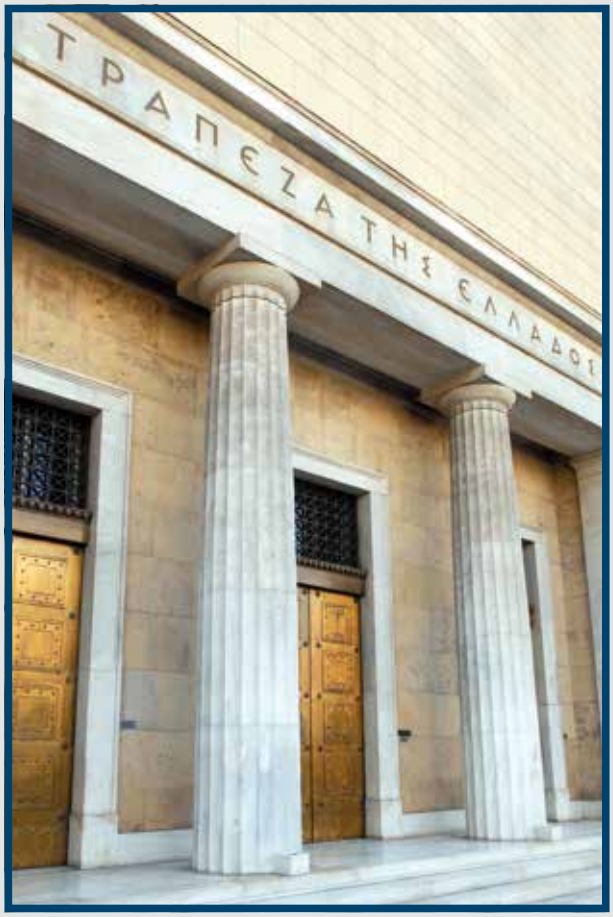
ΕΚΘΕΣΗ ΤΟΥ ΔΙΟΙΚΗΤΗ
ΓΙΑ ΤΟ ΕΤΟΣ 2024

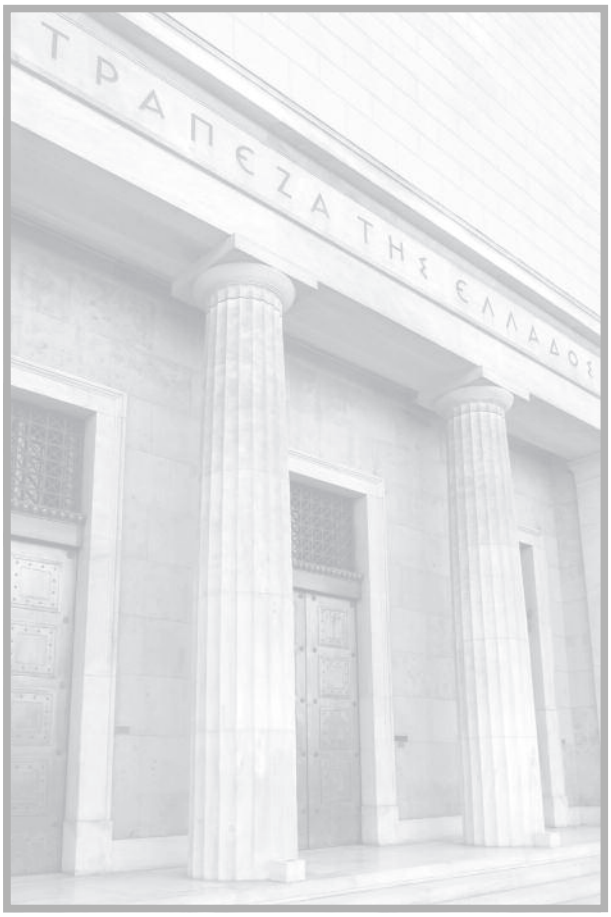


ΑΠΡΙΛΙΟΣ 2025

ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

ΕΚΘΕΣΗ ΤΟΥ ΔΙΟΙΚΗΤΗ
ΓΙΑ ΤΟ ΕΤΟΣ 2024

ΠΡΟΣ ΤΗΝ 92η ΕΤΗΣΙΑ ΤΑΚΤΙΚΗ
ΓΕΝΙΚΗ ΣΥΝΕΛΕΥΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ
ΤΗΝ 8η ΑΠΡΙΛΙΟΥ 2025



ΑΠΡΙΛΙΟΣ 2025

ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

Διεύθυνση
Ελ. Βενιζέλου 21
102 50 Αθήνα
Δικτυακός τόπος
http://www.bankofgreece.gr
Τηλέφωνο
+30 210 320.2393

Με την επιφύλαξη παντός δικαιώματος. Επιτρέπεται η αναπαραγωγή για εκπαιδευτικούς και μη εμπορικούς σκοπούς, εφόσον αναφέρεται η πηγή.

