεί επίσης σε ορισμένες περιπτώσεις να οδηγήσει σε διεύρυνση των υπερτιμήσεων. Οι πραγματικές τιμές κατοικιών αυξήθηκαν σε 25 κράτη μέλη το 2016, με τιμές δεικτών άνω του ορίου του πίνακα αποτελεσμάτων στη Βουλγαρία, την Τσεχική Δημοκρατία, την Ιρλανδία, τη Λετονία, την Ουγγαρία, την Αυστρία, την Πορτογαλία, τη Ρουμανία, τη Σλοβακία και τη Σουηδία. Πρόκειται για τέσσερις παραπάνω χώρες σε σχέση με το παρελθόν έτος και με διαφορετική σύνθεση, καθώς μόνο η Ιρλανδία, η Ουγγαρία και η Σουηδία έχουν υπερβεί το όριο κατά τα δύο έτη¹⁶. Η Ελλάδα, η Ιταλία και η Φινλανδία αποτελούν τις

¹⁶ Τον Νοέμβριο του 2016, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου (ΕΣΣΚ) εξέδωσε ειδικές προειδοποιήσεις ανά χώρα σχετικά με μεσοπρόθεσμες αδυναμίες του τομέα των ακινήτων κατοικίας σε οκτώ κράτη μέλη της ΕΕ (Αυστρία, Βέλγιο, Δανία, Φινλανδία, Λουξεμβούργο, Κάτω Χώρες, Σουηδία και Ηνωμένο Βασίλειο).

μοναδικές περιπτώσεις μείωσης των πραγματικών τιμών κατοικιών, η οποία, στην περίπτωση των πρώτων δύο χωρών, συνεχίστηκε το 2017 και συμβάλλει στο τρέχον κενό αρνητικής αποτίμησης (διάγραμμα 15). Σε ορισμένα άλλα κράτη μέλη, η αύξηση των πραγματικών τιμών των κατοικιών αύξησε ακόμη περισσότερο την πίεση στις ήδη υπερτιμημένες στεγαστικές αγορές. Οι εντάσεις είναι ιδιαίτερα αισθητές στη Σουηδία και, σε μικρότερο βαθμό, στο Ηνωμένο Βασίλειο, στο Λουξεμβούργο και στην Αυστρία, όπου η μεγάλη αύξηση των πραγματικών τιμών κατοικιών το 2016 ήρθε να προστεθεί σε ένα υπολογιζόμενο κενό υπερτίμησης. Στην περίπτωση της Αυστρίας και του Ηνωμένου Βασιλείου, από τα τριμηνιαία στοιχεία προκύπτει ωστόσο ότι η αύξηση των τιμών κατοικιών επιβραδύνθηκε το 2017. Στη Σουηδία και το Ηνωμένο Βασίλειο, αλλά και στη Δανία, οι υπερβολικές τιμές κατοικιών συνυπάρχουν με μεγάλα επίπεδα χρέους των νοικοκυριών. Σε ορισμένες περιπτώσεις, παρατηρείται ισχυρή δυναμική των τιμών σε χώρες που εμφανίζουν μικρά μόνο κενά υποτίμησης. Πρόκειται για την περίπτωση της Ουγγαρίας, της Βουλγαρίας, της Λετονίας, της Τσεχικής Δημοκρατίας και της Σλοβακίας, όπου η αύξηση των πραγματικών τιμών κατοικιών συνεχίστηκε το 2017 και όπου ενδέχεται να αυξάνονται οι κίνδυνοι υπερεκτίμησης. Στις Κάτω Χώρες, η σχετικά σταθερή δυναμική των τιμών κατοικιών παρατηρείται σε ένα πλαίσιο υψηλού χρέους νοικοκυριών. Σε ορισμένα κράτη μέλη, η σταθερή δυναμική των τιμών των κατοικιών συνυπάρχει με τη δυναμική των ενυπόθηκων δανείων, γεγονός που υποδηλώνει αυξημένους πιστωτικούς κινδύνους υπερθέρμανσης. Πρόκειται ιδίως για την περίπτωση της Σλοβακίας και της Ρουμανίας, όπου η αύξηση των ενυπόθηκων δανείων υπερέβη το 10% το 2016, αν και αυτό συνέβη σε ένα πλαίσιο χαμηλών επιπέδων χρέους νοικοκυριών. Συνολικά, η έντονη αύξηση των τιμών κατοικιών σε ορισμένες χώρες της ΕΕ απαιτεί συνεχή παρακολούθηση υπό το πρίσμα της πιθανής συσσώρευσης θυλάκων μακροοικονομικών κινδύνων και λόγω των συνεπειών της όσον αφορά την κατανομή των πόρων και την οικονομική προσιτότητα της στέγασης.

Διάγραμμα 15: Μεταβολές των τιμών κατοικιών και κενά αποτίμησης το 2016



Πηγή: Eurostat, EKT, ΤΔΔ, ΟΟΣΑ 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.

Οι δείκτες δημόσιου χρέους έχουν πλέον κορυφωθεί σε σχεδόν όλα τα κράτη μέλη, αλλά τα επίπεδα χρέους παραμένουν υψηλά σε πολλές χώρες. Οι τιμές των δεικτών του πίνακα αποτελεσμάτων υπερέβησαν το όριο το 2016 σε 16 κράτη μέλη, έναντι 17 χωρών που καταγράφονται στην έκθεση του μηχανισμού επαγρύπνησης (ΕΜΕ) 2017. Σε εννέα από αυτά τα κράτη μέλη το δημόσιο χρέος που υπερβαίνει το 60 % του ΑΕΠ συνδυάζεται με το πέραν του ορίου χρέος του ιδιωτικού τομέα, γεγονός που υποδηλώνει την ανάγκη απομόχλευσης για το σύνολο της οικονομίας. Ο λόγος του δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ βρίσκεται γενικά σε καθοδική πορεία στα κράτη μέλη με τα υψηλότερα επίπεδα δημόσιου χρέους, ενώ η Γαλλία και η Ιταλία αποτελούν εξαίρεση. Ωστόσο, ο ρυθμός απομόχλευσης είναι συχνά περιορισμένος: μεταξύ των δέκα κρατών μελών με τα υψηλότερα επίπεδα δημόσιου χρέους, μόνο η Ελλάδα, η Κύπρος και η Αυστρία αναμένεται να επιτύχουν μείωση του δείκτη χρέους τουλάχιστον κατά 10 εκατοστιαίες μονάδες από τα τέλη του 2016 έως το 2019. Στα κράτη μέλη με χαμηλότερα επίπεδα χρέους, οι δείκτες χρέους αναμένεται να αυξηθούν στη Ρουμανία και το Λουξεμβούργο. Συνολικά, η απομόχλευση του δημόσιου τομέα πραγματοποιείται υπό το φως της σταδιακής βελτίωσης της δημοσιονομικής θέσης κατά τα τελευταία έτη και προσφάτως της ανάκαμψης της ανάπτυξης. Αυτό επιτρέπει μια διαφαινόμενη μείωση του δείκτη δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ παρά την ελαφρά δημοσιονομική χαλάρωση σε ορισμένες χώρες.

Πλαίσιο 2: Απασχόληση και κοινωνικές εξελίξεις

Οι αγορές εργασίας της ΕΕ συνέχισαν να βελτιώνονται το 2016 και το πρώτο εξάμηνο του 2017 ενώ τα ποσοστά ανεργίας υποχώρησαν περαιτέρω και μειώθηκαν τα υψηλά επίπεδα διαφορών στην ΕΕ. Η ανάκαμψη με πολλές θέσεις εργασίας συνέβαλε στη βελτίωση της κοινωνικής κατάστασης με τη μείωση του ποσοστού ατόμων που αντιμετωπίζουν κίνδυνο φτώχειας ή κοινωνικού αποκλεισμού, λόγω της μείωσης των νοικοκυριών με χαμηλή ένταση εργασίας και σοβαρές υλικές στερήσεις, ενώ το (νομισματικό) ποσοστό κινδύνου φτώχειας έχει σταθεροποιηθεί. Τα κοινωνικά προβλήματα εξακολουθούν να παραμένουν πηγή ανησυχίας σε πολλά κράτη μέλη, με πιθανές αρνητικές επιπτώσεις στη δυνητική αύξηση του ΑΕΠ και επιπτώσεις στη διόρθωση των μακροοικονομικών ανισορροπιών που χρήζουν εξέτασης. Η νέα διακήρυξη του ευρωπαϊκού πυλώνα κοινωνικών δικαιωμάτων μπορεί να λειτουργήσει ως πυξίδα για την αντιμετώπιση αυτών των προκλήσεων και την προώθηση της ανοδικής κοινωνικής συγκλίσης στην ΕΕ.

Το 2016, το ποσοστό ανεργίας μειώθηκε περαιτέρω ωστόσο παρέμεινε σε υψηλά, ακόμη και πολύ υψηλά επίπεδα σε ορισμένες χώρες της ΕΕ. Από το 2015 έως το 2016 αυξήθηκε σε δύο μόνο χώρες, την Αυστρία και την Εσθονία, μολονότι ξεκίνησε από χαμηλά επίπεδα. Η βελτίωση υπήρξε εντονότερη στις χώρες που συγκαταλέγονται μεταξύ εκείνων με την υψηλότερη ανεργία (μείωση 2 ποσοστιαίων μονάδων ή περισσότερο στην Κροατία, την Κύπρο και την Ισπανία). Ωστόσο, εννέα κράτη μέλη (Ελλάδα, Ισπανία, Γαλλία, Κροατία, Ιταλία, Κύπρος, Λετονία, Πορτογαλία και Σλοβακία) υπερέβησαν το ενδεικτικό όριο του πίνακα αποτελεσμάτων του 10 % κατά μέσο όρο τα τελευταία 3 έτη· από 12 στις δύο προηγούμενες ΕΜΕ. Επιπλέον, το 2016 τα ποσοστά ανεργίας ήταν ακόμη υψηλότερα από ό,τι το 2008 στα δύο τρίτα περίπου των κρατών μελών. Τα ποσοστά ανεργίας, στο 8,6 % και στο 10 % στην ΕΕ και στη ζώνη του ευρώ αντίστοιχα, ήταν περίπου 2 εκατοστιαίες μονάδες κάτω από τα αντίστοιχα ανώτατα επίπεδα του 2013, αλλά ακόμη 1,6 και 2,4 ποσοστιαίες μονάδες υψηλότερα από τις τιμές του 2008. Τα ποσοστά ανεργίας εξακολούθησαν να μειώνονται σταθερά κατά το πρώτο εξάμηνο του 2017, σε 7,7 % και σε 9,1 % έως τα μέσα του 2017 στην ΕΕ και στη ζώνη του ευρώ, αντίστοιχα.

Η απασχόληση και 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 71,1 % το 2016 για το σύνολο της ΕΕ, υπερβαίνοντας τα προ της κρίσης επίπεδα του 70,3 % που καταγράφηκαν το 2008. Το ποσοστό απασχόλησης συνέχισε να αυξάνεται κατά το δεύτερο τρίμηνο του 2017 φθάνοντας στο πρωτοφανές ποσοστό του 72,2 %. Σε απόλυτες τιμές, το 2016 ο αριθμός των απασχολούμενων ατόμων μειώθηκε μόνο στη Ρουμανία και τη Λετονία.

Τα ποσοστά δραστηριότητας αυξήθηκαν σχεδόν παντού στην ΕΕ. Μόνο σε δύο χώρες σημειώθηκε μείωση του ποσοστού δραστηριότητας κατά τη διάρκεια των τελευταίων τριών ετών: η μείωση στην Κύπρο έφθασε ακριβώς στο επίπεδο του ορίου του πίνακα αποτελεσμάτων του -0,2, ενώ στην Ισπανία (-0,1) ήταν ακόμη πιο χαμηλή. Συνολικά, τα ποσοστά δραστηριότητας στην ΕΕ και τη ζώνη του ευρώ το 2016 ανήλθαν σε 72,9 % και 72,9 %, αντίστοιχα, περίπου 2,6 και 2,1 ποσοστιαίες μονάδες πάνω από τα επίπεδα του 2007. Η ανοδική τάση οφείλεται κυρίως στην αύξηση της συμμετοχής στην αγορά εργασίας των μεγαλύτερης ηλικίας εργαζομένων και των γυναικών.

Η μακροχρόνια ανεργία βελτιώθηκε με κάποια καθυστέρηση μετά την έναρξη της ανάκαμψης, αλλά μέχρι το 2016 οι βελτιώσεις ήταν ήδη ορατές σε όλα σχεδόν τα κράτη μέλη. Μόνο δύο χώρες κατέγραψαν ποσοστά τα οποία είναι κατά τουλάχιστον 0,5 ποσοστιαίες μονάδες υψηλότερα από ό,τι πριν από τρία έτη - το όριο του πίνακα αποτελεσμάτων: στην Αυστρία, αυξήθηκε στο 1,9 %, και στη Φινλανδία κατά 2,3 %. Τα υψηλότερα ποσοστά της μακροχρόνιας ανεργίας παρατηρήθηκαν στην Ελλάδα (17 %) και την Ισπανία (9,5 %).

Το ποσοστό ανεργίας των νέων υποχώρησε σε όλα τα κράτη μέλη της ΕΕ κατά την τριετία έως το 2016, εκτός από το Λουξεμβούργο (όπου η αύξηση κατά 2,2 ποσοστιαίες μονάδες υπερβαίνει ελαφρώς το όριο του πίνακα αποτελεσμάτων των 2 ποσοστιαίων μονάδων) και, σε μικρότερο βαθμό,

στην Αυστρία και τη Φινλανδία. Μειώσεις κατά 10 ποσοστιαίες μονάδες ή και περισσότερο κατά την ίδια περίοδο καταγράφηκαν σε χώρες που συγκαταλέγονται μεταξύ εκείνων με τα υψηλότερα ποσοστά (μεταξύ άλλων στην Ελλάδα, την Ουγγαρία, την Ισπανία και την Κροατία), καθώς και στη Βουλγαρία και τη Σλοβακία. Το ποσοστό ανεργίας των νέων στην ΕΕ εξακολουθεί να υπερβαίνει το 30 % στην Κροατία, την 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.

Η κοινωνική κατάσταση εξακολουθεί να αποτελεί πηγή ανησυχίας σε πολλές χώρες της ΕΕ. Το ποσοστό των ατόμων που αντιμετωπίζουν κίνδυνο φτώχειας ή κοινωνικού αποκλεισμού (AROPE) μειώθηκε στο ήμισυ περίπου των χωρών της ΕΕ μεταξύ 2015 και 2016 και συχνά από χαμηλά περιθώρια¹⁷. Το 2016, σχεδόν ένα τέταρτο του πληθυσμού της ΕΕ αντιμετώπιζε κίνδυνο φτώχειας ή κοινωνικού αποκλεισμού. Τα ποσοστά διέφεραν σημαντικά, από 40 % περίπου στη Βουλγαρία και τη Ρουμανία, πάνω από 35% στην Ελλάδα, έως 13 % περίπου στην Τσεχική Δημοκρατία και 17 % στη Δανία, τη Φινλανδία και τις Κάτω Χώρες. Το Λουξεμβούργο και η Ρουμανία κατέγραψαν από τις μεγαλύτερες αυξήσεις στα ποσοστά κινδύνου φτώχειας και κοινωνικού αποκλεισμού μεταξύ 2015 και 2016, ενώ η Ουγγαρία, η Λετονία και η Μάλτα εμφάνισαν τη σημαντικότερη μείωση. Ταυτόχρονα, το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών αυξήθηκε μεν, αλλά σε ορισμένα κράτη μέλη δεν έχει ακόμη φθάσει τα επίπεδα του 2008 σε πραγματικούς όρους.

Η συνολική εξέλιξη των AROPE αντικατοπτρίζει τις διαφορετικές εξελίξεις των διαφόρων επιμέρους στοιχείων του. Το ποσοστό των ατόμων που αντιμετωπίζουν κίνδυνο φτώχειας (AROP), αν και μειώθηκε στα περισσότερα κράτη μέλη το 2016, είχε αυξηθεί στην πλειονότητα των χωρών της ΕΕ κατά τα τελευταία έτη: η μεγαλύτερη αύξηση του ποσοστού κινδύνου φτώχειας κατά τη διάρκεια τριετούς περιόδου καταγράφηκε στην Εσθονία, τη Λετονία, τις Κάτω Χώρες και τη Ρουμανία, ενώ σημαντική μείωση σημειώθηκε στην Ελλάδα, αν και από ανάλυση πάνω από τον μέσο όρο.

Αντιθέτως, το ποσοστό της σοβαρής υλικής στέρησης μειώθηκε κατά την τελευταία τριετία και το 2016 σχεδόν σε όλα τα κράτη μέλη της ΕΕ: μειώθηκε πάνω από 10 εκατοστιαίες μονάδες κατά τη διάρκεια τριετούς περιόδου στη Βουλγαρία, την Ουγγαρία και τη Λετονία. Τέλος, λαμβανομένου υπόψη ότι η ανάκαμψη έχει επιφέρει μείωση του ποσοστού των ατόμων (ηλικίας κάτω των 60 ετών) που διαβιούν σε νοικοκυριά με πολύ χαμηλή ένταση εργασίας στις περισσότερες χώρες της ΕΕ, κυρίως στην Ουγγαρία, την Πορτογαλία, τη Λετονία και την Εσθονία, εξακολουθούν να υπάρχουν χώρες όπου ποσοστό αυξήθηκε το 2016, συγκεκριμένα στη Λιθουανία, στη Φινλανδία, στην Ελλάδα και στη Ρουμανία.

Συνολικά, ορισμένα κράτη μέλη εμφανίζουν κινδύνους και παράγοντες ευπάθειας που προέρχονται από προβλήματα του παρελθόντος και/ή από πρόσφατες τάσεις. Ο βαθμός της σοβαρότητας και του επείγοντος όσον αφορά την υλοποίηση κατάλληλων μέτρων πολιτικής διαφέρει σημαντικά από ένα κράτος μέλος σε άλλο, ανάλογα με τη φύση των αδυναμιών ή των τάσεων και το κατά πόσον αυτές περιορίζονται σε έναν μόνο ή σε αρκετούς τομείς της οικονομίας:

¹⁷ 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) Σε κίνδυνο φτώχειας (AROP) βρίσκονται άτομα με διαθέσιμο εισόδημα (προσαρμοσμένο για τη σύνθεση των νοικοκυριών) κάτω του 60 % του διάμεσου εθνικού εισοδήματος· 2) Η σοβαρή υλική στέρηση (ΣΥΣ) καλύπτει τους δείκτες που αφορούν την έλλειψη πόρων, ήτοι το ποσοστό των ατόμων που αντιμετωπίζουν τουλάχιστον 4 από 9 στοιχεία στέρησης· 3) Τα 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.