Τυπώθηκε στο
Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών
της Τράπεζας της Ελλάδος

ISSN: 1105-0497 (print)
ISSN: 2654-1955 (online)
DOI: https://doi.org/10.52903/annrep.gr2024

ΠΡΟΛΟΓΟΣ ΤΟΥ ΔΙΟΙΚΗΤΗ

Το 2024 η παγκόσμια οικονομία βρέθηκε αντιμέτωπη με πολλαπλές και ισχυρές προκλήσεις. Οι παρατεταμένες γεωπολιτικές εντάσεις στην Ουκρανία και τη Μέση Ανατολή, οι εκλογικές αναμετρήσεις σε μεγάλες οικονομίες, ο γεωοικονομικός κατακερματισμός και τα ρήγματα στην ενοποίηση των παγκόσμιων εμπορικών συναλλαγών με επίκεντρο την αναμενόμενη επιβολή νέων δασμών από τις ΗΠΑ επέτειναν την αβεβαιότητα, αποθάρρυναν τις επενδύσεις και επιβράδυναν το ρυθμό της παγκόσμιας οικονομικής ανάπτυξης. Στη ζώνη του ευρώ, η ανάπτυξη παρέμεινε αναιμική, καθώς η αυξημένη αβεβαιότητα και το γενικά περιοριστικό μίγμα οικονομικής πολιτικής επέδρασαν αρνητικά στις προσδοκίες και την οικονομική δραστηριότητα. Τον Ιούνιο του 2024 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ξεκίνησε κύκλο μείωσης των βασικών επιτοκίων, λαμβάνοντας υπόψη τη σημαντική αποκλιμάκωση του πληθωρισμού συνεπεία της απρόσκοπτης και αποτελεσματικής μετάδοσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στην πραγματική οικονομία της ευρωζώνης. Οι μειώσεις των επιτοκίων, που συνεχίστηκαν στις αρχές του 2025, σηματοδοτούν τη μετάβαση προς ένα πιο ουδέτερο νομισματικό περιβάλλον. Ωστόσο, οι κίνδυνοι για την παγκόσμια και την ευρωπαϊκή οικονομία έχουν ενισχυθεί.

Η ελληνική οικονομία συνέχισε να επιδεικνύει ισχυρή ανθεκτικότητα και θετικές επιδόσεις, ενισχύοντας τη διαδικασία πραγματικής σύγκλισης με το μέσο ευρωπαϊκό επίπεδο. Το 2024 το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό 2,3%, υπερδιπλάσιο από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο, χάρη στην αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης, των επενδύσεων και των εξαγωγών υπηρεσιών. Ο γενικός πληθωρισμός συνέχισε να υποχωρεί, αντανακλώντας κυρίως τη μείωση του πληθωρισμού των ειδών διατροφής, ενώ η εμμονή του πληθωρισμού των υπηρεσιών εμπόδισε την ταχύτερη αποκλιμάκωσή του. Οι συνθήκες στην αγορά εργασίας βελτιώθηκαν περαιτέρω, καθώς η αύξηση της απασχόλησης επιταχύνθηκε και η ανεργία υποχώρησε στο χαμηλότερο επίπεδο των τελευταίων δεκαπέντε ετών, με εντεινόμενη όμως την παρατηρούμενη στενότητα στους περισσότερους κλάδους. Παρά την αυξημένη αβεβαιότητα, η ελληνική οικονομία προβλέπεται ότι θα συνεχίσει να αναπτύσσεται και το 2025 με σταθερό ρυθμό και σημαντικά υψηλότερο σε σύγκριση με τη ζώνη του ευρώ, ενώ ο πληθωρισμός θα σημειώσει μικρή περαιτέρω μείωση.

Κατά τη διάρκεια του 2024 εδραιώθηκε περαιτέρω η εμπιστοσύνη στις επιδόσεις και στις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας, που είναι αποτέλεσμα της συνετής δημοσιονομικής πολιτικής και της συνεχούς βελτίωσης των θεμελιωδών μεγεθών του τραπεζικού κλάδου. Το δημόσιο χρέος συνέχισε να αποκλιμακώνεται με ταχείς ρυθμούς, ενώ ο κίνδυνος για τη βιωσιμότητά του παραμένει οριοθετημένος μεσοπρόθεσμα. Στον τραπεζικό τομέα, ο λόγος των μη εξυπηρετούμενων δανείων προς το σύνολο των δανείων μειώθηκε στο χαμηλότερο επίπεδο από την ένταξη της Ελλάδος στη ζώνη του ευρώ, πραγματοποιήθηκε διανομή μερίσματος από τις σημαντικές τράπεζες για πρώτη φορά έπειτα από μια δεκαπενταετία, ενώ δημιουργήθηκε ο λεγόμενος “πέμπτος πόλος”, με αυξήσεις κεφαλαίου των μικρότερων τραπεζών και κυρίως με τη συγχώνευση της Παγκρήτιας Τράπεζας και της Τράπεζας Αττικής, ενισχύοντας τον ανταγωνισμό στον τραπεζικό κλάδο.