- Ορισμένα κράτη μέλη πλήττονται από *πολλαπλές και αλληλένδετες αδυναμίες των αποθεμάτων*. Αυτό συμβαίνει με τις χώρες που επλήγησαν σοβαρότερα από πιστωτικούς κύκλους ακραίων διακυμάνσεων- («boom-bust») – που συχνά συνδέονται με προβλήματα ρευστότητας και φερεγγυότητας στον τραπεζικό τομέα – και από τις πιο απότομες αντιστροφές των ισοζυγίων τρεχουσών συναλλαγών τους. Στην περίπτωση της Κύπρου, της Ελλάδας¹⁸ και της Πορτογαλίας, αυξημένα επίπεδα ιδιωτικού χρέους συνδυάζονται με υψηλά επίπεδα δημόσιου χρέους, μεγάλες αρνητικές καθαρές διεθνείς επενδυτικές θέσεις και εναπομένοντα προβλήματα στο τραπεζικό τους σύστημα. Οι χώρες αυτές εξακολουθούν να αντιμετωπίζουν το ζήτημα της αντιμετώπισης των σημαντικών αναγκών απομόχλευσης σε ένα πλαίσιο περιορισμένων δημοσιονομικών περιθωρίων, υψηλών ποσοστών ανεργίας (μολονότι υποχωρούν) και περιορισμένης ονομαστικής ανάπτυξης. Στη Βουλγαρία, την Κροατία, την Ιρλανδία, τη Σλοβενία και την Ισπανία, οι αδυναμίες είναι επίσης πολλαπλές, αλληλένδετες και, εξαιρουμένης πιθανώς της Βουλγαρίας, φέρουν μια διάσταση σημαντικής ανισορροπίας αποθεμάτων. Ωστόσο, σημειώθηκε ταχύτερη πρόοδος για την αντιμετώπισή τους από ό, τι στις προαναφερθείσες χώρες.
- Σε ορισμένα κράτη μέλη, οι αδυναμίες οφείλονται κυρίως στα *υψηλά επίπεδα του χρέους γενικής κυβέρνησης* και σε ανησυχίες σχετικά με τη *δυναμική αύξηση της παραγωγής* και την *ανταγωνιστικότητα*. Αυτό ισχύει κυρίως στην περίπτωση της Ιταλίας, όπου οι αδυναμίες συνδέονται επίσης με τον τραπεζικό τομέα, ιδίως με το μεγάλο ύψος των ΜΕΔ. Το Βέλγιο και η Γαλλία αντιμετωπίζουν επίσης προβλήματα υψηλού χρέους γενικής κυβέρνησης και αναπτυξιακού δυναμικού, αλλά δεν αντιμετωπίζουν παρόμοιους πιθανούς κινδύνους λόγω ευπαθών τραπεζών.
- Ορισμένα κράτη μέλη χαρακτηρίζονται από *μεγάλα και συνεχή πλεονάσματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών* τα οποία, αν και αντικατοπτρίζουν την έντονη ανταγωνιστικότητά τους, αντικατοπτρίζουν επίσης, σε διαφορετικό βαθμό, υποτονική ιδιωτική κατανάλωση και επενδύσεις. Πρόκειται κυρίως για τη Δανία, τη Γερμανία, τις Κάτω Χώρες και τη Σουηδία. Στην περίπτωση της Γερμανίας, αυτό συνδυάζεται με τάσεις απομόχλευσης σε όλους τους τομείς της οικονομίας, παρόλο που τα επίπεδα χρέους δεν είναι συγκριτικά υψηλά. Το μεγάλο και συνεχιζόμενο πλεόνασμα ενδέχεται να συνεπάγεται απώλεια ευκαιριών ανάπτυξης και εγχώριων επενδύσεων. Επιπλέον, η έλλειψη συνολικής ζήτησης έχει συνέπειες για την υπόλοιπη ζώνη του ευρώ σε ένα πλαίσιο υποτονικής δραστηριότητας και πληθωρισμού κάτω του στόχου.
- 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, καθώς και στην Αυστρία, τη Δανία, το Λουξεμβούργο, τις Κάτω Χώρες και το Ηνωμένο Βασίλειο, οι πιέσεις στις τιμές αφορούν κυρίως τον στεγαστικό τομέα σε συνδυασμό με σημαντικά επίπεδα χρέους των νοικοκυριών. Στην Εσθονία, την Ουγγαρία, τη Λετονία, τη Λιθουανία και τη Ρουμανία, το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος συνεχίζει να αυξάνεται με σχετικά ταχύ ρυθμό ενώ συρρικνώνεται η ανταγωνιστικότητα των τιμών. Στις εν λόγω χώρες, ιδίως τη Ρουμανία και την Ουγγαρία, η επιτάχυνση του κόστους εργασίας ανά μονάδα

¹⁸ Στην περίπτωση της Ελλάδας, η εποπτεία των ανισορροπιών και η παρακολούθηση των διορθωτικών μέτρων πραγματοποιείται στο πλαίσιο του προγράμματος χρηματοδοτικής συνδρομής και όχι στο πλαίσιο της διαδικασίας μακροοικονομικών ανισορροπιών.

προϊόντος καταγράφεται με βάση φιλοκυκλικές δημοσιονομικές πολιτικές που θα μπορούσαν να επιτείνουν πιθανές πιέσεις υπερθέρμανσης.

Συνολικά, είναι σκόπιμη η διενέργεια εμπεριστατωμένων επισκοπήσεων για 12 κράτη μέλη: τη Βουλγαρία, την Κροατία, την Κύπρο, τη Γαλλία, τη Γερμανία, την Ιρλανδία, την Ιταλία, τις Κάτω Χώρες, την Πορτογαλία, τη Σλοβενία, την Ισπανία και τη Σουηδία.

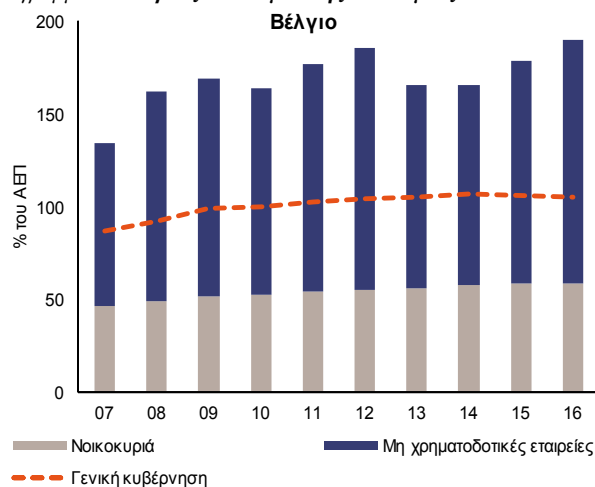
Όλες αυτές οι χώρες υπεβλήθησαν σε εμπεριστατωμένη επισκόπηση στο πλαίσιο του προηγούμενου κύκλου, κατά τον οποίο διενεργήθηκαν εμπεριστατωμένες επισκοπήσεις για 13 χώρες συνολικά. Αν και ο αριθμός των κρατών μελών που υποβάλλονται σε εμπεριστατωμένη επισκόπηση έχει μειωθεί ελαφρά σε σύγκριση με το παρελθόν έτος, συσσωρεύονται νέοι πιθανοί κίνδυνοι σε ορισμένες χώρες για τις οποίες δεν απαιτείται εμπεριστατωμένη επισκόπηση στο παρόν στάδιο και, ως εκ τούτου, θα συνεχιστεί η παρακολούθηση των εξελίξεων όπως αναφέρεται στην ενότητα 3. Όσον αφορά την ΕΜΕ 2017, οι χώρες που είναι καθαροί οφειλέτες σημείωσαν περαιτέρω πρόοδο στην αντιμετώπιση των εξωτερικών ανισορροπιών τους ενώ εξακολούθησαν γενικά να βελτιώνονται οι αγορές εργασίας και οι συνθήκες ανάπτυξης. Πιο άνιση υπήρξε η πρόοδος για την αντιμετώπιση και την πρόληψη εμφάνισης ανισορροπιών που συνδέονται με την εσωτερική δυναμική και τα τομεακά αποθέματα χρέους. Δεδομένου ότι οι ανισορροπίες των εσωτερικών και εξωτερικών θέσεων προσαρμόζονται με αργούς μόνο ρυθμούς, παραμένουν πηγή κινδύνων και ευπαθειών σε πολλά κράτη μέλη, ενώ συγχρόνως επηρεάζουν τις επενδυτικές προοπτικές και την οικονομική ανάκαμψη. Χωρίς την ενίσχυση των κινητήριων δυνάμεων της μακρόπνοης ανάπτυξης, όπως οι επενδύσεις, η παραγωγικότητα και τα επίπεδα απασχόλησης, η βελτίωση των κυκλικών συνθηκών μπορεί να μην επαρκεί για την επαναφορά των τρεχουσών ανισορροπιών σε λογικά επίπεδα. Ταυτόχρονα, η ανοδική φάση των κυκλικών συνθηκών συμβάλλει στην αύξηση των τοπικών πιέσεων των τιμών, του κόστους και της στεγαστικής αγοράς, γεγονός που χρήζει στενής παρακολούθησης σε ορισμένες χώρες.

3. ΑΝΙΣΟΡΡΟΠΙΕΣ, ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗ: ΕΙΔΙΚΑ ΣΧΟΛΙΑ ΑΝΑ ΧΩΡΑ

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

Η εξωτερική βιωσιμότητα υποστηρίζεται από πολύ ευνοϊκή καθαρή διεθνή επενδυτική θέση και ένα σχεδόν ισοσκελισμένο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Χάρη στις βελτιώσεις που πραγματοποιήθηκαν το 2016, έχουν μειωθεί σημαντικά οι συσσωρευμένες απώλειες μεριδίων στις εξαγωγικές αγορές. Οι εξελίξεις στο ονομαστικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος είναι συγκρατημένες αλλά αναμένεται να ανακάμψουν στο μέλλον. Το χρέος του ιδιωτικού τομέα παραμένει σχετικά υψηλό, ιδίως για τις

Διάγραμμα Α1: Χρέος ανά τομέα της οικονομίας



Πηγή: Eurostat

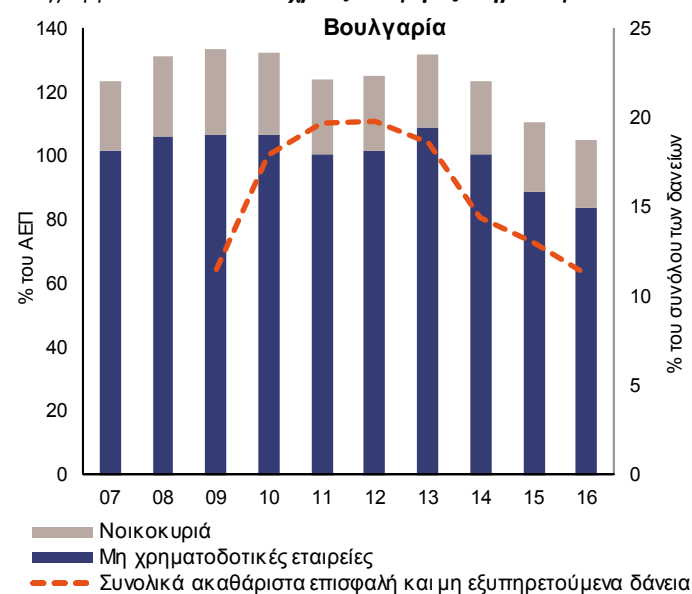
μη χρηματοδοτικές εταιρείες, αν και ο εκτεταμένος ενδοομιλικός δανεισμός διογκώνει τα στοιχεία για το χρέος. Οι κίνδυνοι που συνδέονται με το χρέος των νοικοκυριών προέρχονται, κατά κύριο λόγο, από τη στεγαστική αγορά. Οι πραγματικές τιμές κατοικιών υπήρξαν σχετικά σταθερές τα τελευταία χρόνια, γεγονός που σημαίνει ότι δεν έχει γίνει διόρθωση για την ταχεία αύξηση πριν από το 2008. Το δημόσιο χρέος αναμένεται να μειωθεί με βραδείς ρυθμούς από υψηλά επίπεδα και εξακολουθεί να αποτελεί σημαντική πρόκληση για τη μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών· η δημόσια κατανάλωση είναι στάσιμη, λόγω της εν εξελίξει εξυγίανσης των δημόσιων οικονομικών. Η δημιουργία θέσεων απασχόλησης παραμένει έντονη και η μακροχρόνια ανεργία, καθώς και η υψηλή και επίμονη ανεργία των νέων μειώνεται.

Συνολικά, η οικονομική ανάγνωση του πίνακα υπογραμμίζει ζητήματα που σχετίζονται με το δημόσιο χρέος, αν και οι κίνδυνοι που συνδέονται με αυτά παραμένουν περιορισμένοι. Συνεπώς, σε αυτό το στάδιο, η Επιτροπή δεν θα διενεργήσει περαιτέρω εμπεριστατωμένη ανάλυση στο πλαίσιο της ΔΜΑ.

Βουλγαρία: Τον Φεβρουάριο του 2017, η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η Βουλγαρία αντιμετωπίζει υπερβολικές μακροοικονομικές ανισορροπίες, που αφορούσαν αδυναμίες του χρηματοπιστωτικού τομέα συνδυασμένες με υψηλό εταιρικό δανεισμό, σε συνθήκες ανεπαρκούς προσαρμογής της αγοράς εργασίας. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, ορισμένοι δείκτες υπερβαίνουν το ενδεικτικό όριο, συγκεκριμένα, η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση (ΚΔΕΘ) και η αύξηση των πραγματικών τιμών κατοικιών.

Η αρνητική ΚΔΕΘ εξακολουθεί να υπερβαίνει το όριο, αλλά συνεχίζει να βελτιώνεται καθώς το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών αρχίζει να εμφανίζει σημαντικό πλεόνασμα. Η ΚΔΕΘ, αντικατοπτρίζοντας την ύπαρξη δυναμικής προσέγγισης, αφορά ως επί το πλείστον υποχρεώσεις καθαρών άμεσων ξένων επενδύσεων, γεγονός που αμβλύνει τους εξωτερικούς κινδύνους. Οι βελτιώσεις της εξωτερικής θέσης υποστηρίζονται από τις αυξήσεις των μεριδίων στις εξαγωγικές αγορές που σημειώθηκαν κατά τα τελευταία

Διάγραμμα Α2: *Ιδιωτικό χρέος και μη εξυπηρετούμενα δάνεια*



Πηγή: Eurostat και ΕΚΤ

έτη. Το ιδιωτικό χρέος εξακολουθεί να προκαλεί ανησυχίες, ιδίως για τις μη χρηματοδοτικές εταιρείες στις οποίες το επίπεδο των μη εξυπηρετούμενων δανείων παραμένει υψηλό παρά τη συνεχιζόμενη διαδικασία απομόχλευσης. Οι πραγματικές τιμές ακινήτων αυξήθηκαν σημαντικά το 2016 και χρήζουν στενής παρακολούθησης. Έχουν δρομολογηθεί έγκαιρα μέτρα για την αντιμετώπιση των αδυναμιών του χρηματοπιστωτικού τομέα. Ωστόσο, και παρά το ευνοϊκό μακροοικονομικό περιβάλλον, η λειτουργία του τομέα εξακολουθεί να παρεμποδίζεται από παρατεταμένες ανησυχίες για την ανεπαρκή διακυβέρνηση, την ποιότητα

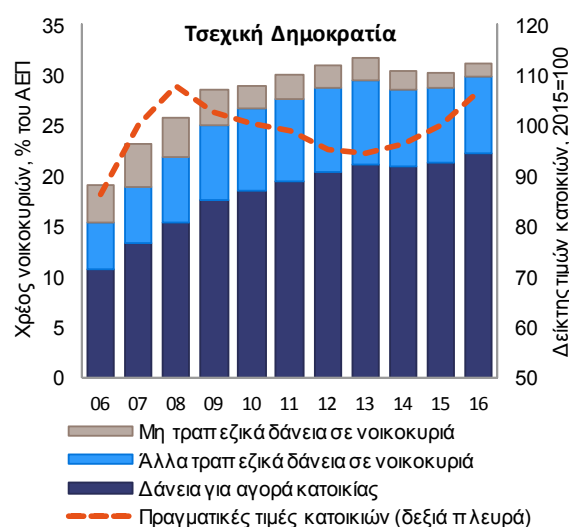
των στοιχείων ενεργητικού και την εποπτεία. Συνεχίζεται η ανάκαμψη της αγοράς εργασίας και η ανεργία προβλέπεται να μειωθεί εντός του χρονικού ορίζοντα των προβλέψεων. Ωστόσο, τα επίμονα διαρθρωτικά ζητήματα, όπως το υψηλό ποσοστό των μακροχρόνια ανέργων, καθώς και οι αναντιστοιχίες μεταξύ δεξιοτήτων και προσόντων, οδηγούν σε υποχρησιμοποίηση του ανθρώπινου δυναμικού και επιβαρύνουν την απασχόληση. Εν τω μεταξύ, το μισθολογικό κόστος και το κόστος εργασίας αναμένεται να αυξηθεί στο μέλλον, ιδίως λόγω της έλλειψης προσφοράς σε ορισμένους τομείς και των σχεδίων για περαιτέρω αύξηση του κατώτατου μισθού το διάστημα 2018-2020.

Συνολικά, η οικονομική ανάγνωση του πίνακα εμφανίζει τις εναπομένουσες αδυναμίες της οικονομίας, μεταξύ άλλων στον χρηματοπιστωτικό τομέα. Συνεπώς, η Επιτροπή κρίνει χρήσιμο να εξετάσει περαιτέρω την εμμονή μακροοικονομικών κινδύνων και να παρακολουθεί την πρόοδο όσον αφορά την εξάλειψη των ανισορροπιών, λαμβανομένης επίσης υπόψη της διαπίστωσης υπερβολικής ανισορροπίας τον Φεβρουάριο.

Διάγραμμα Α3: Χρέος των νοικοκυριών και δείκτης τιμών κατοικιών

Τσεχική Δημοκρατία: Κατά τον προηγούμενο γύρο της ΔΜΑ, δεν διαπιστώθηκαν μακροοικονομικές ανισορροπίες όσον αφορά την Τσεχική Δημοκρατία. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων η πραγματική αύξηση των τιμών κατοικιών υπερβαίνει το ενδεικτικό όριο.

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών παρουσιάζει τάση βελτίωσης και σήμερα εμφανίζει μικρό πλεόνασμα. Η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση εξακολουθεί να ενισχύεται, εν μέρει λόγω της άμυνας της κατώτατης



Πηγή: Eurostat και ΕΚΤ

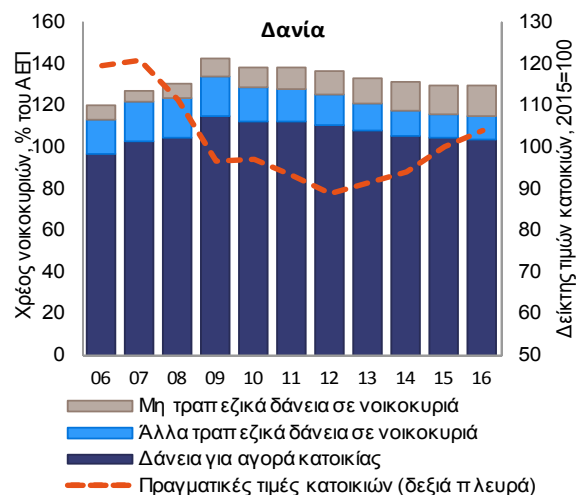
τιμής συναλλάγματος έναντι του ευρώ, μια πολιτική η οποία ωστόσο έληξε τον Απρίλιο του 2017. Τα μερίδια των εξαγωγικών αγορών σημείωσαν άνοδο. Το ονομαστικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αυξήθηκε, κυρίως λόγω της έντονης αύξησης των μισθών που αναμένεται να επιταχυνθεί περαιτέρω στο πλαίσιο της αυξανόμενης στενότητας στην αγορά εργασίας. Η αύξηση των πραγματικών τιμών ακινήτων επιταχύνθηκε περαιτέρω και σήμερα υπερβαίνει πλέον το όριο, γεγονός που χρήζει προσοχής. Ο φαύλος κύκλος της ανάδρασης μεταξύ των τιμών κατοικιών και του όγκου των ενυπόθηκων δανείων επιταχύνθηκε. Τα επίπεδα χρέους του ιδιωτικού τομέα σημείωσαν μικρή αύξηση το 2016, αλλά παραμένουν εντός του ορίου. Ο κυρίως αλλοδαπής ιδιοκτησίας τραπεζικός τομέας παραμένει σταθερός, παρά την αύξηση των υποχρεώσεων του χρηματοπιστωτικού τομέα που επιταχύνθηκε σημαντικά το 2016. Η ανεργία εξακολουθεί να μειώνεται και είναι σε πολύ χαμηλά επίπεδα.

Συνολικά, η οικονομική ανάγνωση του πίνακα υπογραμμίζει ζητήματα που σχετίζονται με πιθανούς εσωτερικούς κινδύνους αν και επί του παρόντος περιορισμένους. Συνεπώς, σε αυτό το στάδιο, η Επιτροπή δεν θα διενεργήσει περαιτέρω εμπεριστατωμένη ανάλυση στο πλαίσιο της ΔΜΑ.

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

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών εξακολουθεί να εμφανίζει μεγάλα πλεονάσματα, αντικατοπτρίζοντας έντονη εταιρική αποταμίευση και απομόχλευση των νοικοκυριών. Τα πλεονάσματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών έχουν οδηγήσει σε μεγάλη θετική καθαρή διεθνή επενδυτική θέση, γεγονός που με τη σειρά του δημιουργεί θετικό καθαρό εισόδημα από ξένες επενδύσεις. Οι συσσωρευμένες απώλειες μεριδίων στις εξαγωγικές

Διάγραμμα Α4: Χρέος των νοικοκυριών και δείκτης τιμών κατοικιών



Πηγή: Eurostat και ΕΚΤ

αγορές έχουν μειωθεί, ενώ οι δείκτες ανταγωνιστικότητας ως προς το κόστος έχουν παραμείνει σταθεροί. Το χρέος των νοικοκυριών, αν και μειούμενο, εξακολουθεί να είναι μεταξύ των υψηλότερων στην ΕΕ. Το υψηλό επίπεδο χρέους αντανακλά ένα ειδικό μοντέλο τραπεζικής χρηματοδότησης ενυπόθηκων δανείων, ευνοϊκή φορολογική μεταχείριση και χαμηλά κίνητρα για μείωση του ενυπόθηκου χρέους, καθώς και ένα προηγμένο συνταξιοδοτικό σύστημα και σύστημα κοινωνικής πρόνοιας. Ωστόσο, υποστηριζόμενες από συνεχές χαμηλό κόστος χρηματοδότησης και βελτιούμενες συνθήκες στην αγορά εργασίας, οι τιμές κατοικιών εξακολουθούν να ανακάμπτουν, ιδίως στις κυριότερες αστικές περιοχές, γεγονός που χρήζει προσοχής. Ωστόσο, ο τραπεζικός τομέας παραμένει υγιής. Η αγορά εργασίας βελτιώνεται σταδιακά, ενώ η ανεργία είναι σε χαμηλά επίπεδα και βαίνει μειούμενη.

Συνολικά, η οικονομική ανάγνωση του πίνακα υπογραμμίζει ζητήματα που σχετίζονται με το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, το ιδιωτικό χρέος και τον τομέα των ακινήτων αλλά οι κίνδυνοι φαίνονται περιορισμένοι. Συνεπώς, σε αυτό το στάδιο, η Επιτροπή δεν θα διενεργήσει περαιτέρω εμπεριστατωμένη ανάλυση στο πλαίσιο της ΔΜΑ.

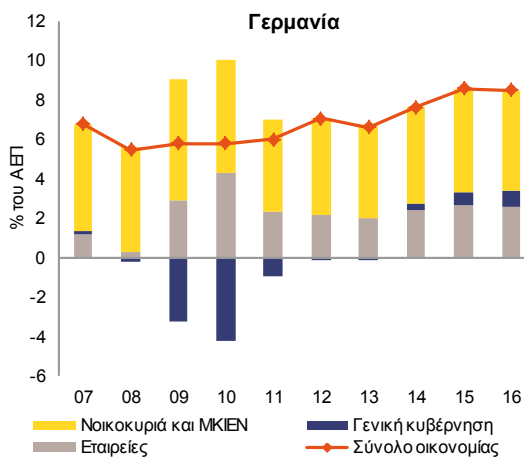
Γερμανία: Τον Φεβρουάριο του 2017, η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η Γερμανία αντιμετωπίζει μακροοικονομικές ανισορροπίες, ιδίως σε σχέση με το μεγάλο πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών που αντανακλά την υπερβολική αποταμίευση και τις υποτονικές επενδύσεις. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, ορισμένοι δείκτες υπερβαίνουν το ενδεικτικό όριο, και συγκεκριμένα το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και το δημόσιο χρέος.

Το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών παρέμεινε σε γενικές γραμμές σταθερό το 2016. Με βάση τη σταθερή αύξηση της εγχώριας ζήτησης, το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αναμένεται ότι θα εξακολουθήσει να συρρικνώνεται, αλλά ότι θα παραμείνει σε υψηλά επίπεδα και θα στηρίξει περαιτέρω αύξηση της καθαρής διεθνούς επενδυτικής θέσης. Ο θετικός αντίκτυπος των όρων εμπορίου παραμένει αναξιοποίητος. Η αύξηση των εξαγωγών επιβραδύνθηκε εν μέσω της επιβράδυνσης του παγκόσμιου εμπορίου, την οποία υπέστησαν τα μερίδια των εξαγωγικών αγορών. Παρά τα χαμηλά επίπεδα ιδιωτικού χρέους, οι τάσεις απομόχλευσης του ιδιωτικού τομέα συνεχίζονται με την υπερβολική αποταμίευση και τις υποτονικές επενδύσεις, γεγονός που με τη σειρά του αντικατοπτρίζεται στο υψηλό πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Οι επενδύσεις των επιχειρήσεων είναι περιορισμένες παρά τη βελτίωση της ρευστότητας. Η αύξηση των πραγματικών τιμών κατοικιών επιταχύνεται. Ωστόσο, η αύξηση του δανεισμού είναι περιορισμένη, παρά τα χαμηλά επιτόκια και την επιτάχυνση των τιμών κατοικιών. Η αύξηση των μισθών είναι συγκρατημένη, αλλά το ίδιο ισχύει και για την κατά κεφαλήν κατανάλωση των νοικοκυριών που διατηρεί το ποσοστό αποταμίευσης των νοικοκυριών σε υψηλά επίπεδα. Το δημόσιο χρέος εξακολούθησε να μειώνεται προσεγγίζοντας το όριο και προβλέπονται δημοσιονομικά πλεονάσματα εντός του χρονικού ορίζοντα των προβλέψεων. Εξακολουθεί να υπάρχει υστέρηση κρατικών επενδύσεων. 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, η οικονομική ανάγνωση του πίνακα υπογραμμίζει ζητήματα που σχετίζονται με το πολύ μεγάλο και μόνο σταδιακά μειούμενο εξωτερικό πλεόνασμα και την ισχυρή εξάρτηση από την εξωτερική ζήτηση, γεγονός που υπογραμμίζει την ανάγκη συνεχούς επανεξισορρόπησης. Συνεπώς, η Επιτροπή κρίνει χρήσιμο να εξετάσει περαιτέρω την εμμονή ανισορροπιών ή την εξάλειψή τους, λαμβανομένης επίσης υπόψη της διαπίστωσης ανισορροπίας τον Φεβρουάριο.

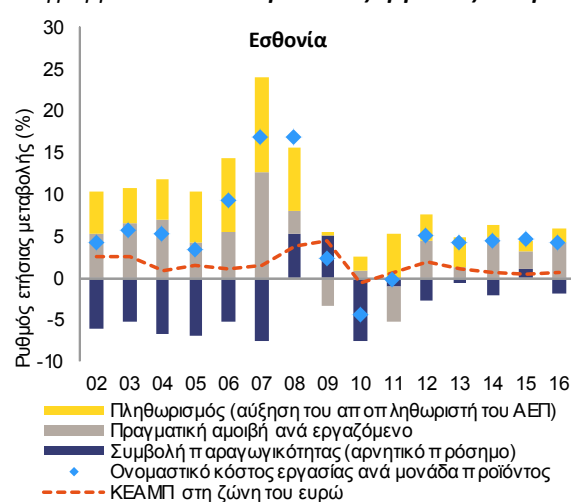
Εσθονία: Κατά τον προηγούμενο γύρο της ΔΜΑ, δεν διαπιστώθηκαν μακροοικονομικές ανισορροπίες όσον αφορά την Εσθονία. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, ορισμένοι δείκτες υπερβαίνουν το ενδεικτικό όριο, και συγκεκριμένα, η αρνητική καθαρή διεθνής επενδυτική θέση (ΚΔΕΘ) και το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος.

Διάγραμμα Α5: Καθαρή δανειοδότηση/δανειοληψία ανά τομέα



Πηγή: Υπηρεσίες της Επιτροπής. ΜΚΙΕΝ δηλώνει μη κερδοσκοπικά ιδρύματα που εξυπηρετούν νοικοκυριά

Διάγραμμα Α6: Ανάλυση κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος



Πηγή: Υπηρεσίες της Επιτροπής

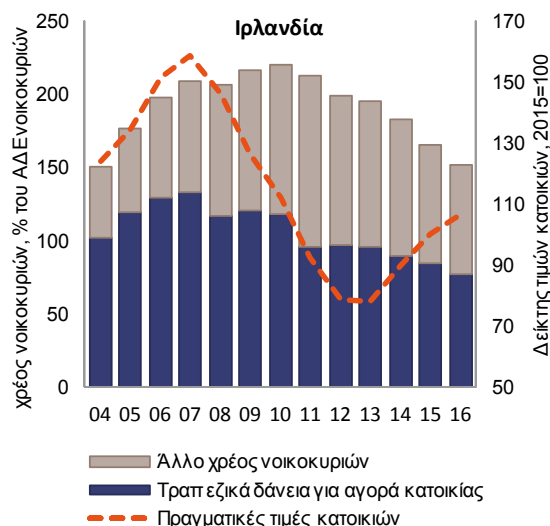
Η αρνητική ΚΔΕΘ υπερβαίνει το όριο αλλά αρχίζει να το προσεγγίζει, όμως περισσότερο από το ήμισυ των εξωτερικών υποχρεώσεων αποτελείται από ΑΞΕ. Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών εμφανίζει μικρά πλεονάσματα από το 2014 που αναμένεται να διατηρηθούν στον χρονικό ορίζοντα των προβλέψεων. Παρά τις κάποιες βελτιώσεις το 2016, συνολικά, τα μερίδια στις εξαγωγικές αγορές είναι σταθερά. Η έντονη αύξηση του ονομαστικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος και η ανατίμηση της πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας αντικατοπτρίζει κυρίως την αύξηση των μισθών σε συνθήκες αυξανόμενης στενότητας στην αγορά εργασίας. Στο μέλλον, με την ανάκαμψη των επενδυτικών ροών και των εξαγωγικών αγορών κατά το τρέχον έτος και το επόμενο, αναμένεται αύξηση της παραγωγικότητας και επιβράδυνση της αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Η αύξηση των τιμών κατοικιών μετριάστηκε το 2016 αφού είχε ξεπεράσει το όριο κατά τα προηγούμενα έτη. Το χρέος του ιδιωτικού τομέα είναι σταθερό ενώ το δημόσιο χρέος συνέχισε να είναι το χαμηλότερο της ΕΕ. Οι δείκτες της μακροχρόνιας ανεργίας και της ανεργίας των νέων έχουν σημειώσει περαιτέρω βελτίωση, δεδομένου ότι τα ποσοστά επαγγελματικής δραστηριότητας έφθασαν σε ιστορικά υψηλά επίπεδα.

Συνολικά, η οικονομική ανάγνωση του πίνακα υπογραμμίζει ζητήματα που σχετίζονται με την ανταγωνιστικότητα ως προς το κόστος σε συνθήκες αυξανόμενης στενότητας στην αγορά εργασίας, αλλά οι κίνδυνοι παραμένουν περιορισμένοι. Συνεπώς, σε αυτό το στάδιο, η Επιτροπή δεν θα διενεργήσει περαιτέρω εμπεριστατωμένη ανάλυση στο πλαίσιο της ΔΜΑ.

Ιρλανδία: Τον Φεβρουάριο του 2017, η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η Ιρλανδία αντιμετωπίζει μακροοικονομικές ανισορροπίες, ιδίως όσον αφορά αδυναμίες που οφείλονται σε υψηλά επίπεδα δημόσιου και ιδιωτικού χρέους και καθαρών εξωτερικών υποχρεώσεων, παρά τις βελτιώσεις στις μεταβλητές ροής. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, ορισμένοι δείκτες παραμένουν πάνω από το ενδεικτικό όριο, και συγκεκριμένα, η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση (ΚΔΕΘ), η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία (ΠΣΣΙ), το ιδιωτικό χρέος, το δημόσιο χρέος, καθώς και οι πραγματικές τιμές κατοικιών.

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών παρουσιάζει σημαντικό πλεόνασμα, ενώ η ΚΔΕΘ επιδεινώθηκε σημαντικά κυρίως λόγω παραγόντων που δεν συνδέονται με την εγχώρια οικονομία. Συνολικά, το υποκείμενο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και η εξωτερική θέση παραμένει δύσκολο να εκτιμηθούν, λόγω του μεγέθους και του αντικτύπου από τις δραστηριότητες των πολυεθνικών εταιρειών. Η έντονη αύξηση της παραγωγικότητας κατά τα προηγούμενα έτη συνέβαλε στη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας κόστους. Λόγω της έντονης ανάκαμψης, οι δείκτες ιδιωτικού και δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ εξακολουθούν να είναι υψηλοί, αλλά παρουσιάζουν πτωτική τάση. Συνεχίζεται ενεργά η απομόχλευση των νοικοκυριών, αλλά η κατάσταση των εγχώριων μη χρηματοδοτικών εταιρειών είναι πιο δύσκολο να ερμηνευθεί, δεδομένης της βαρύτητας

Διάγραμμα Α7: Χρέος νοικοκυριών και δείκτης τιμών κατοικιών



Πηγή: Eurostat, υπηρεσίες της Επιτροπής και ΕΚΤ

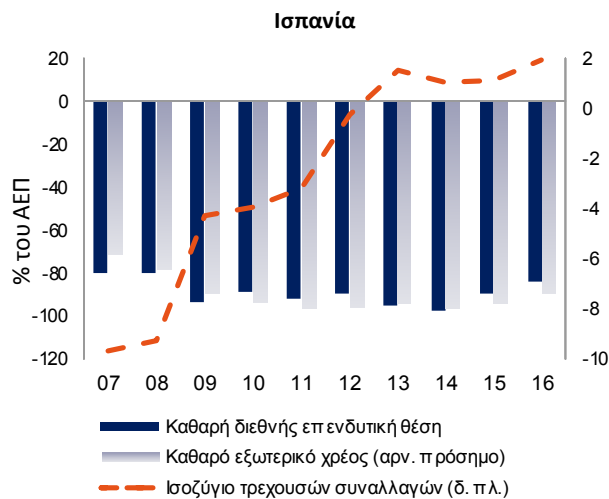
των πολυεθνικών εταιρειών στο συνολικό εταιρικό χρέος. Το δημοσιονομικό έλλειμμα είναι σχεδόν ισοσκελισμένο στον ορίζοντα των προβλέψεων. Το ποσοστό των μη εξυπηρετούμενων δανείων μειώνεται τα τελευταία έτη, αλλά παραμένει σε υψηλά επίπεδα, με συνέπειες για ολόκληρη την οικονομία. Οι τράπεζες έχουν κεφαλαιοποιηθεί επαρκώς και η κερδοφορία τους, αν και ακόμη χαμηλή, βελτιώνεται σταδιακά. Οι πραγματικές τιμές κατοικιών αυξάνονται με ταχείς ρυθμούς, κυρίως λόγω της περιορισμένης προσφοράς, από ακόμη ενδεχομένως χαμηλά επίπεδα, αλλά χρήζουν προσοχής. Η Ιρλανδία πλησιάζει το επίπεδο της πλήρους απασχόλησης, η ανεργία μειώνεται και ο ρυθμός αύξησης των θέσεων πλήρους απασχόλησης είναι ο ταχύτερος από το 1999. Η μακροχρόνια ανεργία και η ανεργία των νέων έχει επίσης μειωθεί σημαντικά.

Συνολικά, η οικονομική ανάγνωση του πίνακα υπογραμμίζει ζητήματα που σχετίζονται με την εκτίμηση της εξωτερικής βιωσιμότητας, τις αδυναμίες του χρηματοπιστωτικού τομέα, καθώς και το ιδιωτικό και δημόσιο χρέος. Συνεπώς, η Επιτροπή κρίνει χρήσιμο να εξετάσει περαιτέρω την εμμογή ανισορροπιών ή την εξάλειψή τους, λαμβανομένης επίσης υπόψη της διαπίστωσης ανισορροπίας τον Φεβρουάριο.

Ισπανία: Τον Φεβρουάριο του 2017 η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η Ισπανία αντιμετωπίζει μακροοικονομικές ανισορροπίες, ιδίως σε σχέση με τα υψηλά επίπεδα ιδιωτικού, δημόσιου και εξωτερικού χρέους σε ένα πλαίσιο υψηλής ανεργίας. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, ορισμένοι δείκτες υπερβαίνουν το ενδεικτικό όριο, και συγκεκριμένα, η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση (ΚΔΕΘ), καθώς και οι δείκτες χρέους του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα, και το ποσοστό ανεργίας.

Η εξωτερική επανεξισορρόπηση συνεχίζεται. Η ΚΔΕΘ βελτιώθηκε αλλά παραμένει πολύ υψηλή, και θα απαιτηθεί χρόνος για να φθάσει σε συνετά επίπεδα. Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών αναμένεται να εξακολουθήσει να παρουσιάζει συγκρατημένο πλεόνασμα παρά την ισχυρή τελική ζήτηση, λόγω εν μέρει των διαρθρωτικών βελτιώσεων στις εξαγωγικές επιδόσεις. Η αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος είναι περιορισμένη, αλλά η χαμηλή αύξηση της παραγωγικότητας εξαρτά τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας από πλεονεκτήματα κόστους. Εξακολουθούν να υφίστανται ανάγκες περαιτέρω απομόχλευσης, αλλά η μείωση του χρέους του ιδιωτικού τομέα συνεχίστηκε καθόλη τη διάρκεια του 2016, ιδίως για τις εταιρείες. Ο ρυθμός μείωσης του χρέους επιβραδύνθηκε, καθώς οι νέες πιστώσεις έχουν αρχίσει να ρέουν εκ νέου, γεγονός που στηρίζει την ισχυρή άνοδο των επενδύσεων. Ο δείκτης του δημόσιου χρέους είναι υψηλός και μειώνεται με αργούς μόνο ρυθμούς, χάρη κυρίως στην ισχυρή ανάπτυξη. Η ανεργία μειώνεται ραγδαία, αλλά παραμένει σε πολύ υψηλά επίπεδα, ιδίως όσον αφορά τους νέους

Διάγραμμα Α8: ΚΔΕΘ και ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών



Πηγή: Υπηρεσίες της Επιτροπής

ανταγωνιστικότητας από πλεονεκτήματα κόστους. Εξακολουθούν να υφίστανται ανάγκες περαιτέρω απομόχλευσης, αλλά η μείωση του χρέους του ιδιωτικού τομέα συνεχίστηκε καθόλη τη διάρκεια του 2016, ιδίως για τις εταιρείες. Ο ρυθμός μείωσης του χρέους επιβραδύνθηκε, καθώς οι νέες πιστώσεις έχουν αρχίσει να ρέουν εκ νέου, γεγονός που στηρίζει την ισχυρή άνοδο των επενδύσεων. Ο δείκτης του δημόσιου χρέους είναι υψηλός και μειώνεται με αργούς μόνο ρυθμούς, χάρη κυρίως στην ισχυρή ανάπτυξη. Η ανεργία μειώνεται ραγδαία, αλλά παραμένει σε πολύ υψηλά επίπεδα, ιδίως όσον αφορά τους νέους

και τους μακροχρόνια άνεργους. Η δημιουργία θέσεων εργασίας χαρακτηρίζεται από πολύ υψηλό ποσοστό συμβάσεων προσωρινής απασχόλησης.

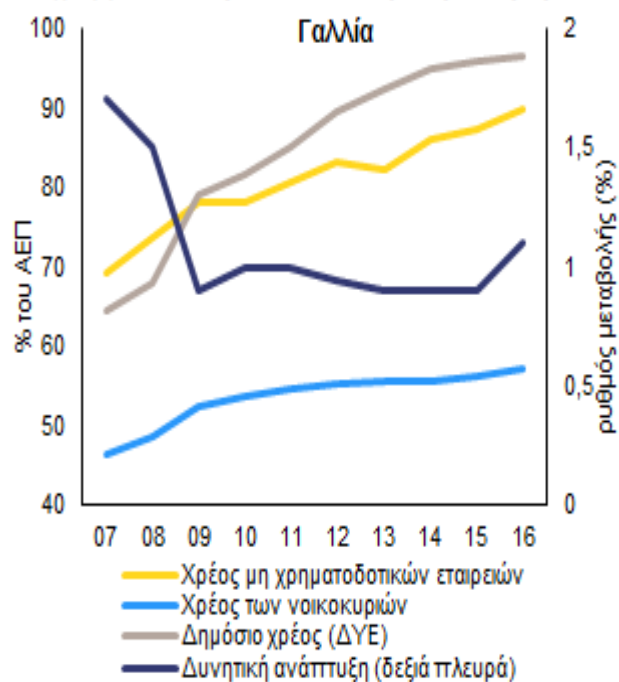
Συνολικά, η οικονομική ανάγνωση του πίνακα υπογραμμίζει ζητήματα που σχετίζονται με τη βιωσιμότητα του εξωτερικού χρέους, το ιδιωτικό και το δημόσιο χρέος, και την προσαρμογή της αγοράς εργασίας, στο πλαίσιο της ασθενούς αύξησης της παραγωγικότητας. Συνεπώς, η Επιτροπή κρίνει χρήσιμο να εξετάσει περαιτέρω την εμμονή ανισορροπιών ή την εξάλειψή τους, λαμβανομένης επίσης υπόψη της διαπίστωσης ανισορροπιών τον Φεβρουάριο και του διασυννοριακού αντικτύπου τους.