Ωστόσο, οι εντεινόμενες προκλήσεις του διεθνούς περιβάλλοντος απαιτούν τη διαφύλαξη και την ενίσχυση των εγχώριων ευνοϊκών παραγόντων που στηρίζουν την ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας τα τελευταία χρόνια, αλλά και τη δημιουργία των βάσεων για διατηρήσιμη μεγέθυνση μεσοπρόθεσμα. Οι συνέργειες από τη διατήρηση της δημοσιονομικής αξιοπιστίας και την προσήλωση στη δημιουργία ικανού δημοσιονομικού χώρου διαχρονικά, την πολιτική σταθερότητα, την ενδυνάμωση της λειτουργίας των θεσμών, την επιτάχυνση των μεταρρυθμίσεων, καθώς και την αποτελεσματική αξιοποίηση των διαθέσιμων πόρων για την αύξηση των παραγωγικών

επενδύσεων, θα περιορίσουν τους κινδύνους βραχυπρόθεσμα και θα θωρακίσουν την οικονομία απέναντι σε μελλοντικές διαταραχές.

Το 2025 ο κύκλος νομισματικής πολιτικής θα είναι λιγότερο συγχρονισμένος μεταξύ των μεγάλων οικονομιών. Σε ένα ρευστό διεθνές περιβάλλον, η διατήρηση της αξιοπιστίας της νομισματικής πολιτικής είναι κρίσιμη για τη διασφάλιση της αποτελεσματικότητάς της και τη σταθεροποίηση των οικονομιών. Επιπλέον, πρέπει να δράσουμε άμεσα και συντονισμένα σε εθνικό και ευρωπαϊκό επίπεδο. Χρειαζόμαστε περισσότερη Ευρώπη με την υιοθέτηση κοινών πολιτικών μείωσης αλλά και επιμερισμού των κινδύνων μεταξύ των κρατών-μελών για τη στήριξη της ανάκαμψης και την ενίσχυση της κοινωνικής ευημερίας. Η προώθηση της ενιαίας αγοράς κεφαλαίων, η ολοκλήρωση της Τραπεζικής Ένωσης και οι στοχευμένες δημοσιονομικές πρωτοβουλίες σε καίριους τομείς, όπως στην άμυνα, την ασφάλεια και το κλίμα, αποτελούν καταλύτες για μια πιο ανταγωνιστική, συμπεριληπτική και βιώσιμη ευρωπαϊκή οικονομία.

Η Τράπεζα της Ελλάδος παρέμεινε και το 2024 προσηλωμένη στην αποστολή της για τη διασφάλιση της σταθερότητας των τιμών, αλλά και της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος μέσω της ενίσχυσης της ανθεκτικότητάς του και της μείωσης της συσσώρευσης συστημικών κινδύνων, διατηρώντας σε αυτό ομαλές συνθήκες ρευστότητας. Ο εποπτικός της ρόλος διευρύνθηκε, καθώς της ανατέθηκε η εποπτεία των Ταμείων Επαγγελματικής Ασφάλισης, γεγονός που αναμένεται να εξασφαλίσει μεγαλύτερη ευελιξία, σταθερότητα και διαφάνεια έναντι του προηγούμενου εποπτικού μοντέλου. Η Τράπεζα καθ' όλη τη διάρκεια του έτους παρακολουθούσε τις οικονομικές εξελίξεις και συνέβαλλε στη χάραξη της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Συνέχισε να διεξάγει επιστημονική έρευνα υψηλού επιπέδου και να διαθέτει τα στατιστικά δεδομένα και τις εμπεριστατωμένες αναλύσεις της στο ευρύ κοινό. Παράλληλα, επένδυσε περαιτέρω στην ανάπτυξη των δεξιοτήτων του ανθρώπινου δυναμικού της, ενθαρρύνοντας τη συνεχή εκπαίδευση και τη συμμετοχή σε ερευνητικά δίκτυα του Ευρωσυστήματος.