Γαλλία: Τον Φεβρουάριο του 2017 η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η Γαλλία αντιμετώπιζε υπερβολικές μακροοικονομικές ανισορροπίες, ιδίως όσον αφορά το υψηλό δημόσιο χρέος και τη χαμηλή ανταγωνιστικότητα, σε συνθήκες χαμηλής αύξησης της παραγωγικότητας. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, ορισμένοι δείκτες υπερβαίνουν το ενδεικτικό όριο, και συγκεκριμένα, το δημόσιο χρέος, το χρέος του ιδιωτικού τομέα και το ποσοστό ανεργίας.

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών εξακολουθεί να εμφανίζει μέτριο έλλειμμα, το οποίο αναμένεται να παραμείνει σταθερό. Τα μερίδια στις εξαγωγικές αγορές έχουν σταθεροποιηθεί κατά το πρόσφατο παρελθόν. Οι δείκτες ανταγωνιστικότητας έχουν βελτιωθεί χάρη στην αισθητή επιβράδυνση του ονομαστικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος που οφείλεται στη συγκρατημένη δυναμική των μισθών και στα μέτρα για τη μείωση του κόστους εργασίας. Ωστόσο, η αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας παραμένει χαμηλή, γεγονός που εμποδίζει την ταχύτερη ανάκαμψη της ανταγωνιστικότητας ως προς το κόστος. Το χρέος του ιδιωτικού τομέα υπερβαίνει το όριο, με το εταιρικό χρέος να σημειώνει αύξηση και τις τιμές των κατοικιών να παραμένουν σε αρκετά υψηλά επίπεδα σε σύγκριση με το διαθέσιμο εισόδημα. Το δημόσιο χρέος σταθεροποιείται σε υψηλά επίπεδα και εξακολουθεί να αποτελεί μείζονα πηγή ευπάθειας, γεγονός που μειώνει τα περιθώρια δημοσιονομικών ελιγμών για την αντιμετώπιση μελλοντικών κλυδωνισμών. Η ανεργία σημειώνει μείωση σε σχέση με την κορύφωση που παρατηρήθηκε το 2015, ενώ η μακροχρόνια ανεργία σταθεροποιείται.

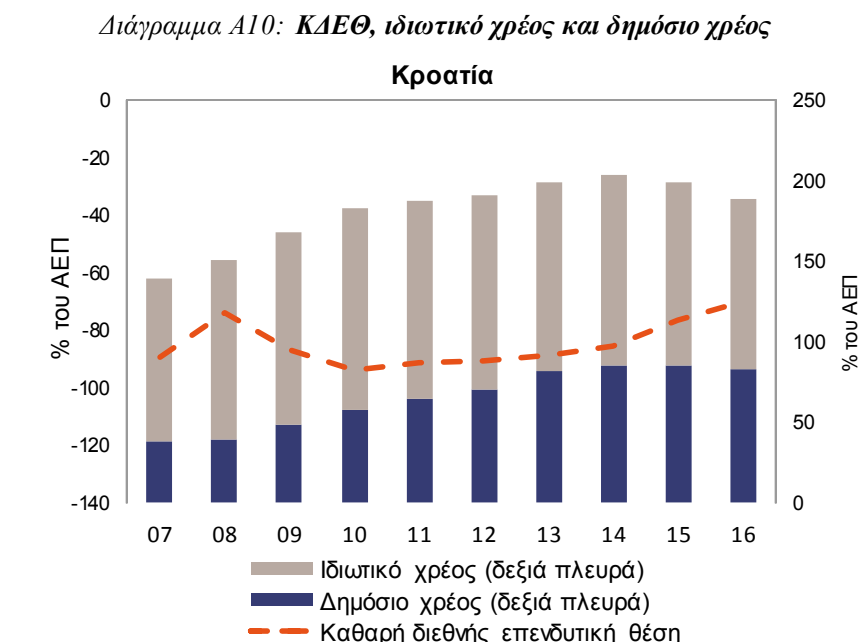
Συνολικά, η οικονομική ανάγνωση του πίνακα υπογραμμίζει ζητήματα που σχετίζονται με το υψηλό δημόσιο χρέος και τη χαμηλή ανταγωνιστικότητα, σε συνθήκες χαμηλής αύξησης της παραγωγικότητας. Συνεπώς, η Επιτροπή κρίνει χρήσιμο να εξετάσει περαιτέρω την εμμονή μακροοικονομικών κινδύνων και να παρακολουθεί την πρόοδο όσον αφορά την εξάλειψη των υπερβολικών ανισορροπιών, λαμβανομένης επίσης υπόψη της διαπίστωσης υπερβολικών ανισορροπιών τον Φεβρουάριο

Διάγραμμα A9: Χρέος και δυναμική αύξηση του ΑΕΠ



Κροατία: Τον Φεβρουάριο του 2017 η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η Κροατία αντιμετωπίζει υπερβολικές μακροοικονομικές ανισορροπίες, ιδίως όσον αφορά κινδύνους που απορρέουν από τα υψηλά επίπεδα δημόσιου, εταιρικού και εξωτερικού χρέους, σε συνθήκες χαμηλής δυνητικής ανάπτυξης. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, ορισμένοι δείκτες υπερβαίνουν το ενδεικτικό όριο, και συγκεκριμένα, η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση (ΚΔΕΘ), το δημόσιο χρέος και το ποσοστό ανεργίας.

Η ΚΔΕΘ σημειώνει μείωση αλλά παραμένει σε υψηλά επίπεδα, με συνεχιζόμενους συναλλαγματικούς κινδύνους. Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών παρουσιάζει σημαντικό πλεόνασμα και είναι θετικό από το 2013. Ενώ αρχικά προέκυψε από τη συρρίκνωση της εγχώριας ζήτησης, βασίζεται πλέον ολοένα και περισσότερο στην έντονη αύξηση των εξαγωγών, η οποία ενισχύεται από τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας κόστους. Οι αυξήσεις των μεριδίων στις εξαγωγικές αγορές επιταχύνθηκαν το 2016. Το



χρέος του ιδιωτικού τομέα μειώθηκε περαιτέρω λόγω των υποτονικών πιστωτικών ροών, αλλά παραμένει σε υψηλά επίπεδα. Η συνεχιζόμενη έντονη οικονομική ανάπτυξη αναμένεται να στηρίξει τη διαδικασία απομόχλευσης, με αποτέλεσμα την άμβλυνση της πίεσης στην αύξηση του δανεισμού στο μέλλον. Μολονότι τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια έχουν σημειώσει μείωση, εξακολουθούν να αντιπροσωπεύουν ένα μεγάλο ποσοστό των δανείων σε μη χρηματοοικονομικές εταιρείες. Ο δείκτης δημόσιου χρέους μειώθηκε περαιτέρω το 2016 και αναμένεται να συνεχιστεί αυτή η πτωτική πορεία, χάρη επίσης στη συγκράτηση των ελλειμμάτων. Το ποσοστό ανεργίας ακολουθεί καθοδική πορεία, γεγονός που οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στη ραγδαία συρρίκνωση του εργατικού δυναμικού. Οι κίνδυνοι για τις οικονομικές προοπτικές συνδέονται με τις εξελίξεις όσον αφορά την τρέχουσα αναδιάρθρωση του μεγάλου ομίλου ετερογενών δραστηριοτήτων Agrokor.

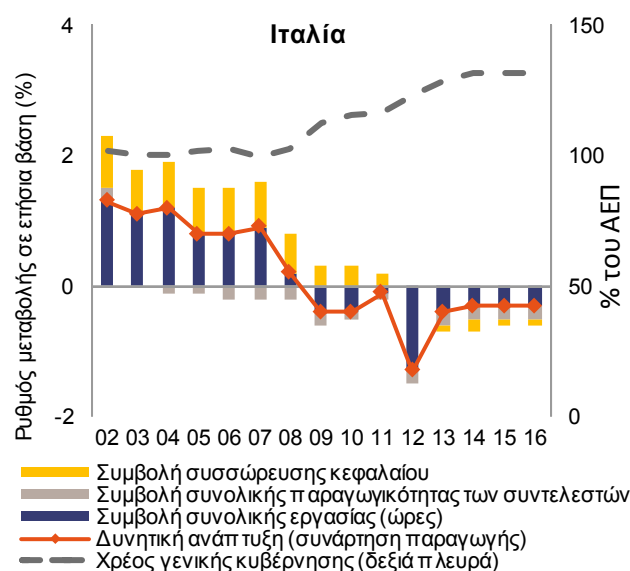
Συνολικά, η οικονομική ανάγνωση του πίνακα υπογραμμίζει ζητήματα που σχετίζονται με το υψηλό χρέος και τα συναλλαγματικά ανοίγματα σε όλους τους τομείς, καθώς και τις επιδόσεις της αγοράς εργασίας. Συνεπώς, η Επιτροπή κρίνει χρήσιμο να εξετάσει περαιτέρω την εμμονή μακροοικονομικών κινδύνων και να παρακολουθεί την πρόοδο όσον αφορά την εξάλειψη των υπερβολικών ανισορροπιών, λαμβανομένης επίσης υπόψη της διαπίστωσης υπερβολικών ανισορροπιών τον Φεβρουάριο.

Ιταλία: Τον Φεβρουάριο του 2017 η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η Ιταλία αντιμετωπίζει υπερβολικές μακροοικονομικές ανισορροπίες, ιδίως όσον αφορά κινδύνους που

απορρέουν από τα 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, ορισμένοι δείκτες υπερβαίνουν το ενδεικτικό όριο, και συγκεκριμένα, το δημόσιο χρέος και το ποσοστό ανεργίας.

Το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών σημείωσε περαιτέρω αύξηση το 2016, υποβοηθούμενο από τις εξαγωγές, καθώς οι συγκρατημένες αυξήσεις των μεριδίων στις εξαγωγικές αγορές ώθησαν τον δείκτη εντός του ενδεικτικού ορίου, αλλά και λόγω της συνεχιζόμενης ασθενούς εγχώριας ζήτησης, όπως αποδεικνύει ο ιστορικά χαμηλός δείκτης των επενδύσεων παγίου κεφαλαίου προς το ΑΕΠ. Ωστόσο, η ανταγωνιστικότητα κόστους εξακολουθεί να πλήττεται από την υποτονική αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας, παρά τη συγκρατημένη αύξηση των

Διάγραμμα Α11: Δυνητική ανάπτυξη και δημόσιο χρέος



μισθών, ενώ παράγοντες που δεν συνδέονται με το κόστος, όπως η καινοτομία και το μέγεθος των επιχειρήσεων, επίσης επιβαρύνουν τις εξαγωγικές επιδόσεις. Η αναιμική οικονομική ανάκαμψη, ο χαμηλός πληθωρισμός και η γενικά επεκτατική δημοσιονομική πολιτική τα τελευταία έτη καθυστερούν τη μείωση του πολύ υψηλού δείκτη δημόσιου χρέους. Οι προοπτικές δυνητικής ανάπτυξης είναι υποτονικές, ιδίως υπό το πρίσμα των δυσμενών δημογραφικών δεδομένων και της χαμηλής αύξησης της παραγωγικότητας, λόγω επίσης των επιπτώσεων της μακροχρόνιας ανορθολογικής κατανομής κεφαλαίων, σε συνδυασμό με τα υψηλά επίπεδα μη εξυπηρετούμενων δανείων και το χαμηλό επίπεδο επενδύσεων. Παρά τις πρόσφατες δημόσιες παρεμβάσεις για την εξυγίανση των ασθενέστερων τραπεζών, η συνεχιζόμενη χαμηλή κερδοφορία και η μεγάλη συσσώρευση μη εξυπηρετούμενων δανείων καθιστούν τον τραπεζικό τομέα ευάλωτο σε κλυδωνισμούς και εμποδίζουν την ικανότητα των τραπεζών να συγκεντρώσουν περαιτέρω κεφάλαια και να στηρίζουν την οικονομική ανάκαμψη. Οι συνθήκες της αγοράς εργασίας βελτιώνονται σταδιακά, αλλά το ποσοστό ανεργίας παραμένει υψηλό, πολύ πάνω από τα επίπεδα προ της κρίσης, ιδίως όσον αφορά την ανεργία των νέων και τη μακροχρόνια ανεργία. Το συνολικό ποσοστό συμμετοχής αυξάνεται αλλά παραμένει σε επίπεδα χαμηλότερα από τον μέσο όρο της ζώνης του ευρώ.

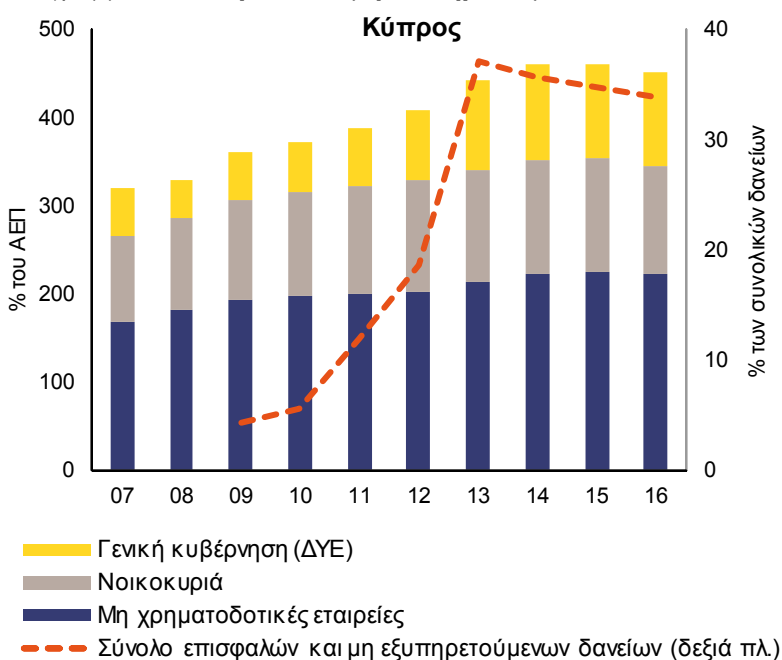
Συνολικά, η οικονομική ανάγνωση του πίνακα υπογραμμίζει ζητήματα που σχετίζονται με το υψηλό δημόσιο χρέος και την υψηλή ανεργία, σε συνθήκες χαμηλής αύξησης της παραγωγικότητας και ενός τραπεζικού συστήματος που εξακολουθεί να είναι ευάλωτο. Συνεπώς, η Επιτροπή κρίνει χρήσιμο να εξετάσει περαιτέρω την εμμονή μακροοικονομικών κινδύνων και να παρακολουθεί την πρόοδο όσον αφορά την εξάλειψη των υπερβολικών ανισορροπιών, λαμβανομένης επίσης υπόψη της διαπίστωσης υπερβολικών ανισορροπιών τον Φεβρουάριο.

Κύπρος: Τον Φεβρουάριο του 2017 η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η Κύπρος αντιμετώπιζε υπερβολικές μακροοικονομικές ανισορροπίες, ιδίως όσον αφορά τη μεγάλη

συσσώρευση 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, και συγκεκριμένα, η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση (ΚΔΕΘ), η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία (ΠΣΣΙ), το χρέος του ιδιωτικού τομέα, το δημόσιο χρέος, καθώς και το ποσοστό ανεργίας και η μεταβολή του ποσοστού συμμετοχής στην αγορά εργασίας.

Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών διευρύνθηκε αισθητά το 2016 και η αρνητική ΚΔΕΘ παραμένει σημαντική. Οι συσσωρευμένες απώλειες μεριδίων στις εξαγωγικές αγορές μειώθηκαν χάρη στις βελτιώσεις που σημειώθηκαν το 2016. Η ανταγωνιστικότητα κόστους βελτιώθηκε, με τη σημαντική υποτίμηση της ΠΣΣΙ η οποία αντικατοπτρίζει τον αρνητικό πληθωρισμό που σημειώθηκε μέχρι το 2016 και τη συγκράτηση των μισθών που αντιστάθμισε τη χαμηλή αύξηση της παραγωγικότητας. Όσον αφορά τις μελλοντικές εξελίξεις, περαιτέρω βελτιώσεις ενδέχεται να αποτελέσουν πρόκληση, καθώς οι παράγοντες αυτοί εξασθενούν. Το επίπεδο του ιδιωτικού χρέους είναι

Διάγραμμα Α12: Χρέος και μη εξυπηρετούμενα δάνεια



Πηγή: Eurostat και ΕΚΤ

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. Το αποπληθωριστικό περιβάλλον έως τα τέλη του 2016 περιόρισε τα περιθώρια για παθητική απομόχλευση, μια τάση η οποία αναμένεται να αναστραφεί, καθώς ο πληθωρισμός προβλέπεται να αυξηθεί. Οι πραγματικές τιμές των κατοικιών ήταν σταθερές και φαίνεται να ανακάμπτουν. Το πολύ υψηλό επίπεδο των μη εξυπηρετούμενων δανείων εμποδίζει την αποκατάσταση μιας υγιούς ροής πιστώσεων προς την οικονομία, η οποία είναι απαραίτητη για τη στήριξη της ανάπτυξης μεσοπρόθεσμα. Ο πολύ υψηλός δείκτης δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ θεωρείται ότι έχει κορυφωθεί το 2016. Η ανεργία μειώνεται αλλά παραμένει σε υψηλά επίπεδα, ιδίως όσον αφορά τη μακροχρόνια ανεργία και την ανεργία των νέων.

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

Λετονία: Κατά τον προηγούμενο γύρο της ΔΜΑ, δεν διαπιστώθηκαν μακροοικονομικές ανισορροπίες όσον αφορά τη Λετονία. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων,

ορισμένοι δείκτες υπερβαίνουν το ενδεικτικό όριο, και συγκεκριμένα, η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση (ΚΔΕΘ), το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, οι πραγματικές τιμές των κατοικιών και το ποσοστό ανεργίας.

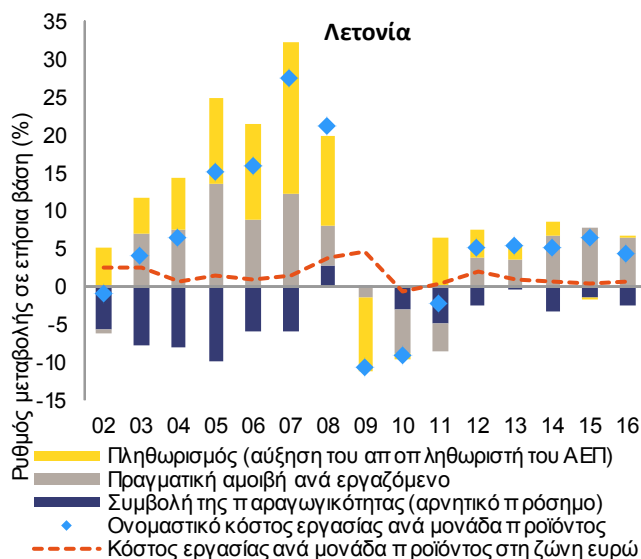
Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών έγινε πλεονασματικό το 2016 αλλά αναμένεται να γίνει και πάλι ελλειμματικό στο μέλλον. Η ιδιαίτερα αρνητική ΚΔΕΘ, που αντικατοπτρίζει κυρίως το δημόσιο χρέος και τις άμεσες ξένες επενδύσεις, εξακολουθεί να βελτιώνεται σταδιακά. Τα μερίδια στις εξαγωγικές αγορές έχουν σταθεροποιηθεί κατά το πρόσφατο παρελθόν. Ωστόσο, οι δείκτες ανταγωνιστικότητας κόστους δείχνουν συνεχιζόμενη εξασθένηση. Η ΠΣΣΙ έχει ανατιμηθεί. Το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος έχει αυξηθεί σημαντικά, ωθούμενο κυρίως από τη σταθερή αύξηση των μισθών, η οποία στο μέλλον αναμένεται να συνεχιστεί σε ένα πλαίσιο συρρίκνωσης του εργατικού δυναμικού και στενότητας στην αγορά εργασίας, παρότι η παραγωγικότητα της εργασίας αναμένεται να αυξηθεί ελαφρώς. Η αύξηση των πραγματικών τιμών των κατοικιών σημείωσε έντονη άνοδο το 2016, πράγμα που χρήζει προσοχής. Η απομόχλευση του δημόσιου χρέους συνεχίζεται και η αύξηση των πιστώσεων παραμένει περιορισμένη. Το δημόσιο χρέος παραμένει χαμηλό και σταθερό. Η ανεργία εξακολουθεί να προσαρμόζεται προς τα κάτω.

Συνολικά, η οικονομική ανάγνωση του πίνακα υπογραμμίζει ζητήματα που σχετίζονται με τις πιέσεις από την εσωτερική ζήτηση και την ανταγωνιστικότητα κόστους, αλλά οι κίνδυνοι φαίνονται περιορισμένοι. Συνολικά, η Επιτροπή δεν θα διενεργήσει, σε αυτό το στάδιο, περαιτέρω εμπεριστατωμένη ανάλυση 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 υπερβαίνουν το ενδεικτικό όριο, και συγκεκριμένα, η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση (ΚΔΕΘ), το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος και η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία (ΠΣΣΙ).

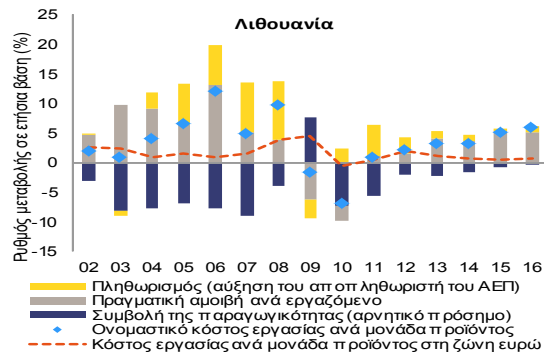
Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών έχει συρρικνωθεί το 2015-2016, με αποτέλεσμα ο δείκτης να οδεύει προς ισοσκελίση. Η ΚΔΕΘ, που αντικατοπτρίζει κυρίως το δημόσιο χρέος και τις άμεσες ξένες επενδύσεις, παρουσιάζει τάση βελτίωσης. Σημειώθηκαν αυξήσεις στα μερίδια εξαγωγικών αγορών το 2016. Ωστόσο, καταγράφηκαν απώλειες στην

Διάγραμμα Α13: Ανάλυση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος



Πηγή: Υπηρεσίες της Επιτροπής

Διάγραμμα Α14: Ανάλυση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος



Πηγή: Υπηρεσίες της Επιτροπής

Συνολικά, η οικονομική ανάγνωση του πίνακα υπογραμμίζει ζητήματα που σχετίζονται με την ανταγωνιστικότητα κόστους, αλλά οι κίνδυνοι παραμένουν περιορισμένοι. Συνεπώς, η Επιτροπή δεν θα διενεργήσει, σε αυτό το στάδιο, περαιτέρω εμπειριστατωμένη ανάλυση στο πλαίσιο της ΔΜΑ.

Η εξωτερική θέση εξακολουθεί να εμφανίζει γενικά σταθερά πλεονάσματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και θετική ΚΔΕΘ, όπου οι μεταβολές αντικατοπτρίζουν σε μεγάλο βαθμό τη θέση της χώρας ως διεθνούς χρηματοπιστωτικού κέντρου και όχι τη δραστηριότητα της εγχώριας οικονομίας. Οι συσσωρευμένες αυξήσεις των μεριδίων στις εξαγωγικές αγορές ήταν σημαντικές και ευνοήθηκαν από την πρόσφατη σταθερότητα της ανταγωνιστικότητας κόστους στην οποία συμβάλλει η συγκρατημένη εξέλιξη του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Επί πολλά συνεχή έτη οι πραγματικές τιμές των κατοικιών εξακολούθησαν να αυξάνονται με σχετικά ταχείς ρυθμούς, πράγμα που απαιτεί ιδιαίτερη προσοχή. Η αύξηση των τιμών των κατοικιών στηρίζεται στη δυναμική αγορά εργασίας, σε συνδυασμό με τις σημαντικές καθαρές μεταναστευτικές ροές και τις ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης, ενώ η προσφορά παρ'προσιτότητα της στέγασης εξακολουθεί να επιδρά στις τιμών των κατοικιών. Ενώ ο εταιρικός ενδοεπιχειρησιακά δάνεια, το επίπεδο του χρηματοδοτούμενου δάνεια, σημείωσε σταθερή αύξηση των τιμών των κατοικιών. Οι κίνδυνοι για τη χρηματοδότηση μετριάζονται ωστόσο από την ευρωστία του τραπεζικού πολύ χαμηλό. Σε συνθήκες έντονης ανάπτυξης ανεργία μειώνεται.



συνθήκες χρηματοδότησης, ενώ η προσφορά παραμένει σχετικά περιορισμένη. Η οικονομική προσιτότητα της στέγασης εξακολουθεί να επιδεινώνεται λόγω των συνεχώς αυξανόμενων τιμών των κατοικιών. Ενώ ο εταιρικός δανεισμός αφορά κυρίως διασυννοριακά ενδοεπιχειρησιακά δάνεια, το επίπεδο του χρέους των νοικοκυριών, που αφορά κυρίως ενυπόθηκα δάνεια, σημείωσε σταθερή αύξηση η οποία αντικατοπτρίζει την αύξηση των τιμών των κατοικιών. Οι κίνδυνοι για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα της χώρας μετριάζονται ωστόσο από την ευρωστία του τραπεζικού τομέα. Το δημόσιο χρέος παραμένει πολύ χαμηλό. Σε συνθήκες έντονης ανάπτυξης, η αγορά εργασίας συρρικνώνεται και η ανεργία μειώνεται.

41

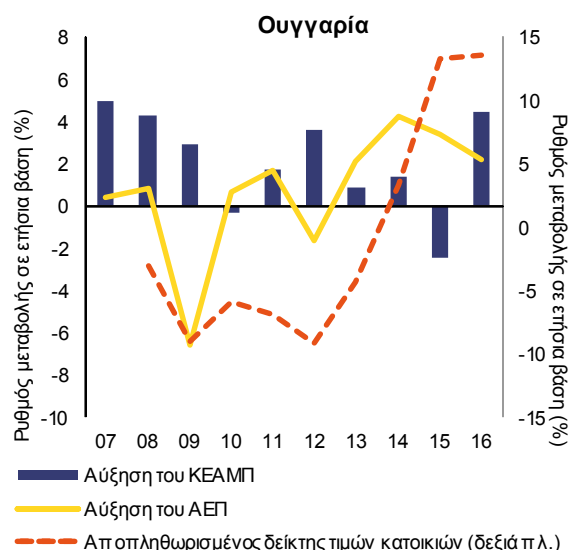
νοικοκυριών. Συνεπώς, η Επιτροπή δεν θα διενεργήσει, σε αυτό το στάδιο, περαιτέρω εμπεριστατωμένη ανάλυση στο πλαίσιο της ΔΜΑ.

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 (ΚΔΕΘ), το δημόσιο χρέος, οι πραγματικές τιμές των κατοικιών και η ετήσια μεταβολή των συνολικών υποχρεώσεων του χρηματοπιστωτικού τομέα.

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών παραμένει σε πλεονασματική θέση, γεγονός που συνεπάγεται συνεχή βελτίωση στην αρνητική ΚΔΕΘ. Σημειώθηκαν αυξήσεις στα μερίδια εξαγωγικών αγορών, που στηρίζονται στην αναπτυσσόμενη αυτοκινητοβιομηχανία. Ωστόσο, η ανταγωνιστικότητα κόστους επιδεινώθηκε, γεγονός που αντικατοπτρίζεται στη δυναμική αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Το ιδιωτικό χρέος εξακολουθεί να μειώνεται. Στον εταιρικό τομέα, ο ρυθμός της απομόχλευσης έχει επιβραδυνθεί, καθώς ενισχύεται η οικονομική ανάπτυξη και οι δανειοδοτήσεις προς επιχειρήσεις έχουν αρχίσει να ανακάμπτουν. Υπάρχουν ενδείξεις σχετικά με την εμφάνιση περιορισμών όσον αφορά την παραγωγική ικανότητα και πιέσεων στις τιμές στην οικονομία, πράγμα που χρήζει προσοχής. Οι πραγματικές τιμές των κατοικιών, ιδίως, εξακολούθησαν να αυξάνονται με ταχείς ρυθμούς, αν και από υποτιμημένα επίπεδα. Ωστόσο, το υψηλό ακόμη μερίδιο μη εξυπηρετούμενων ενυπόθηκων δανείων θα μπορούσε να επωφεληθεί από την ανάκαμψη της στεγαστικής αγοράς μέσω της βελτίωσης της εμπορευσιμότητάς τους. Το δημόσιο χρέος μειώνεται με βραδείς μόνο ρυθμούς. Ο τραπεζικός τομέας βελτίωσε την κερδοφορία του και την ικανότητά του να απορροφά κραδασμούς. Η αύξηση των υποχρεώσεων του χρηματοπιστωτικού τομέα συνδέεται με μια σημαντική εφάπαξ συναλλαγή από οντότητα ειδικού σκοπού χωρίς επίπτωση στις πιστώσεις εσωτερικού. Η ανεργία μειώθηκε περαιτέρω το 2016 και η αγορά εργασίας εξακολουθεί να συρρικνώνεται.

Συνολικά, η οικονομική ανάγνωση του πίνακα υπογραμμίζει ζητήματα που σχετίζονται με τη στεγαστική αγορά και την αγορά εργασίας, αλλά οι κίνδυνοι φαίνονται περιορισμένοι. Η Επιτροπή δεν θα διενεργήσει, σε αυτό το στάδιο, περαιτέρω εμπεριστατωμένη ανάλυση στο πλαίσιο της ΔΜΑ.

Διάγραμμα Α16: ΑΕΠ, ΚΕΑΜΠ και τιμές κατοικιών



Πηγή: Υπηρεσίες της Επιτροπής

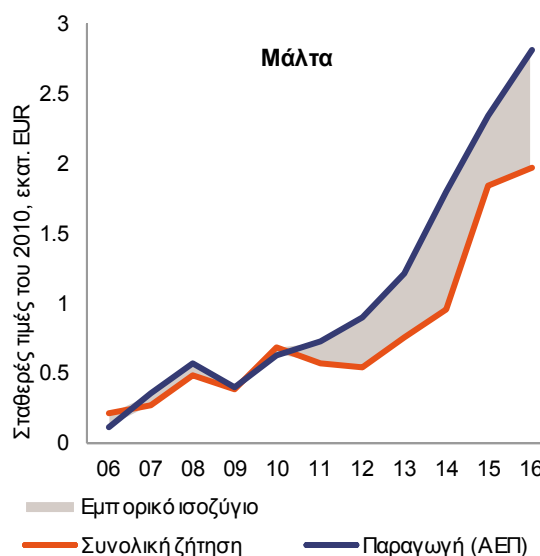
Μάλτα: Κατά τον προηγούμενο γύρο της ΔΜΑ, δεν διαπιστώθηκαν μακροοικονομικές ανισορροπίες όσον αφορά τη Μάλτα. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών υπερβαίνει το ενδεικτικό όριο.

Παρά την ταχεία άνοδο της εγχώριας ζήτησης, το υψηλό πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών σημείωσε περαιτέρω αύξηση το 2016 και ο δείκτης υπερβαίνει πλέον το όριο. Η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση είναι ιδιαίτερα θετική. Σημειώθηκαν ευνοϊκές εξελίξεις της ανταγωνιστικότητας κόστους. Η αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος περιορίστηκε λόγω των συγκρατημένων μισθολογικών εξελίξεων και της σχετικά έντονης αύξησης της ανταγωνιστικότητας της εργασίας. Οι εξελίξεις όσον αφορά τη ΠΣΣΙ ήταν σταθερές. Ο δείκτης χρέους του ιδιωτικού τομέα ήταν σταθερός το 2016, αλλά η ισχυρή ανάπτυξη στηρίζει την περαιτέρω παθητική απομόχλευση. Ωστόσο, η μόχλευση του εταιρικού τομέα παραμένει υψηλή. Ο ρυθμός αύξησης της δανειοδότησης για τα νοικοκυριά παρέμεινε σε γενικές γραμμές σταθερός. Ο δείκτης δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ διατηρήθηκε σε καθοδική τάση και βρίσκεται πλέον εντός του ορίου. Το ακμάζον οικονομικό περιβάλλον και ορισμένες καθυστερήσεις στη διοχέτευση της εγχώριας αποταμίευσης προς τις επενδύσεις συνέβαλαν στην αναβίωση της στεγαστικής αγοράς. Οι τιμές των κατοικιών αυξήθηκαν σταθερά, πράγμα που χρήζει προσοχής. Η ποιότητα των στοιχείων ενεργητικού στον εγχώριο τραπεζικό τομέα βελτιώνεται και τα διαθέσιμα κεφαλαιακά αποθέματα ασφαλείας φαίνεται να επαρκούν για την απορρόφηση των άμεσων κινδύνων που ενδέχεται να προκύψουν από τη στεγαστική αγορά. Η έντονη αύξηση της απασχόλησης εξακολούθησε να συνοδεύεται από μείωση της ανεργίας.

Συνολικά, η οικονομική ανάγνωση του πίνακα δείχνει έντονο δυναμισμό στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και στη στεγαστική αγορά σε συνθήκες έντονης ανάπτυξης, αλλά οι κίνδυνοι φαίνονται περιορισμένοι. Συνεπώς, η Επιτροπή δεν θα διενεργήσει, σε αυτό το στάδιο, περαιτέρω εμπεριστατωμένη ανάλυση στο πλαίσιο της ΔΜΑ.

Κάτω Χώρες: Τον Φεβρουάριο του 2017 η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι Κάτω Χώρες αντιμετώπιζαν μακροοικονομικές ανισορροπίες, ιδίως όσον αφορά τα υψηλά επίπεδα χρέους των νοικοκυριών και το υψηλό και επίμονο πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, ορισμένοι δείκτες υπερβαίνουν το ενδεικτικό όριο, και συγκεκριμένα, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, το χρέος του ιδιωτικού τομέα και το δημόσιο χρέος.

Διάγραμμα Α17: Ζήτηση, παραγωγή και εμπορικό ισοζύγιο



Πηγή: Υπηρεσίες της Επιτροπής

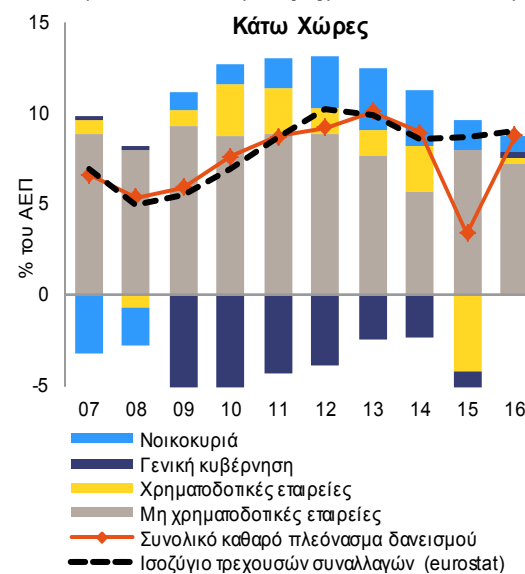
Το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών εξακολουθεί να είναι πολύ πάνω από το ενδεικτικό όριο. Το πλεόνασμα αυτό αντανακλά την πλεονάζουσα αποταμίευση των μη χρηματοδοτικών εταιρειών, ιδίως πολυεθνικών επιχειρήσεων, σε ένα πλαίσιο χαμηλών επενδύσεων και περιορισμένης διανομής κερδών από τις επιχειρήσεις. Ο σωρευτικός αντίκτυπος των άλλων τομέων παραμένει περιορισμένος. Η βελτίωση των επενδύσεων των νοικοκυριών αντιστάθμισε σε μεγάλο βαθμό τον αντίκτυπο του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών με πρόσφατες αλλαγές στο δημοσιονομικό ισοζύγιο. Η ΚΔΕΘ είναι θετική και αυξάνεται περαιτέρω. Οι δείκτες ανταγωνιστικότητας κόστους είναι ευνοϊκοί, γεγονός που αντικατοπτρίζει επίσης τη συγκρατημένη αύξηση των μισθών. Το ιδιωτικό χρέος είναι υψηλό. Αυτό αφορά ιδιαίτερα τα υψηλά επίπεδα χρέους των νοικοκυριών, σε σύγκριση με το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών. Το χρέος των νοικοκυριών εξακολουθεί να τροφοδοτείται από την ευνοϊκή φορολογική μεταχείριση της (χρηματοδοτούμενης με δανεισμό) ιδιόκτητης στέγης και τα χαμηλά επιτόκια ενυπόθηκων δανείων. Η απομόχλευση των νοικοκυριών συνεχίστηκε επί αρκετά έτη, αν και ως επί το πλείστον παθητικά, με την πρόσφατη δραστηριότητα στη στεγαστική αγορά και τις αυξανόμενες τιμές κατοικιών που επέδρασαν αυξητικά στα επίπεδα του ονομαστικού χρέους. Ο δείκτης δημόσιου χρέους μειώνεται προς το όριο. Ο δείκτης δημόσιου χρέους εμφανίζει πτωτική τάση και θα πέσει κάτω από το όριο του 60 %.

Συνολικά, η οικονομική ανάγνωση του πίνακα υπογραμμίζει ζητήματα που σχετίζονται με συνεχιζόμενες ανισορροπίες στις καθαρές αποταμιεύσεις και τις επενδύσεις, και το υψηλό επίπεδο ιδιωτικού χρέους. Συνεπώς, η Επιτροπή κρίνει χρήσιμο να εξετάσει περαιτέρω την εμμονή ανισορροπιών ή την εξάλειψή τους, λαμβανομένης επίσης υπόψη της διαπίστωσης ανισορροπιών τον Μάρτιο.

Αυστρία: Κατά τον προηγούμενο γύρο της ΔΜΑ, δεν διαπιστώθηκαν μακροοικονομικές ανισορροπίες όσον αφορά την Αυστρία. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, ορισμένοι δείκτες υπερβαίνουν το ενδεικτικό όριο, και συγκεκριμένα, οι πραγματικές τιμές των κατοικιών, το δημόσιο χρέος, καθώς και η μεταβολή της μακροχρόνιας ανεργίας.