Η Τράπεζα εξελίσσεται, εκσυγχρονίζεται και μετασχηματίζεται, ανταποκρινόμενη στις απαιτήσεις ενός συνεχώς μεταβαλλόμενου περιβάλλοντος με γνώμονα τη διαφάνεια και τη λογοδοσία. Προχώρησε στην περαιτέρω ανασυγκρότηση και αναβάθμιση των διαδικασιών και των πολιτικών της, δίνοντας έμφαση σε θέματα κανονιστικής συμμόρφωσης και εταιρικής διακυβέρνησης. Η Τράπεζα ολοκλήρωσε οργανωτικές μεταβολές στο σύνολο των Διευθύνσεων και του Δικτύου της με στόχο την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας, της αποδοτικότητας και της αξιοκρατίας. Παράλληλα, υιοθέτησε σύγχρονα συστήματα διαχείρισης ανθρώπινου δυναμικού που αποσκοπούν στην αύξηση της παραγωγικότητας και των δυνατοτήτων εξέλιξης του προσωπικού της. Επιπλέον, επιτάχυνε τον ψηφιακό μετασχηματισμό της και ανέλαβε δράσεις ευαισθητοποίησης για την κυβερνοασφάλεια, αντιμετωπίζοντας τις σύγχρονες προκλήσεις με υπευθυνότητα και αξιοπιστία. Αποδεικνύοντας έμπρακτα τη στρατηγική της δέσμευση να ενσωματώνει τις αρχές της βιωσιμότητας σε κάθε πτυχή της λειτουργίας της, εξακολούθησε να υλοποιεί σχετικές δράσεις με έμφαση στην κλιματική αλλαγή, την κυκλική οικονομία και την περιβαλλοντική διαχείριση. Τέλος, παρέμεινε φορέας διάχυσης του ελληνικού πολιτισμού μέσω των δράσεων του Κέντρου Πολιτισμού, Έρευνας και Τεκμηρίωσης, ενώ συνέχισε να προωθεί το χρηματοοικονομικό αλφαβητισμό μέσα από επιμορφωτικά προγράμματα στο Μουσείο της και με την ενεργό συμμετοχή της σε συναφείς δράσεις σε εθνικό και ευρωπαϊκό επίπεδο.

Το 2025 αναμένεται να είναι μια χρονιά σημαντικών προκλήσεων, με την ανάγκη για σταθερότητα και υπεύθυνες οικονομικές πολιτικές να καθίσταται πιο επιτακτική από ποτέ. Η Τράπεζα της Ελλάδος θα παραμείνει πιστή στο όραμά της, να είναι μια αποτελεσματική, αξιόπιστη και καινοτόμος κεντρική τράπεζα που να χαίρει της εμπιστοσύνης της κοινωνίας. Το όραμα αυτό υλοποιείται χάρη στην αφοσίωση και τον επαγγελματισμό των εργαζομένων της, τους οποίους ευχαριστώ για τη συνεισφορά τους και τους παροτρύνω να συνεχίσουν να εργάζονται με την ίδια συνέπεια. Τέλος, θερμές ευχαριστίες εκφράζω στα μέλη του Γενικού Συμβουλίου για τη στήριξη και τη συνεργασία τους.

Γιάννης Στουρνάρας

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι
Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΣΕ ΤΡΟΧΙΑ ΣΥΓΚΛΙΣΗΣ – ΠΥΛΩΝΕΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑΣ Η ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗ ΑΞΙΟΠΙΣΤΙΑ, ΟΙ ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΙΣ ΚΑΙ Η ΕΜΠΙΣΤΟΣΥΝΗ ΣΤΟΥΣ ΘΕΣΜΟΥΣ

1. Εισαγωγή 13
2. Παγκόσμια οικονομία 16
3. Ενιαία νομισματική πολιτική 18
4. Ελληνική οικονομία: εξελίξεις και προοπτικές 20
5. Πηγές κινδύνου και αβεβαιότητας 32
6. Προτάσεις πολιτικής 37

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙ
ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

1. Σύνοψη εξελίξεων 45
2. Οικονομικές εξελίξεις και προοπτικές διεθνώς και στη ζώνη του ευρώ και παρεμβάσεις πολιτικής 47
   - 2.1 Παγκόσμια οικονομία 47
   - 2.2 Ζώνη του ευρώ 53
   - Πλαίσιο ΙΙ.1 Τεχνητή νοημοσύνη: μακροοικονομικές επιδράσεις και κίνδυνοι 57
   - Πλαίσιο ΙΙ.2 Παρεμβάσεις πολιτικής στην ΕΕ και τη ζώνη του ευρώ 63
3. Οι οικονομικές εξελίξεις στις βαλκανικές και υποψήφιες προς ένταξη στην ΕΕ χώρες 66
   - Πλαίσιο ΙΙ.3 Η δυναμική της οικονομικής διασύνδεσης των υποψήφιων προς ένταξη χωρών με την Ευρωπαϊκή Ένωση και την Ελλάδα 69

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙΙ
Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

1. Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές 75
2. Η ενιαία νομισματική πολιτική: χάραξη και εφαρμογή 78
3. Η αγορά χρήματος στη ζώνη του ευρώ 87

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙV
ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

1. Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές 90
2. Εξελίξεις και προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας 92
   - 2.1 Εξελίξεις από την πλευρά της ζήτησης 92
   - 2.2 Εξελίξεις από την πλευρά της προσφοράς 96
   - Πλαίσιο ΙV.1 Οικονομετρική εκτίμηση μακροχρόνιων τάσεων στην ελληνική οικονομία 101
3. Εξελίξεις και προοπτικές στην αγορά ακινήτων 107
4. Εξελίξεις και προοπτικές της απασχόλησης και της ανεργίας 110
5. Εξελίξεις και προοπτικές του πληθωρισμού, της αμοιβής εργασίας και των επιχειρηματικών κερδών – Ανισοκατανομή εισοδήματος και φτώχεια 113
   - 5.1 Πληθωρισμός 113
   - Πλαίσιο ΙV.2 Ο πληθωρισμός υπηρεσιών στην Ελλάδα και οι κύριες συνιστώσες του 116
   - Πλαίσιο ΙV.3 Αντιλήψεις και προσδοκίες των καταναλωτών για τον πληθωρισμό στην Ελλάδα και στην ευρωζώνη. Ευρήματα από την έρευνα της ΕΚΤ για τις προσδοκίες των καταναλωτών 121

5.2 Κόστος εργασίας 126
5.3 Επιχειρηματικά κέρδη 127
5.4 Ανισοκατανομή εισοδήματος και φτώχεια 127
6. Ανταγωνιστικότητα 132
Πλαίσιο IV.4 Μακροοικονομικές επιδράσεις της επιβολής φόρου στα κέρδη των τραπεζών . . 136
7. Εξελίξεις και προοπτικές του ισοζυγίου πληρωμών 139
Πλαίσιο IV.5 Πορεία υλοποίησης των τακτικών ενωσιακών προγραμμάτων 2014-2020 και 2021-2027 και η επίδρασή τους στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών 148
8. Διεθνής επενδυτική θέση και εξωτερικό χρέος 152

ΚΕΦΑΛΑΙΟ V
ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ
1. Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές 157
2. Δημοσιονομικές εξελίξεις το 2024 158
3. Θεσμικό πλαίσιο και δημοσιονομικές μεταρρυθμίσεις 164
4. Προτάσεις πολιτικής 166
Πλαίσιο V.1 Αποκεντρωμένη διαχείριση του φόρου περιουσίας: πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα 167
5. Η εξέλιξη των δημοσιονομικών μεγεθών το 2024 171
5.1 Γενική κυβέρνηση (εθνικολογιστικά στοιχεία – ΕΛΣΤΑΤ) 171
5.2 Γενική κυβέρνηση (στοιχεία Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους – ΓΛΚ) 172
5.3 Κρατικός Προϋπολογισμός (τροποποιημένη ταμειακή βάση) 173
5.4 Κρατικός Προϋπολογισμός σε ταμειακή βάση 177
6. Χρέος γενικής κυβέρνησης 178
7. Προϋπολογισμός 2025 181
Ειδικό θέμα Η πρώτη εφαρμογή των νέων δημοσιονομικών κανόνων της ΕΕ: προκλήσεις, στρατηγικές και συμπεράσματα 183
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ V
ΜΕΤΡΑ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ 197

ΚΕΦΑΛΑΙΟ VI
ΧΡΗΜΑ, ΠΙΣΤΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΕΣ
1. Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές 201
2. Τραπεζικά επιτόκια 204
Πλαίσιο VI.1 Η συμβολή των χρηματοδοτικών εργαλείων και των δανείων του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας στην τραπεζική χρηματοδότηση των εγχώριων επιχειρήσεων 207
3. Τραπεζική πίστη 210
Πλαίσιο VI.2 Οι συνθήκες χρηματοδότησης των μικρομεσαίων επιχειρήσεων μέσα από την έρευνα SAFE 214
Πλαίσιο VI.3 Η Έρευνα Τραπεζικών Χορηγήσεων 219
4. Τραπεζικές καταθέσεις 223
5. Εξελίξεις στον τραπεζικό τομέα 225

ΚΕΦΑΛΑΙΟ VII
ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΑΓΟΡΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΙΔΙΩΤΙΚΗΣ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ
1. Βασικά μεγέθη της αγοράς 229
2. Εξελίξεις στο θεσμικό πλαίσιο 232
Πλαίσιο VII.1 Το αναθεωρημένο ευρωπαϊκό πλαίσιο λειτουργίας και εποπτείας των ασφαλιστικών επιχειρήσεων (Solvency II Review) 233
Πλαίσιο VII.2 Τα Ταμεία Επαγγελματικής Ασφάλισης και η συμβολή τους στο ελληνικό σύστημα συνταξιοδότησης 234

ΚΕΦΑΛΑΙΟ VIII
ΜΑΚΡΟΠΡΟΛΗΠΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

1. Καθορισμός του ποσοστού αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας 237
2. Προσδιορισμός των λοιπών συστημικά σημαντικών ιδρυμάτων στην Ελλάδα (O-SII) και καθορισμός του αποθέματος ασφαλείας O-SII 240
3. Θέσπιση μακροπροληπτικών μέτρων για τη δανειακή επιβάρυνση που εφαρμόζονται σε επίπεδο δανειολήπτη 241