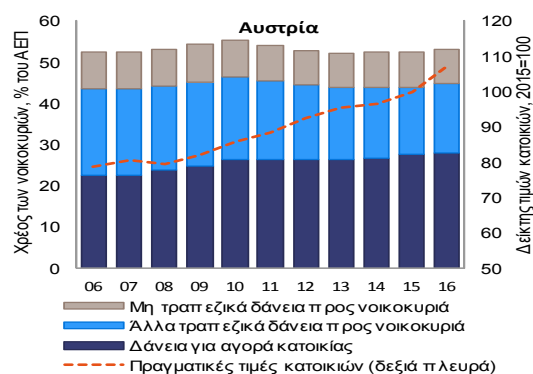
Το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών σταθεροποιήθηκε σε μέτριο επίπεδο το 2016, ενώ η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση παρέμεινε σχεδόν ισοσκελισμένη. Τα μερίδια εξαγωγικών αγορών σταθεροποιήθηκαν επίσης κατά το πρόσφατο παρελθόν, χάρη στην ανταγωνιστικότητα κόστους, καθώς η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία παρέμεινε γενικά αμετάβλητη και το

Διάγραμμα Α18: Καθαρή δανειοδότηση/δανειοληψία ανά τομέα και ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών



Πηγή: Eurostat

Διάγραμμα Α19: Χρέος των νοικοκυριών και δείκτης τιμών κατοικιών



Πηγή: Eurostat και ΕΚΤ

κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος σημείωσε επιβράδυνση λόγω της περιορισμένης αύξησης των μισθών. Οι πραγματικές τιμές των κατοικιών, που ακολούθησαν ανοδική πορεία από το 2009, αυξήθηκαν σημαντικά το 2016 αλλά έκτοτε έχουν μετριαστεί. Μολονότι η αύξηση των τιμών δεν φαίνεται να προκλήθηκε από τον δανεισμό, το ζήτημα δικαιολογεί στενή παρακολούθηση. Το χρέος του ιδιωτικού τομέα, που εξακολουθεί να βρίσκεται εντός του ορίου, αλλά το προσεγγίζει, σημείωσε ελάχιστη μεταβολή σε σχέση με το ΑΕΠ. Το δημόσιο χρέος αναμένεται να εμφανίσει πτωτική τάση, χάρη επίσης στην εκποίηση απομειωμένων στοιχείων ενεργητικού από εθνικοποιημένα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Η κατάσταση του τραπεζικού τομέα βελτιώθηκε σημαντικά το 2016, καθώς οι τράπεζες μείωσαν περαιτέρω τα μη εξυπηρετούμενα δάνειά τους και οι κεφαλαιακοί δείκτες τους προσεγγίζουν με βραδείς ρυθμούς εκείνους των ομολόγων τους στην ΕΕ. Το ποσοστό ανεργίας πιθανολογείται ότι κορυφώθηκε το 2016 και αναμένεται να μειωθεί με αργούς ρυθμούς χάρη στην έντονη αύξηση της απασχόλησης. Η μακροχρόνια ανεργία και η ανεργία των νέων αυξήθηκαν ελαφρώς αλλά παραμένουν σε σχετικά χαμηλά επίπεδα.

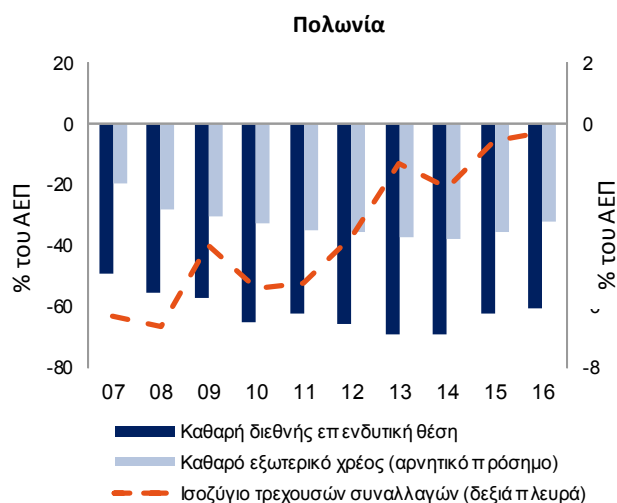
Συνολικά, η οικονομική ανάγνωση του πίνακα υπογραμμίζει ζητήματα που σχετίζονται με τη στέγαση και τον τραπεζικό τομέα, αλλά οι κίνδυνοι φαίνονται περιορισμένοι. Συνεπώς, η Επιτροπή δεν θα διενεργήσει, σε αυτό το στάδιο, περαιτέρω εμπεριστατωμένη ανάλυση στο πλαίσιο της ΔΜΑ.

Διάγραμμα Α20: ΚΔΕΘ και ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών

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

Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών συνέχισε να συρρικνώνεται και οδεύει προς ισοσκελίση. Η ΚΔΕΘ, που παραμένει ιδιαίτερα αρνητική, βελτιώθηκε ελάχιστα το 2016. Οι εξωτερικές ευπάθειες είναι περιορισμένες, δεδομένου ότι οι άμεσες ξένες επενδύσεις αντιπροσωπεύουν μεγάλο μερίδιο των ξένων υποχρεώσεων, ενώ το καθαρό εξωτερικό χρέος εξακολουθούσε να μειώνεται σταδιακά. Το 2016 οι αυξήσεις των μεριδίων στις εξαγωγικές αγορές επιταχύνθηκαν, ενώ ενισχύθηκαν οι δείκτες ανταγωνιστικότητας κόστους. Τόσο το χρέος του ιδιωτικού τομέα όσο και το δημόσιο χρέος αυξήθηκαν το 2016, αν και παραμένουν σε σχετικά χαμηλά επίπεδα. Ο τραπεζικός τομέας της Πολωνίας παρουσιάζει ικανοποιητική κεφαλαιοποίηση, ρευστότητα και κερδοφορία, μολονότι το σημαντικό απόθεμα δανείων σε ξένο νόμισμα αυξάνει την ευπάθειά του. Οι επιδόσεις της αγοράς εργασίας παρέμειναν υψηλές και βελτιώθηκαν χάρη στην περαιτέρω μείωση του ποσοστού ανεργίας και στη συναφή πρόοδο σε σχέση με τους δείκτες φτώχειας.

Συνολικά, η οικονομική ανάγνωση του πίνακα υπογραμμίζει ζητήματα που σχετίζονται με τη διεθνή επενδυτική θέση, αλλά σε γενικές γραμμές οι κίνδυνοι παραμένουν περιορισμένοι. Συνεπώς, η Επιτροπή δεν θα διενεργήσει, σε αυτό το στάδιο, εμπεριστατωμένη ανάλυση στο πλαίσιο της ΔΜΑ.

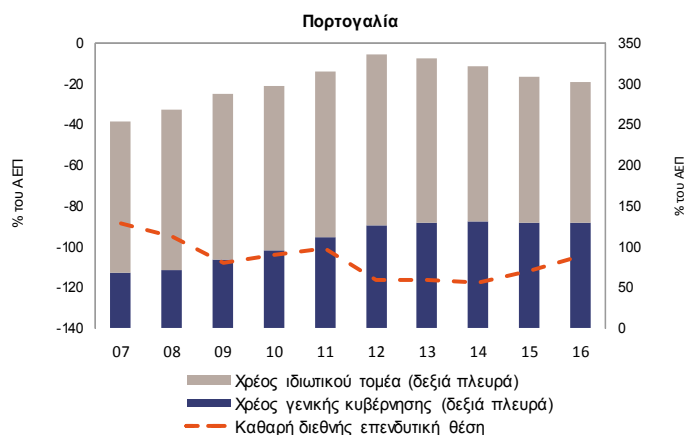


Πηγή: Υπηρεσίες της Επιτροπής

Πορτογαλία: Τον Φεβρουάριο του 2017 η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η Πορτογαλία αντιμετώπιζε υπερβολικές μακροοικονομικές ανισορροπίες, ιδίως όσον αφορά τον τεράστιο όγκο εξωτερικών υποχρεώσεων, το ιδιωτικό και δημόσιο χρέος, τα τρωτά σημεία του τραπεζικού τομέα και τη διαδικασία προσαρμογής της αγοράς εργασίας σε συνθήκες ασθενούς αύξησης της παραγωγικότητας. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, ορισμένοι δείκτες υπερβαίνουν το ενδεικτικό όριο, και συγκεκριμένα, η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση (ΚΔΕΘ), το δημόσιο χρέος, το ιδιωτικό χρέος, η ανεργία και οι πραγματικές τιμές των κατοικιών.

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών διατήρησε ένα μικρό πλεόνασμα τα τελευταία έτη, γεγονός που συνέβαλε στη σταδιακή μείωση της αρνητικής ΚΔΕΘ. Ωστόσο, ο ρυθμός της προσαρμογής παραμένει ανεπαρκής για να οδηγήσει σε πιο βιώσιμη εξωτερική θέση. Η ανταγωνιστικότητα των τιμών, ενώ σημείωσε βελτίωση τα προηγούμενα έτη, επιδεινώθηκε μετρίως το 2016, αλλά οι εξαγωγικές επιδόσεις παρέμειναν ισχυρές. Τόσο το δημόσιο όσο και το ιδιωτικό χρέος παραμένουν πολύ υψηλά και

Διάγραμμα Α21: ΚΔΕΘ, ιδιωτικό χρέος και δημόσιο χρέος



Πηγή: Eurostat

επιβάλλουν σημαντική επιβάρυνση από τόκους, ενώ το μερίδιο των επενδύσεων στην οικονομία είναι πολύ χαμηλό. Ενώ η απομόχλευση του ιδιωτικού τομέα συνεχίζεται με σχετικά ταχύ ρυθμό, ο δείκτης δημόσιου χρέους είναι μάλλον σταθερός τα τελευταία έτη, αλλά αναμένεται να μειωθεί σταδιακά στο μέλλον. Τα υψηλά, αν και μειούμενα, επίπεδα των μη εξυπηρετούμενων δανείων, η χαμηλή κερδοφορία και οι χαμηλοί δείκτες κεφαλαίου υπογραμμίζουν τα τρωτά σημεία του τραπεζικού τομέα. Η αγορά εργασίας σημειώνει σημαντική βελτίωση, αλλά εξακολουθούν να υπάρχουν προκλήσεις όσον αφορά τις δεξιότητες και τον κατακερματισμό. Επιπλέον, η υποτονική δυναμική της παραγωγικότητας περιορίζει το αναπτυξιακό δυναμικό της χώρας.

Συνολικά, η οικονομική ανάγνωση του πίνακα υπογραμμίζει ζητήματα που σχετίζονται με ανισορροπίες που αφορούν τις μεταβλητές αποθέματος και τον ρυθμό προσαρμογής τους, και ιδίως το εξωτερικό χρέος, το ιδιωτικό και το δημόσιο χρέος, τα τρωτά σημεία του τραπεζικού τομέα και την ασθενή αύξηση της παραγωγικότητας, παράλληλα με ορισμένες αγκυλώσεις της αγοράς εργασίας. Συνεπώς, η Επιτροπή κρίνει χρήσιμο να εξετάσει περαιτέρω την εμμονή μακροοικονομικών κινδύνων και να παρακολουθεί την πρόοδο όσον αφορά την εξάλειψη των υπερβολικών ανισορροπιών, λαμβανομένης επίσης υπόψη της διαπίστωσης υπερβολικών ανισορροπιών τον Φεβρουάριο.

Ρουμανία: Κατά τον προηγούμενο γύρο της ΔΜΑ, δεν διαπιστώθηκαν μακροοικονομικές ανισορροπίες όσον αφορά τη Ρουμανία. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, ορισμένοι δείκτες υπερβαίνουν το ενδεικτικό όριο, και συγκεκριμένα, η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση (ΚΔΕΘ), καθώς και οι πραγματικές τιμές των κατοικιών.

Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών επιδεινώθηκε το 2016 λόγω της υψηλής ιδιωτικής κατανάλωσης, αλλά χάρη στην έντονη αύξηση του ΑΕΠ κατέστη δυνατή η βελτίωση της αρνητικής ΚΔΕΘ, ιδίως μέσω της μείωσης του καθαρού εξωτερικού χρέους. Η ΚΔΕΘ αντικατοπτρίζει μια δυναμική κάλυψης της υστέρησης και αφορά ως επί το πλείστον υποχρεώσεις από καθαρές ξένες άμεσες επενδύσεις, γεγονός που μετριάζει τους εξωτερικούς κινδύνους. Η αύξηση των μεριδίων εξαγωγικών αγορών παραμένει ισχυρή και σημειώθηκαν σημαντικές αυξήσεις

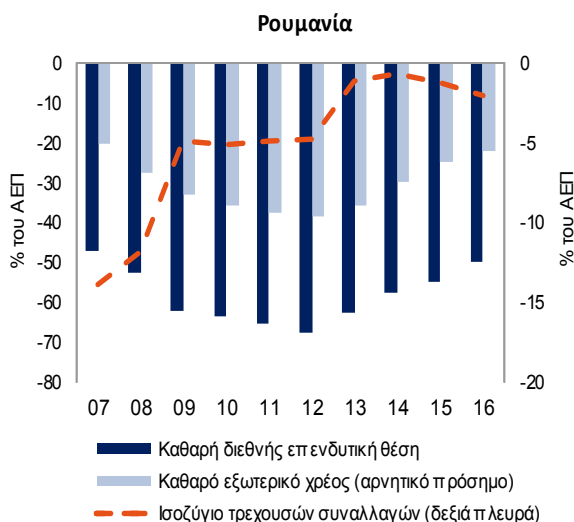
το 2016, παρά την επιδείνωση της ανταγωνιστικότητας κόστους. Η αύξηση των μισθών αναμένεται να παραμείνει σημαντική μεσοπρόθεσμα, γεγονός που μπορεί να εντείνει την πίεση στην ανταγωνιστικότητα κόστους. Το χρέος του ιδιωτικού τομέα είναι μέτριο και μειώνεται. Η διόρθωση των πραγματικών τιμών των κατοικιών αντιστράφηκε το 2015 και η αύξηση των τιμών επιταχύνθηκε περαιτέρω το 2016. Ο τραπεζικός τομέας παραμένει σε ικανοποιητικά επίπεδα κεφαλαιοποίησης και ρευστότητας. Τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια φαίνεται να ακολουθούν καθοδική τάση και δεν θεωρείται ότι αποτελούν κίνδυνο για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, παρότι εξακολουθούν να είναι σχετικά υψηλά. Το δημόσιο χρέος μειώθηκε ελαφρώς το 2016 και παραμένει σχετικά χαμηλό. Ωστόσο, το δημοσιονομικό έλλειμμα αναμένεται να παραμείνει υψηλό μεσοπρόθεσμα, με αρνητικές επιπτώσεις στη δυναμική του δημόσιου χρέους. Το ποσοστό ανεργίας μειώθηκε το 2016, γεγονός που αντικατοπτρίζει τη στενότητα στην αγορά εργασίας, ενώ το ποσοστό συμμετοχής στην αγορά εργασίας υποχώρησε ελαφρώς παρά την ισχυρή οικονομική ανάπτυξη.

Συνολικά, η οικονομική ανάγνωση του πίνακα υπογραμμίζει ζητήματα που σχετίζονται με την εξωτερική θέση και τη βιωσιμότητα της δημοσιονομικής πολιτικής, αλλά οι μακροοικονομικοί κίνδυνοι φαίνονται περιορισμένοι. Η Επιτροπή δεν θα διενεργήσει, σε αυτό το στάδιο, περαιτέρω εμπεριστατωμένη ανάλυση στο πλαίσιο της ΔΜΑ.

Σλοβενία: Τον Φεβρουάριο του 2017 η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η Σλοβενία αντιμετώπιζε μακροοικονομικές ανισορροπίες, ιδίως όσον αφορά τους δημοσιονομικούς κινδύνους και τα τρωτά σημεία που απορρέουν από τον τραπεζικό τομέα και τον εταιρικό δανεισμό. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, ορισμένοι δείκτες υπερβαίνουν το ενδεικτικό όριο, και συγκεκριμένα, η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση (ΚΔΕΘ) και το δημόσιο χρέος.

Το υψηλό πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών σημείωσε περαιτέρω αύξηση το 2016, καθώς οι επενδύσεις παρέμειναν ασθενείς. Κατά συνέπεια, η αρνητική ΚΔΕΘ βελτιώθηκε σημαντικά και βρίσκεται πλέον πολύ κοντά στο όριο. Τα μερίδια εξαγωγικών αγορών αυξήθηκαν το 2016, χάρη στην ελάχιστη αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος και στην πολύ περιορισμένη ανατίμηση της πραγματικής σταθμισμένης

Διάγραμμα Α22: ΚΔΕΘ και ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών

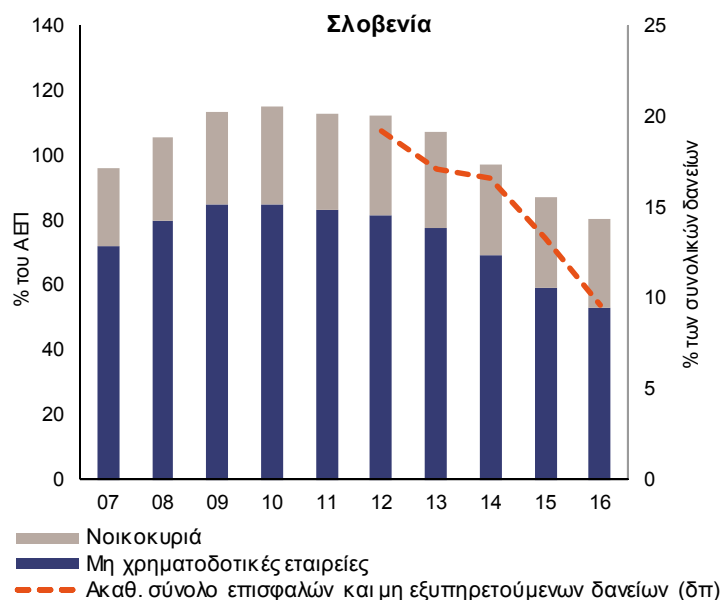


Πηγή: Υπηρεσίες της Επιτροπής

συναλλαγματικής ισοτιμίας. Το ιδιωτικό χρέος μειώθηκε περαιτέρω, ιδίως στον τομέα των επιχειρήσεων, ενώ οι πιέσεις απομόχλευσης πλησιάζουν στο τέλος τους. Ωστόσο, οι επενδύσεις παραμένουν χαμηλές. Ο τραπεζικός τομέας σταθεροποιήθηκε και η κερδοφορία των τραπεζών ανακάμπτει, ενώ το μερίδιο των μη εξυπηρετούμενων δανείων εξακολουθεί να παρουσιάζει πτωτική τάση και αναμένεται να σημειώσει περαιτέρω μειώσεις. Το δημόσιο χρέος παραμένει σε υψηλά επίπεδα, αλλά μειώθηκε το 2016. Οι προβλεπόμενες δαπάνες λόγω της γήρανσης του πληθυσμού εξακολουθούν να αποτελούν κίνδυνο για τη μεσοπρόθεσμη και μακροπρόθεσμη δημοσιονομική βιωσιμότητα. Η αγορά εργασίας σημείωσε περαιτέρω βελτίωση χάρη στη συνεχιζόμενη αύξηση του ΑΕΠ και των εξαγωγών. Ωστόσο, η παραγωγικότητα της εργασίας παραμένει χαμηλή.

Συνολικά, η οικονομική ανάγνωση του πίνακα υπογραμμίζει ζητήματα που σχετίζονται με τη μακροπρόθεσμη δημοσιονομική βιωσιμότητα και τις επιδόσεις του τραπεζικού τομέα. Συνεπώς, η Επιτροπή κρίνει χρήσιμο να εξετάσει περαιτέρω την εμμονή ανισορροπιών ή την εξάλειψή τους, λαμβανομένης επίσης υπόψη της διαπίστωσης ανισορροπιών τον Φεβρουάριο του 2017.

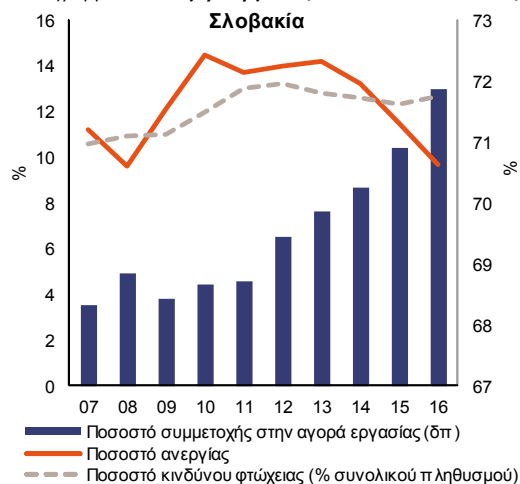
Διάγραμμα A23: Ιδιωτικό χρέος και μη εξυπηρετούμενα δάνεια



Σλοβακία: Κατά τον προηγούμενο γύρο της ΔΜΑ, δεν διαπιστώθηκαν μακροοικονομικές ανισορροπίες όσον αφορά τη Σλοβακία. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, ορισμένοι δείκτες υπερβαίνουν το ενδεικτικό όριο, και συγκεκριμένα, η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση (ΚΔΕΘ), οι πραγματικές τιμές των κατοικιών και η ανεργία.

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών έγινε ελαφρώς αρνητικό το 2016, αφού σημείωσε βελτίωση επί σειρά ετών. Η ΚΔΕΘ παραμένει έντονα αρνητική και υπερβαίνει το ενδεικτικό όριο. Ωστόσο, οι σχετικοί κίνδυνοι παραμένουν περιορισμένοι, λόγω του ότι μεγάλο μέρος των υποχρεώσεων έναντι του εξωτερικού συνδέονται με άμεσες ξένες επενδύσεις, ιδίως στην αναπτυσσόμενη αυτοκινητοβιομηχανία, ενώ τα επίπεδα καθαρού εξωτερικού χρέους παραμένουν συγκριτικά χαμηλά. Το ονομαστικό ανά μονάδα κόστος εργασίας εξακολούθησε να αυξάνεται με μέτριους ρυθμούς, πράγμα που τόνωσε την ανταγωνιστικότητα και διευκόλυνε την αισθητή

Διάγραμμα A24: Αγορά εργασίας και κοινωνικοί δείκτες



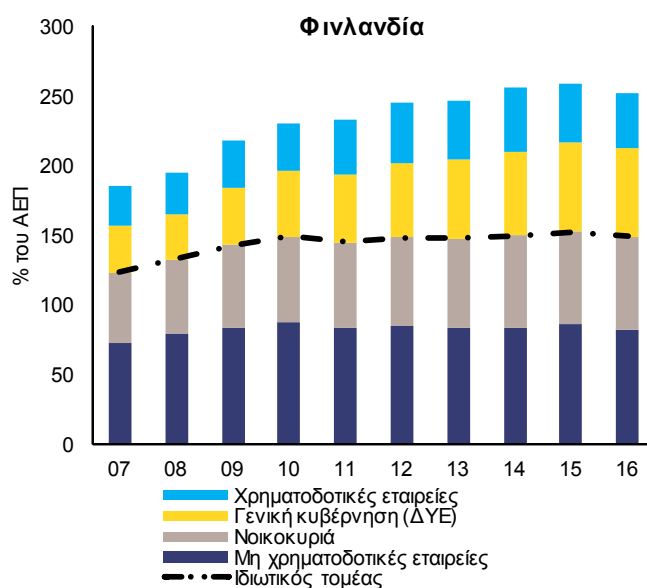
αύξηση των μεριδίων στις εξαγωγικές αγορές. Μετά από σειρά ετών συγκράτησης των τιμών, η αύξηση των τιμών των ακινήτων επιταχύνθηκε το 2016, τροφοδοτούμενη από την έντονη αύξηση του δανεισμού για αγορά κατοικίας, η οποία συνέβαλε επίσης στην ανοδική τάση του δείκτη χρέους του ιδιωτικού τομέα. Ο δείκτης του δημόσιου χρέους εξακολούθησε να μειώνεται το 2016, από ένα ήδη μέτριο επίπεδο. Ο κυρίως αλλοδαπής ιδιοκτησίας τραπεζικός τομέας παρέμεινε ανθεκτικός και σε ικανοποιητικά επίπεδα κεφαλαιοποίησης. Οι περαιτέρω μειώσεις της ανεργίας συνοδεύθηκαν από αυξήσεις του ποσοστού συμμετοχής, καθώς αυξήθηκαν οι προοπτικές απασχόλησης πρώην ανενεργών ατόμων. Ωστόσο, ο αριθμός ανέργων στους νέους και στις μειονεκτούσες ομάδες εξακολουθεί να αποτελεί πρόκληση, αν και βελτιώνεται η κατάσταση.

Συνολικά, η οικονομική ανάγνωση του πίνακα αναδεικνύει ζητήματα που σχετίζονται με τις στεγαστικές αγορές, με περιορισμένους όμως κινδύνους, ενώ η διαρθρωτική ανεργία εξακολουθεί να αποτελεί πρόκληση. Συνεπώς, η Επιτροπή δεν θα διενεργήσει, σε αυτό το στάδιο, περαιτέρω εμπειριστατωμένη ανάλυση στο πλαίσιο της ΔΜΑ.

Φινλανδία: Τον Φεβρουάριο του 2017 η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η Φινλανδία δεν αντιμετωπίζει πλέον μακροοικονομικές ανισορροπίες. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, ορισμένοι δείκτες υπερβαίνουν το ενδεικτικό όριο, και συγκεκριμένα, τα μερίδια στις εξαγωγικές αγορές, το χρέος του ιδιωτικού τομέα και το δημόσιο χρέος, καθώς και η αύξηση της μακροχρόνιας ανεργίας.

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών επιδεινώθηκε κάπως το 2016, λόγω της αύξησης της εγχώριας ζήτησης, αλλά αναμένεται να βελτιωθεί κατά τα προσεχή έτη. Η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση βελτιώθηκε το 2016, έπειτα από αρκετά έτη ελαφράς επιδείνωσης λόγω των αποτελεσμάτων αποτίμησης. Οι συσσωρευμένες απώλειες μεριδίων στις εξαγωγικές αγορές επιβραδύνθηκαν το 2016, χάρη στην πρόσφατη σταδιακή βελτίωση των δεικτών ανταγωνιστικότητας κόστους: το ονομαστικό ανά μονάδα κόστος εργασίας μειώθηκε ελαφρώς και η αύξηση της παραγωγικότητας βελτιώθηκε. Ωστόσο, η μη

Διάγραμμα A25: Χρέος ανά τομέα της οικονομίας



Πηγή: Eurostat

σχετιζόμενη με το κόστος ανταγωνιστικότητα παραμένει σοβαρό ζήτημα. Ο δείκτης δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ μειώθηκε ελαφρώς το 2016, αλλά παραμένει σε υψηλά επίπεδα. Η αύξηση του δανεισμού στον ιδιωτικό τομέα επιβραδύνθηκε πρόσφατα, αν και οι ευνοϊκοί όροι δανεισμού, τα χαμηλά επιτόκια και οι βελτιωμένες οικονομικές προοπτικές μπορεί να επιταχύνουν την αύξηση του δανεισμού του ιδιωτικού τομέα στο μέλλον, πράγμα που ενδέχεται να περιορίσει την απομόχλευση. Ο χρηματοπιστωτικός τομέας παραμένει σε ικανοποιητικά επίπεδα κεφαλαιοποίησης, γεγονός που περιορίζει τους κινδύνους για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, ενώ ο δείκτης της αγοράς ενυπόθηκων δανείων και της

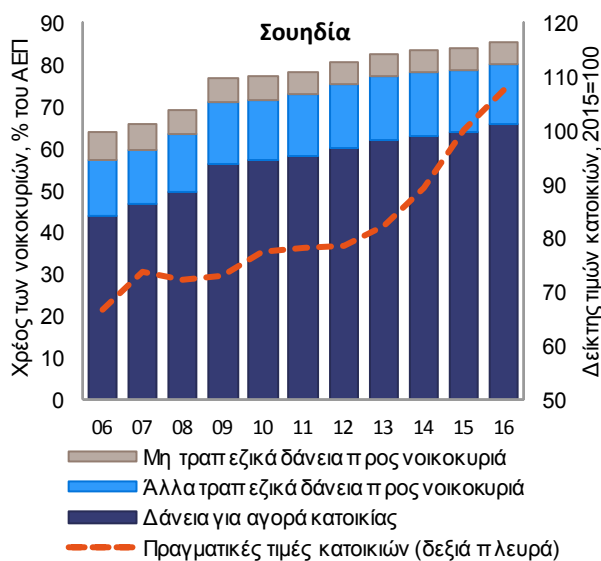
στεγαστικής αγοράς δείχνουν περιορισμένους κινδύνους για το χρέος του τομέα των νοικοκυριών. Η δημοσιονομική πολιτική της κυβέρνησης και η βελτίωση των οικονομικών προοπτικών αναμένεται να συμβάλουν στη μείωση του δείκτη του δημόσιου χρέους, που σταθεροποιήθηκε το 2016. Η απασχόληση βελτιώθηκε σταδιακά και το ποσοστό ανεργίας μειώθηκε το 2016 σε συνέχεια της αύξησης της οικονομικής δραστηριότητας. Η ανεργία των νέων άρχισε πρόσφατα να μειώνεται και η μακροχρόνια ανεργία σταθεροποιήθηκε το 2016.

Συνολικά, η οικονομική ανάγνωση του πίνακα υπογραμμίζει προκλήσεις που σχετίζονται με την ανταγωνιστικότητα και το χρέος του ιδιωτικού τομέα, αν και παρατηρούνται τάσεις βελτίωσης και περιορισμένοι κίνδυνοι. Συνολικά, η Επιτροπή δεν θα διενεργήσει, σε αυτό το στάδιο, περαιτέρω εμπεριστατωμένη ανάλυση στο πλαίσιο της ΔΜΑ.

Σουηδία: Τον Φεβρουάριο του 2017 η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η Σουηδία αντιμετωπίζει μακροοικονομικές ανισορροπίες, ιδίως σε σχέση με τη διαρκή αύξηση των τιμών των κατοικιών από ήδη υπερτιμημένα επίπεδα, σε συνδυασμό με τη συνεχιζόμενη αύξηση του χρέους των νοικοκυριών. Στον επικαιροποιημένο πίνακα αποτελεσμάτων, ορισμένοι δείκτες υπερβαίνουν το ενδεικτικό όριο, και συγκεκριμένα, τα μερίδια στις εξαγωγικές αγορές, το χρέος του ιδιωτικού τομέα και η αύξηση των τιμών των κατοικιών.

Το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών παραμένει σε υψηλά επίπεδα αλλά ελαφρώς κάτω από το όριο, γεγονός που αντικατοπτρίζει κυρίως υψηλές ιδιωτικές αποταμιεύσεις. Η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση εξακολούθησε να βελτιώνεται και είναι πλέον ιδιαίτερα θετική. Οι συσσωρευμένες απώλειες μεριδίων στις εξαγωγικές αγορές εξακολουθούν να υπερβαίνουν το όριο, αλλά η μεσοπρόθεσμη τάση δείχνει μια σταδιακή βελτίωση εν μέσω επιβράδυνσης του παγκόσμιου εμπορίου. Οι απώλειες αυτές οφείλονταν στην ασθενή εξωτερική ζήτηση παρά σε ζητήματα ανταγωνιστικότητας, καθώς η αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος παρέμεινε περιορισμένη. Το χρέος του ιδιωτικού τομέα είναι γενικά σταθερό σε υψηλά επίπεδα και οι κίνδυνοι αφορούν κυρίως το χρέος των νοικοκυριών. Το χρέος των νοικοκυριών αυξάνεται συνεχώς, γεγονός που συνεπάγεται κινδύνους για τη μακροοικονομική σταθερότητα λαμβανομένων υπόψη των αυξανόμενων τιμών των κατοικιών. Οι τιμές των κατοικιών και το χρέος των νοικοκυριών αυξήθηκαν αισθητά, λόγω της ευνοϊκής φορολογικής μεταχείρισης της χρηματοδοτούμενης με δανεισμό ιδιόκτητης στέγης, των χαμηλών επιτοκίων ενυπόθηκων δανείων και των ειδικών πτυχών της σουηδικής αγοράς ενυπόθηκων δανείων. Από την πλευρά της προσφοράς, οι περιορισμοί όσον αφορά τις νέες κατασκευές εξακολουθούν να αποτελούν πρόβλημα, αν και οι επενδύσεις στον κλάδο των κατοικιών εξακολουθούν να αυξάνονται με ταχείς ρυθμούς. Παρά την έκθεση στο χρέος των νοικοκυριών, επί του παρόντος οι κίνδυνοι για τις τράπεζες φαίνονται περιορισμένοι, καθώς η ποιότητα των στοιχείων ενεργητικού και η κερδοφορία παραμένουν σε υψηλά επίπεδα. Η ανεργία

Διάγραμμα Α26: Χρέος των νοικοκυριών και δείκτης τιμών κατοικιών



Πηγή: Eurostat και ΕΚΤ

παρουσιάζει πτωτική τάση με βραδείς ρυθμούς, υποβοηθούμενη από τη βελτίωση των συνθηκών ανάπτυξης.

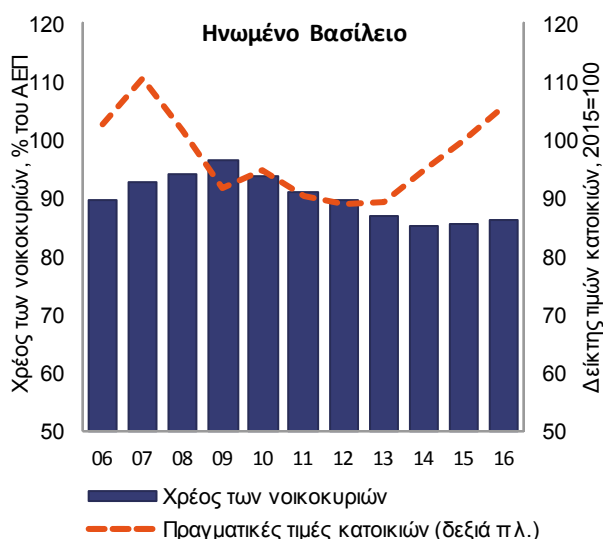
Συνολικά, η οικονομική ανάγνωση του πίνακα υπογραμμίζει συνεχιζόμενες ανησυχίες που σχετίζονται με το υψηλό ιδιωτικό χρέος και τις εξελίξεις στον στεγαστικό τομέα. Συνεπώς, η Επιτροπή κρίνει χρήσιμο να εξετάσει περαιτέρω την εμμονή ανισορροπιών ή την εξάλειψή τους, λαμβανομένης επίσης υπόψη της διαπίστωσης ανισορροπιών τον Φεβρουάριο.

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

Η υποτίμηση της στερλίνας το 2016 βελτίωσε σημαντικά την καθαρή διεθνή επενδυτική θέση του Ηνωμένου Βασιλείου, η οποία είναι σχεδόν ισοσκελισμένη. Ωστόσο, ενώ η ανταγωνιστικότητα των τιμών, όπως μετράται με την πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία, έχει αυξηθεί σημαντικά χάρη στην υποτίμηση της στερλίνας, η μέχρι σήμερα επίδραση της ασθενέστερης στερλίνας στις καθαρές εμπορικές συναλλαγές είναι απογοητευτική. Το σημαντικό έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών διατηρήθηκε το 2016, γεγονός που εκθέτει το Ηνωμένο Βασίλειο σε εκτεταμένες ανάγκες εξωτερικής χρηματοδότησης. Έπειτα από σειρά ετών σταδιακής απομόχλευσης, ο δείκτης χρέους του ιδιωτικού τομέα προς το ΑΕΠ αυξήθηκε και παραμένει υψηλός. Ειδικότερα, το χρέος των νοικοκυριών εξακολουθεί να δικαιολογεί στενή παρακολούθηση. Οι πραγματικές τιμές των κατοικιών εξακολούθησαν να αυξάνονται από ήδη υψηλά επίπεδα, αν και η αύξηση των τιμών των κατοικιών αναμένεται να μετριαστεί στο μέλλον. Το δημόσιο χρέος ήταν σχεδόν σταθερό το 2016, αλλά ο υψηλός δείκτης δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ εξακολουθεί να αποτελεί πηγή ανησυχίας. Η έντονη αύξηση της απασχόλησης εξακολούθησε να συνοδεύεται από μείωση της ανεργίας, μολονότι η παραγωγικότητα της εργασίας παραμένει ασθενής.

Συνολικά, η οικονομική ανάγνωση του πίνακα υπογραμμίζει ζητήματα που σχετίζονται με το δημόσιο χρέος, τη στεγαστική αγορά και τον εξωτερικό τομέα της οικονομίας. Τα ζητήματα αυτά φαίνεται να ενέχουν περιορισμένους κινδύνους για τη σταθερότητα βραχυπρόθεσμα. Συνολικά, η Επιτροπή δεν θα διενεργήσει, σε αυτό το στάδιο, περαιτέρω εμπεριστατωμένη ανάλυση στο πλαίσιο της ΔΜΑ.

Διάγραμμα Α27: Χρέος των νοικοκυριών και δείκτης τιμών κατοικιών



Πηγή: Eurostat

Πίνακας 1.1: Πίνακας αποτελεσμάτων ΔΜΑ 2016

Έτος 2016	Εξωτερικές ανισορροπίες και ανταγωνιστικότητα					Εσωτερικές ανισορροπίες					Δείκτες απασχόλησης			
	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 % σε 3 έτη)	Μερίδιο εξαγωγικών αγορών - % των παγκόσμιων εξαγωγών (μεταβολή % σε 5 έτη)	Δείκτης ονομαστικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (2010=100) (μεταβολή % σε 3 έτη)	Δείκτης τιμών κατοικιών (2015=100), αποπληθωρισμένος (μεταβολή % σε 1 έτος)	Ροές πιστώσεων του ιδιωτικού τομέα, ενοποιημένα δεδομένα (% του ΑΕΠ)	Χρέος του ιδιωτικού τομέα, ενοποιημένα δεδομένα (σε % του ΑΕΠ)	Ακαθάριστο χρέος γενικής κυβέρνησης (% του ΑΕΠ)	Ποσοστό ανεργίας (μέσος όρος 3 ετών)	Συνολικό παθητικό χρηματοπιστωτικού τομέα, μη ενοποιημένα δεδομένα (μεταβολή % σε 1 έτος)	Ποσοστό δραστηριότητας - % του συνολικού πληθυσμού ηλικίας 15-64 ετών (μεταβολή σε ε.μ. σε 3 έτη)	Ποσοστό μακροχρόνιας ανεργίας - % του ενεργού πληθυσμού ηλικίας 15-74 ετών (μεταβολή σε ε.μ. σε 3 έτη)	Ποσοστό ανεργίας των νέων - % του ενεργού πληθυσμού ηλικίας 15-24 ετών (μεταβολή σε ε.μ. σε 3 έτη)
Όρια	-4/6%	-35%	±5% (ΖΕ) ±11% (εκτός ΖΕ)	-6%	9% (ΖΕ) 12% (εκτός ΖΕ)	6%	14%	133%	60%	10%	16,5%	-0,2 ε.μ.	0,5 ε.μ.	2 ε.μ.
BE	-0,3	51,2	-0,4	-2,3	-0,6	1,0p	13,3	190,1	105,7	8,3	1,2	0,1	0,1	-3,6
BG	1,8	-47,0	-4,7	8,2	9,5p	7,1p	4,0	104,9	29,0	9,4	11,1	0,3	-2,9	-11,2
CZ	0,5	-24,6	-3,7	2,9	2,9	6,7p	4,4	68,7	36,8	5,1	14,5	2,1	-1,3	-8,4
DK	8,4	54,8	-1,5	-4,2	3,4	4,2	-10,4	210,7	37,7	6,3	3,3	1,9b	-0,4b	-1,0
DE	8,1	54,4	-2,6	2,8	5,2	5,4	3,8	99,3	68,1	4,6	5,2	0,3	-0,6	-0,7
EE	1,4	-37,1	4,5	-0,7	13,4	3,8	5,9	115,4	9,4	6,8	7,2	2,4	-1,7	-5,3
IE	5,5	-176,2	-6,6	59,8	-20,5	6,6p	-19,0	278,1	72,8	9,5	2,5	0,7	-3,6	-9,6
EL	-1,0	-139,4	-3,9	-19,0	-3,3p	-2,0e	-1,7p	124,7p	180,8	25,0	-16,6	0,7	-1,5	-11,0
ES	1,4	-83,9	-4,3	2,2	0,4p	4,7	-1,0p	146,7p	99,0	22,1	0,9	-0,1	-3,5	-11,1
FR	-0,7	-15,7	-3,1	-2,4	1,4p	1,0	6,2p	146,9p	96,5	10,3	4,3	0,7	0,2	-0,3
HR	2,9	-70,1	0,1	8,1	-5,9d	2,1	-0,1e	106,1e	82,9	15,6	2,5	1,9	-4,4	-18,1
IT	2,1	-9,8	-3,4	-2,8	1,9	-0,8p	0,6	113,6	132,0	12,1	3,2	1,5	-0,2	-2,2
CY	-3,6	-127,8	-6,5	-3,0	-6,2p	1,6	10,2p	344,6p	107,1	14,7	0,7	-0,2	-0,3	-9,8
LV	-0,3	-58,9	4,9	9,3	16,5	7,4	0,3	88,3	40,6	10,1	5,8	2,3	-1,7	-5,9
LT	-0,3	-43,2	5,4	5,4	14,7	4,5	4,3	56,2	40,1	9,2	16,3	3,1	-2,1	-7,4
LU	5,0	34,7	-1,5	26,2	2,5	5,9	1,5	343,6	20,8	6,3	7,5	0,1	0,4	2,2
HU	3,6	-65,0	-5,0	-0,4	3,3	13,6	-3,6	77,0	73,9	6,5	19,5	5,4	-2,5	-13,7
MT	6,7	47,6	-2,5	8,7	-0,1	4,8p	11,1	128,4	57,6	5,3	1,7	4,1	-1,0	-2,0
NL	8,8	69,1	-2,3	0,1	-1,1p	4,4	1,5p	221,5p	61,8	6,8	5,3p	0,3	0,0	-2,4
AT	2,2	5,6	1,0	-4,0	5,8	7,2	3,2	124,0	83,6	5,8	-2,4	0,7	0,6	1,5
PL	-1,0	-60,7	-5,0	18,1	2,1p	2,5	4,7	81,6	54,1	7,6	8,9	1,8	-2,2	-9,6
PT	0,3	-104,7	-1,9	5,8	0,9p	6,1	-2,2p	171,4p	130,1	12,6	-0,2	0,7	-3,1	-9,9
RO	-1,3	-49,9	-2,5	23,6	6,0p	6,5	0,6p	55,8p	37,6	6,5	7,6	0,7	-0,2	-3,1
SI	5,1	-36,9	-0,5	4,0	0,7	3,6	-0,8	80,5	78,5	8,9	3,2	1,1	-0,9	-6,4
SK	-0,7	-62,4	-1,6	7,3	3,5	7,0	9,2	94,7	51,8	11,5	8,5	2,0	-4,2	-11,5
FI	-1,2	-2,3	0,5	-14,1	2,1	-0,3	2,2	149,3	63,1	9,0	4,5	0,7	0,6	0,2
SE	4,6	11,2	-9,2	-7,9	2,0	7,6	7,6	188,5	42,2	7,4	9,0	1,0	-0,1	-4,7
UK	-5,5	-1,1	0,2	-0,1	3,1	5,5	8,2	168,1	88,3	5,4	11,6	0,9	-1,4	-7,7

Σημειώσεις: b: ρήξη σειράς, εκτιμήσεις, p: προσωρινά στοιχεία.