ΚΕΦΑΛΑΙΟ IX
ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

1. Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές 244
2. Διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων 245
3. Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου 249
   3.1 Εξελίξεις στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις 249
   3.2 Εξελίξεις στις αγορές 250
4. Ελληνικά εταιρικά ομόλογα 252
   4.1 Ομόλογα ελληνικών τραπεζών 252
   4.2 Ομόλογα ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων 254
5. Αγορά μετοχών 254
   Πλαίσιο IX.1 Οι προοπτικές των κρατικών πιστοληπτικών αξιολογήσεων για την ελληνική οικονομία 255
   Πλαίσιο IX.2 Ροές χρηματοδότησης προς τα επενδυτικά κεφάλαια και νομισματική πολιτική 259
   Πλαίσιο IX.3 Η επίδραση της νομισματικής πολιτικής στα καθαρά έσοδα από τόκους των τραπεζών 264

ΚΕΦΑΛΑΙΟ X
ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ, ΕΝΕΡΓΕΙΑ ΚΑΙ ΚΛΙΜΑΤΙΚΗ ΑΛΛΑΓΗ

1. Πραγματικές εξελίξεις και πολιτικές διεθνώς για την κλιματική αλλαγή και την ενέργεια, επιστημονική πρόοδος και εκθέσεις 269
   Πλαίσιο X.1 Η χρηματοδότηση της προσαρμογής στην κλιματική αλλαγή και ο ρόλος των κεντρικών τραπεζών και των εποπτικών αρχών 274
   Πλαίσιο X.2 Οι κοινωνικές επιπτώσεις του νέου Συστήματος Εμπορίας Δικαιωμάτων Εκπομπών της ΕΕ 276
2. Οι εκπομπές αερίων θερμοκηπίου της ΕΕ και της Ελλάδος 279

ΠΙΝΑΚΕΣ

II.1 Βασικά μακροοικονομικά μεγέθη της παγκόσμιας οικονομίας 48
II.2 Μακροοικονομικοί και τραπεζικοί δείκτες βαλκανικών και υποψήφιων προς ένταξη στην ΕΕ χωρών 67

III.1 Βασικά επιτόκια του Ευρωσυστήματος 77
III.2 Μακροοικονομικές προβολές για τον πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ 80

IV.1 Ζήτηση και ΑΕΠ 91
IV.2 Δείκτες καταναλωτικής και επενδυτικής ζήτησης 94
IV.3 Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές 97
IV.4 Δείκτες δραστηριότητας στον τομέα των υπηρεσιών 99
IV.5 Η εξέλιξη των τιμών στην Ελλάδα και τη ζώνη του ευρώ 114
IV.6 Δείκτες τιμών 115
IV.7 Αμοιβές και κόστος εργασίας 126
IV.8 Δείκτες ονομαστικής και πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας (ΣΣΙ) της Ελλάδος 134
IV.9 Ισοζύγιο πληρωμών 140

IV.10 Διεθνής επενδυτική θέση ανά είδος επένδυσης και τομέα επενδυτή 153
IV.11 Ακαθάριστο και καθαρό εξωτερικό χρέος 155

V.1 Αποτελέσματα γενικής κυβέρνησης 159
V.2 Μεσοπρόθεσμο Δημοσιονομικό-Διαρθρωτικό Σχέδιο 2025-2028 160
V.3 Πηγές κάλυψης καθαρού ταμειακού ελλείμματος κρατικού προϋπολογισμού 162
V.4 Αποτελέσματα κρατικού προϋπολογισμού 174
V.5 Φορολογικά έσοδα κρατικού προϋπολογισμού 175
V.6 Καθαρό αποτέλεσμα κρατικού προϋπολογισμού σε ταμειακή βάση 177
V.7 Ανάλυση των μεταβολών του λόγου του χρέους της γενικής κυβέρνησης προς το ΑΕΠ 178
V.8 Ενοποιημένο χρέος γενικής κυβέρνησης 180

VI.1 Αποτελέσματα χρήσεως των ελληνικών τραπεζών 226
VI.2 Δείκτες βασικών χρηματοοικονομικών και εποπτικών μεγεθών 227

VII.1 Ακαθάριστα εγγεγραμμένα ασφάλιστρα και επισυμβάσες αποζημιώσεις 230
VII.2 Διάρθρωση του ενεργητικού των ασφαλιστικών επιχειρήσεων 231
VII.3 Διάρθρωση των υποχρεώσεων των ασφαλιστικών επιχειρήσεων 231

VIII.1 Υποχρεωτικοί δείκτες για τη βαθμολόγηση των λοιπών συστημικά σημαντικών ιδρυμάτων στην Ελλάδα 241