1) Για τους δείκτες απασχόλησης, βλέπε τη σελίδα 2 της ΕΜΕ 2016(2). Δείκτης τιμών κατοικιών e = πηγή ΕθνΚΤ της ΕΛ. 3) Για το ονομαστικό ΚΕΑΜΤ της HR, d: τα στοιχεία για την απασχόληση βασίζονται στην εθνική έννοια και όχι στην εγχώρια έννοια. 4) Ιδιωτικό χρέος, ροές πιστώσεων προς τον ιδιωτικό τομέα: η πτώση για την ΙΕ σε σχέση με το 2015 αντικατοπτρίζει κυρίως την αναδιάρθρωση και και τη μετεγκατάσταση των δραστηριοτήτων μεγάλων πολυεθνικών επιχειρήσεων.

Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Eurostat και Γενική Διεύθυνση Οικονομικών και Χρηματοδοτικών Υποθέσεων (για τη σταθμισμένη πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία), και στοιχεία του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, Έκθεση για την Παγκόσμια Οικονομία (WEO) (για τη σειρά παγκόσμιων εξαγωγών)

Πίνακας 2.1: Βοηθητικοί δείκτες, 2016

Έτος 2016	Πραγματικό ΑΕΠ (μεταβολή % σε 1 έτος)	Ακαθάριστες επενδύσεις παγίου κεφαλαίου (% του ΑΕΠ)	Ακαθάριστη εγχώρια δαπάνη για Ε&Α (% του ΑΕΠ)	Λογαριασμός τρεχουσών συναλλαγών συν λογαριασμός κεφαλαίου (καθαρή δανειοδότηση- δανειοληψία) (% του ΑΕΠ)	Καθαρό εξωτερικό χρέος (% του ΑΕΠ)	Άμεσες ξένες επενδύσεις στην οικονομία αναφοράς - ροές (% του ΑΕΠ)	Άμεσες ξένες επενδύσεις στην οικονομία αναφοράς - αποθέματα (% του ΑΕΠ)	Καθαρό εμπορικό ισοζύγιο προϊόντων ενέργειας (% του ΑΕΠ)	Πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία - εμπορικοί εταίροι ζώνης ευρώ (μεταβολή % σε 3 έτη)	Εξαγωγικές επιδόσεις έναντι προηγμένων οικονομιών (μεταβολή % σε 5 έτη)	Όροι εμπορικών συναλλαγών (μεταβολή % σε 5 έτη)	Μερίδιο εξαγωγικών αγορών σε όγκο (μεταβολή % σε 1 έτος)	Παραγωγικότητα της εργασίας (μεταβολή % σε 1 έτος)	Δείκτης ονομαστικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (2010=100) (μεταβολή % σε 10 έτη)	Επιδόσεις κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος σε σχέση με τη ΖΕ (μεταβολή % σε 10 έτη)	Δείκτης τιμών κατοικιών (2015=100) - ονομαστικός (μεταβολή % σε 3 έτη)	Κατασκευή κατοικιών (% του ΑΕΠ)	Χρέος ιδιωτικού τομέα, μη ενοποιημένα στοιχεία (% του ΑΕΠ)	Μόχλευση Χρηματοπιστωτικού τομέα, μη ενοποιημένα στοιχεία (% χρέος προς ίδια κεφάλαια)
BE	1,5	23,4	2,5p	0,2	-26,6	8,0	214,5	-2,2	2,1	-5,0	2,0	5,2	0,2	17,6	1,5	3,8p	5,9	225,5	192,6
BG	3,9	18,6	0,8p	7,5	-9,5	2,2	88,3	-2,4	-4,6	5,1	3,0	5,8	3,4p	77,5p	52,1	11,6p	2,7	117,0	475,6
CZ	2,6	25,0	1,7p	2,2	-13,5	3,3	75,0	-2,1	-3,6	0,0	3,6	2,2	1,3	17,0	-0,9	14,2p	3,7	77,5	530,0
DK	1,7	20,1	2,9e	7,3	-7,3	2,1	52,5	0,0	-0,2	-6,9	2,6	0,2	0,0	20,9	4,4	16,2	4,4	221,3	158,9
DE	1,9	20,0	2,9e	8,4	-14,6	1,5	41,7	-1,5	0,4	-0,1	6,6	0,3	0,6	19,0	3,2	14,5	5,9	105,9	367,2
EE	2,1	22,3	μ.δ.	3,0	-11,7	3,2	99,8	-1,0	0,4	-3,5	3,0	1,8	1,8	64,4	38,6	27,3	4,8	126,6	359,1
IE	5,1	31,8	1,2e	2,3	-368,6	25,8	503,3	-1,1	-0,9	55,3	0,4	2,3	2,3	-23,6	-28,8	39,6p	2,1	300,2	72,3
EL	-0,2p	11,7p	1,0p	-0,5	137,5	1,6	16,0	-1,7p	-3,2	-21,2	6,1p	-4,1p	-0,7p	1,9p	-11,5	-14,2e	0,6p	124,7p	1354,2
ES	3,3p	20,0p	μ.δ.	2,2	88,8	2,6	59,7	-1,5p	-2,2	-0,7	0,0p	2,5p	0,7p	5,9p	-8,4	8,7	4,6p	165,8p	452,0
FR	1,2p	22,0p	μ.δ.	-0,9	37,5	1,7	44,8	-1,4p	0,1	-5,1	6,0p	-0,5p	0,5p	15,9p	-0,1	-2,0	6,0p	188,7p	347,5
HR	3,0e	19,9e	0,9p	3,5	40,9	3,7	57,7	-2,7e	-1,0	5,1	1,7e	3,3e	2,7d	4,3d	-5,1	-3,6	μ.δ.	130,6e	375,9
IT	0,9	17,1	μ.δ.	2,6	55,1	1,0	25,9	-1,6	-0,7	-5,5	7,5	0,1	-0,3	16,4	0,6	-7,6p	4,4	116,5	751,4
CY	3,0p	17,5p	μ.δ.	-4,7	152,0	13,0	1061,6	-3,4p	-3,3	-5,7	0,0p	1,6p	-0,1p	3,0p	-7,9	-2,9p	4,6p	345,6p	76,3
LV	2,1	18,2	0,4p	2,4	28,8	0,9	58,1	-2,3	-0,1	6,2	-0,1	1,8	2,4	56,6	27,2	11,1	2,0	96,9	643,0
LT	2,3	18,9	0,7p	0,4	24,7	2,3	41,3	-2,6	-0,7	2,4	5,6	1,2	0,4	28,0	5,3	16,3	3,0	63,3	547,5
LU	3,1	17,2	μ.δ.	4,4	-1875,5	23,2	8938,5	-2,5	-0,2	22,7	-1,0	0,4	0,0	28,4	7,8	16,6	3,2	410,1	54,0
HU	2,2	19,2	1,2	6,2	9,5	55,6	260,8	-3,2	-5,1	-3,2	2,6	1,1	-0,4	23,2	9,1	33,6	2,4	92,5	75,8
MT	5,5	23,8	0,6p	7,4	-222,0	22,3	1736,5	-9,0	2,1	5,6	1,4	1,2	1,8	22,1	6,9	14,6p	3,9	194,8	35,4
NL	2,2p	19,9p	μ.δ.	8,8	43,7	19,6	598,9	-0,7p	-0,4	-2,7	1,8p	2,0p	1,1p	14,7p	1,7	9,9	4,0p	231,3p	119,8p
AT	1,5	23,1	3,1p	2,0	19,5	-7,8	66,6	-1,9	2,4	-6,7	2,1	-0,4	0,2	24,1	4,8	17,8	4,2	142,2	191,0
PL	2,9	18,1	μ.δ.	0,8	32,1	3,6	50,2	-1,4	-5,5	14,8	4,9	6,5	2,3p	21,1p	2,3	4,4	3,0	86,4	321,0
PT	1,5p	15,3p	1,3p	1,7	94,5	4,5	76,1	-1,6p	0,5	2,8	7,8p	1,8p	-0,1p	2,6p	-11,2	15,1	2,5p	185,0p	394,9
RO	4,6p	22,7p	μ.δ.	0,4	22,5	3,3	44,8	-0,9p	-2,6	20,1	4,8p	6,0p	5,5p	44,0p	20,3	6,7	2,5p	57,2p	406,7
SI	3,1	17,6	μ.δ.	4,5	29,0	3,2	37,1	-2,1	-1,6	1,1	3,0	4,1	1,2	20,6	1,7	-2,8	2,1	88,1	399,3
SK	3,3	21,2	0,8	0,5	28,4	4,0	65,6	-2,6	-2,0	4,3	-2,2	3,9	0,9	16,1	-1,7	14,0	2,4	92,6	571,6e
FI	1,9	21,5	2,8	-1,3	51,8	-1,8	49,9	-1,4	0,5	-16,5	5,4	-1,0	1,4	26,4	8,1	0,3	6,1	176,4	293,1
SE	3,3	24,0	3,3p	4,4	45,6	2,9	80,3	-0,8	-7,7	-10,5	1,8	1,0	1,6	25,0	8,4	34,4	5,1	231,6	185,3
UK	1,8	16,4	μ.δ.	-6,0	μ.δ.	11,2	74,5	-0,5	5,1	-2,9	7,3	-1,2	0,4	20,4	2,9	22,4	3,6	168,2	686,6

Σηματοδότες: e=εκτιμήσεις, p=προσωρινά στοιχεία.

1) Δείκτης τιμών κατοικιών e = πηγή Εθνικτ της EL. 2) Η επίσημη προθεσμία διαβίβασης των στοιχείων του 2016 σχετικά με τις ακαθάριστες εγχώριες δαπάνες για Ε&Α είναι η 3η Οκτωβρίου 2017 ενώ τα στοιχεία συγκεντρώθηκαν στις 24 Οκτωβρίου 2017. 3) Ονομαστικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος και παραγωγικότητα της εργασίας για την HR d: τα στοιχεία για την απασχόληση βασίζονται στην εθνική έννοια και όχι στην εγχώρια έννοια. 4) Χρέος του ιδιωτικού τομέα, ροές τιμωσεων προς τον ιδιωτικό τομέα: η τιμωση για την IE σε σχέση με το 2015 αντικατοπτρίζει κυρίως την αναδιάρθρωση και την επανεγκατάσταση δραστηριοτήτων μεγάλων πολυεθνικών επιχειρήσεων.

Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Eurostat, Γενική Διεύθυνση Οικονομικών και Χρηματοδοτικών Υποθέσεων (για τη σταθμισμένη τιμωση πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία), και στοιχεία του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, Έκθεση για την Παγκόσμια Οικονομία (WEO) (για τη σειρά παγκόσμιων εξαγωγών)

Πίνακας 2.1 (συνέχεια): Βοηθητικοί δείκτες, 2016

Έτος 2016	Ποσοστό απασχόλησης (μεταβολή % σε 1 έτος)	Ποσοστό δραστηριότητας σε % του συνολικού πληθυσμού ηλικίας 15-64 ετών (σε %)	Ποσοστό μακροχρόνιας ανεργίας σε % του ενεργού πληθυσμού ηλικίας 15-74 ετών (σε %)	Ποσοστό ανεργίας των νέων - σε % του ενεργού πληθυσμού ηλικίας 15-24 ετών (σε %)	Νέοι εκτός εκπαίδευσης, απασχόλησης ή κατάρτισης σε % του συνολικού πληθυσμού ηλικίας 15-24 ετών		Άτομα που αντιμετωπίζουν κίνδυνο φτώχειας ή κοινωνικού αποκλεισμού - σε % του συνολικού πληθυσμού		Άτομα που αντιμετωπίζουν κίνδυνο φτώχειας κατόπιν κοινωνικών μεταβιβάσεων - σε % του συνολικού πληθυσμού		Άτομα που βιώνουν σοβαρή υλική στέρηση - σε % του συνολικού πληθυσμού		Άτομα που ζουν σε νοικοκυριά με πολύ χαμηλή ένταση εργασίας - σε % του συνολικού πληθυσμού ηλικίας 0-59 ετών	
					σε %	μεταβολή σε ε.μ. σε 3 έτη	σε %	μεταβολή σε ε.μ. σε 3 έτη	σε %	μεταβολή σε ε.μ. σε 3 έτη	σε %	μεταβολή σε ε.μ. σε 3 έτη	σε %	μεταβολή σε ε.μ. σε 3 έτη
BE	1,3	67,6	4,0	20,1	9,9	-2,8	20,7	-0,1	15,5	0,4	5,5	0,4	14,6	0,6
BG	0,5p	68,7	4,5	17,2	18,2	-3,4	40,4b	-7,6b	22,9b	1,9b	31,9b	-11,1b	11,9b	-1,1b
CZ	1,3	75,0	1,7	10,5	7,0	-2,1	13,3	-1,3	9,7	1,1	4,8	-1,8	6,7	-0,2
DK	1,7	80,0b	1,4b	12,0	5,8b	-0,2b	16,7	-1,6	11,9	0,0	2,6	-1,0	10,6	-1,3
DE	1,3	77,9	1,7	7,1	6,7	0,4	19,7	-0,6	16,5	0,4	3,7	-1,7	9,6	-0,3
EE	0,3	77,5	2,1	13,4	9,1	-2,2	24,4	0,9	21,7	3,1	4,7	-2,9	5,8	-2,6
IE	2,8	70,5	4,2	17,2	13,0	-3,1	μ.δ.	μ.δ.	μ.δ.	μ.δ.	7,5e	-2,4e	μ.δ.	μ.δ.
EL	0,5p	68,2	17,0	47,3	15,8	-4,6	35,6	-0,1	21,2	-1,9	22,4	2,1	17,2	-1,0
ES	2,5p	74,2	9,5	44,4	14,6	-4,0	27,9	0,6	22,3	1,9	5,8	-0,4	14,9	-0,8
FR	0,6p	71,4	4,6	24,6	11,9	0,7	18,2	0,1	13,6	-0,1	4,4	-0,5	8,4	0,3
HR	0,3d	65,6	6,6	31,8	16,9	-2,7	27,9	-2,0	19,5	0,0	12,5	-2,2	13,0	-1,8
IT	1,3	64,9	6,7	37,8	19,9	-2,3	μ.δ.	μ.δ.	μ.δ.	μ.δ.	11,9p	-0,4p	μ.δ.	μ.δ.
CY	3,1p	73,4	5,8	29,1	16,0	-2,7	27,7	-0,1	16,1	0,8	13,6	-2,5	10,6	2,7
LV	-0,3	76,3	4,0	17,3	11,2	-1,8	28,5	-6,6	21,8	2,4	12,8	-11,2	7,2	-2,8
LT	2,0	75,5	3,0	14,5	9,4	-1,7	30,1	-0,7	21,9	1,3	13,5	-2,5	10,2	-0,8
LU	3,0	70,0	2,2	19,1	5,4	0,4	19,7bp	0,7bp	16,5bp	0,6bp	1,6bp	-0,2bp	6,6bp	0,0bp
HU	2,6	70,1	2,4	12,9	11,0	-4,5	26,3	-8,5	14,5	-0,5	16,2	-11,6	8,2	-5,4
MT	3,7	69,1	1,9	11,0	8,5	-1,4	20,1	-3,9	16,5	0,8	4,4	-5,1	7,3	-1,7
NL	1,1p	79,7	2,5	10,8	4,6	-1,0	16,7b	0,8b	12,7b	2,3b	2,6b	0,1b	9,7b	0,4b
AT	1,2	76,2	1,9	11,2	7,7	0,4	18,0	-0,8	14,1	-0,3	3,0	-1,2	8,1	0,3
PL	0,6p	68,8	2,2	17,7	10,5	-1,7	21,9	-3,9	17,3	0,0	6,7	-5,2	6,4	-0,8
PT	1,6p	73,7	6,2	28,2	10,6	-3,5	25,1	-2,4	19,0	0,3	8,4	-2,5	9,1	-3,1
RO	-0,9p	65,6	3,0	20,6	17,4	0,4	38,8p	-3,1p	25,3p	2,3p	23,8	-6,0	8,2	0,6
SI	1,9	71,6	4,3	15,2	8,0	-1,2	18,4	-2,0	13,9	-0,6	5,4	-1,3	7,4	-0,6
SK	2,4	71,9	5,8	22,2	12,3	-1,4	18,1	-1,7	12,7	-0,1	8,2	-2,0	6,5	-1,1
FI	0,5	75,9	2,3	20,1	9,9	0,6	16,6	0,6	11,6	-0,2	2,2	-0,3	11,4	2,4
SE	1,7	82,1	1,3	18,9	6,5	-1,0	18,3	1,9	16,2	1,4	0,8	-0,6	8,5	1,4
UK	1,4	77,3	1,3	13,0	10,9	-2,3	22,2	-2,6	15,9	0,0	5,2	-3,1	11,3	-1,9

Σηματοδότες: b:ρήξη σειράς, εκτιμήσεις, p:προσωρινά στοιχεία.

1) Νέοι εκτός εκπαίδευσης, απασχόλησης ή κατάρτισης: για την ES αλλαγή στην ταξινόμηση των δραστηριοτήτων μη τυπικής εκπαίδευσης: για τη FR, τα στοιχεία επηρεάζονται από τις τροποποιήσεις του ερωτηματολογίου του 2013 και την ένταξη των Υπερπόντιων Διαμερισμάτων και Περιφερειών. 2) Η επίσημη προθεσμία διαβίβασης των στοιχείων του 2016 για τα άτομα που διατρέχουν κίνδυνο φτώχειας και κοινωνικού αποκλεισμού είναι η 30ή Νοεμβρίου 2017 ενώ τα στοιχεία συγκεντρώθηκαν στις 24 Οκτωβρίου 2017. 3) Ποσοστό απασχόλησης για την HR d: τα στοιχεία για την απασχόληση βασίζονται στην εθνική έννοια και όχι στην εγχώρια έννοια.

Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Eurostat