X.1 Εκπομπές αερίων θερμοκηπίου 280

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ

II.1 Παγκόσμιο ΑΕΠ και διεθνές εμπόριο 45
II.2 Διεθνείς τιμές βασικών εμπορευμάτων 51
II.3 Βασικά επιτόκια κεντρικών τραπεζών 52
II.4 Ισοτιμίες δολαρίου ΗΠΑ, λίρας Αγγλίας και φράγκου Ελβετίας έναντι του ευρώ 56

III.1 Πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ 75
III.2 Επιμέρους δείκτες πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ 79
III.3 Αμοιβή της εργασίας στη ζώνη του ευρώ 79
III.4 Μεσοπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες στη ζώνη του ευρώ 80
III.5 Μακροπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες στη ζώνη του ευρώ 80
III.6 ΑΕΠ και προστιθέμενη αξία σε βασικούς κλάδους στη ζώνη του ευρώ 81
III.7 Απασχόληση και ποσοστό ανεργίας στη ζώνη του ευρώ 82
III.8 Δείκτης κόστους δανεισμού προς επιχειρήσεις και νοικοκυριά στη ζώνη του ευρώ 83
III.9 Δάνεια προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά στη ζώνη του ευρώ 83
III.10 Παράγοντες που συμβάλλουν στη μεταβολή του νομισματικού μεγέθους Μ3 στη ζώνη του ευρώ 84
III.11 Επιτόκιο στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων, επιτόκια στην αγορά χρήματος και υπερβάλλουσα ρευστότητα στη ζώνη του ευρώ 87

IV.1 Συμβολές στην ετήσια μεταβολή του ΑΕΠ από την πλευρά της ζήτησης 89
IV.2 ΑΕΠ και Δείκτης Οικονομικού Κλίματος-ESI 90
IV.3 Συμβολές στη μεταβολή του διαθέσιμου εισοδήματος 93
IV.4 Ιδιωτική κατανάλωση, διαθέσιμο εισόδημα νοικοκυριών και ποσοστό αποταμίευσης 94
IV.5 Ιδιωτική κατανάλωση και εμπιστοσύνη των καταναλωτών 95
IV.6 Πηγές χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα και πραγματικές επενδύσεις 95
IV.7 Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) και Δείκτης Βιομηχανικής Παραγωγής (ΔΒΠ) 98
IV.8 Εισερχόμενη ταξιδιωτική κίνηση και επιχειρηματικές προσδοκίες στον τουρισμό 100
IV.9 Εισπράξεις από τον τουρισμό και εξαγωγές υπηρεσιών 100
IV.10 Δείκτης τιμών κατοικιών 107
IV.11 Δείκτες γραφείων 109
IV.12 Δείκτες καταστημάτων 109
IV.13 Ροές μισθωτής απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα 110

IV.14 Μεταβολές του αριθμού των απασχολουμένων: σύνολο και ανά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας . . . 111
IV.15 Ποσοστά ανεργίας . . . 112
IV.16 Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) και πυρήνας του πληθωρισμού (ΕνΔΤΚ χωρίς ενέργεια και είδη διατροφής, αλκοολούχα ποτά και καπνό) Ελλάδος και ζώνης του ευρώ . . . 113
IV.17 Εξέλιξη των τιμών των ενεργειακών αγαθών στη ζώνη του ευρώ και την Ελλάδα και της τιμής του αργού πετρελαίου σε ευρώ . . . 115
IV.18 Μερίδιο κέρδους των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων . . . 127
IV.19 Συνιστώσες του μεριδίου κέρδους των επιχειρήσεων . . . 127
IV.20 Κίνδυνος φτώχειας (EU-SILC) . . . 128
IV.21 Δείκτες εισοδηματικής ανισότητας (EU-SILC) . . . 129
IV.22 Εναρμονισμένοι δείκτες ανταγωνιστικότητας . . . 133
IV.23 Συμβολές στην ετήσια μεταβολή του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών . . . 141
IV.24 Εξαγωγές αγαθών κατά κλάδο . . . 142
IV.25 Εξαγωγές αγαθών κατά γεωγραφική περιοχή . . . 142
IV.26 Εισαγωγές αγαθών ανάλογα με τη χρήση τους . . . 143
IV.27 Διάρθρωση και μεταβολή των ταξιδιωτικών υπηρεσιών . . . 144
IV.28 Εξέλιξη εμπορικού στόλου υπό διαχείριση στην Ελλάδα . . . 145
IV.29 Διάρθρωση των ροών ξένων άμεσων επενδύσεων στην Ελλάδα κατά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας . . . 147
IV.30 Καθαρή διεθνής επενδυτική θέση ανά τομέα . . . 154
IV.31 Καθαρό εξωτερικό χρέος ανά τομέα . . . 155

V.1 Μεταβολή του κυκλικά διορθωμένου πρωτογενούς αποτελέσματος της γενικής κυβέρνησης . 157
V.2 Μηχανισμός Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας . . . 164
V.3 Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης σε εθνικολογιστική βάση . . . 171
V.4 Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης σε ταμειακή βάση . . . 172
V.5 Ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις της γενικής κυβέρνησης . . . 172
V.6 Καθαρές δανειακές ανάγκες της κεντρικής διοίκησης σε ταμειακή βάση . . . 177
V.7 Δημόσιο χρέος . . . 179
V.8 Ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες . . . 179

VI.1 Τραπεζική χρηματοδότηση και επιτόκιο νέων δανείων προς ΜΧΕ . . . 201
VI.2 Επιτόκια νέων τραπεζικών καταθέσεων προθεσμίας και πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος (MRO) . . . 204
VI.3 Επιτόκιο νέων τραπεζικών επιχειρηματικών, στεγαστικών και καταναλωτικών δανείων . . . 205
VI.4 Απόκλιση στο κόστος δανεισμού των ΜΧΕ και των νοικοκυριών για αγορά κατοικίας μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ . . . 206
VI.5 Τραπεζική χρηματοδότηση προς τον ιδιωτικό τομέα . . . 211
VI.6 Τραπεζικά δάνεια προς ΜΧΕ με καθορισμένη διάρκεια . . . 211
VI.7 Συμβολή των επιμέρους κλάδων στη σωρευτική ακαθάριστη ροή της συνολικής τραπεζικής χρηματοδότησης προς ΜΧΕ το 2024 . . . 212
VI.8 Τραπεζικά δάνεια προς νοικοκυριά με καθορισμένη διάρκεια . . . 213
VI.9 Ετήσια ροή καταθέσεων στις εγχώριες τράπεζες . . . 223
VI.10 Καταθέσεις στις εγχώριες τράπεζες . . . 224
VI.11 Καταθέσεις των νοικοκυριών με βάση το βαθμό ρευστότητας και διαφορά επιτοκίου καταθέσεων προθεσμίας και μίας ημέρας . . . 224

VIII.1 Αντικυκλικό κεφαλαιακό απόθεμα ασφαλείας (CCyB) και οικονομικός κύκλος . . . 239

IX.1 Διαφορές στις παραμέτρους των αναμενόμενων επιτοκίων μεταξύ ΗΠΑ και ευρωζώνης . . . 243
IX.2 Προσδοκίες για τον πληθωρισμό και τον ρυθμό ανάπτυξης . . . 244
IX.3 Χρηματοπιστωτικοί δείκτες για τον αναμενόμενο πληθωρισμό και τα πραγματικά επιτόκια . . . 246
IX.4 Προσδοκίες για τα βασικά επιτόκια στην ευρωζώνη και στις ΗΠΑ . . . 247
IX.5 Αποδόσεις 10ετών κρατικών ομολόγων . . . 248

IX.6 Διαφορές αποδόσεων 10ετών και 2ετών ομολόγων αναφοράς 248
IX.7 Πιστοληπτική αξιολόγηση του Ελληνικού Δημοσίου 250
IX.8 Διαφορές αποδόσεων 10ετών κρατικών ομολόγων 251
IX.9 Αποδόσεις ελληνικών κρατικών ομολόγων 251
IX.10 Αποδόσεις ελληνικών και ευρωπαϊκών τραπεζικών ομολόγων υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας 253
IX.11 Αποδόσεις ομολόγων ελληνικών και λοιπών ευρωπαϊκών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων 253
IX.12 Δείκτες τιμών μετοχών 255

X.1 Μερίδια ενεργειακών προϊόντων στη συνολική διαθέσιμη ενέργεια στην ΕΕ-27 281
X.2 Μερίδια ενεργειακών προϊόντων στη συνολική διαθέσιμη ενέργεια στην Ελλάδα 281

Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΣΕ ΤΡΟΧΙΑ ΣΥΓΚΛΙΣΗΣ – ΠΥΛΩΝΕΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑΣ Η ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗ ΑΞΙΟΠΙΣΤΙΑ, ΟΙ ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΙΣ ΚΑΙ Η ΕΜΠΙΣΤΟΣΥΝΗ ΣΤΟΥΣ ΘΕΣΜΟΥΣ

1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η παγκόσμια οικονομία κατέγραψε το 2024 ήπια επιβράδυνση της ανάπτυξης και αποκλιμάκωση του πληθωρισμού. Η παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα παρέμεινε ανθεκτική, παρά την περιοριστική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής και τις γεωπολιτικές εντάσεις, ενώ οι αγορές εργασίας στις περισσότερες οικονομίες διατηρήθηκαν ισχυρές, στηρίζοντας την εγχώρια ζήτηση. Συνολικά, η πορεία της παγκόσμιας οικονομίας το 2024 ήταν καλύτερη από τις αρχικές εκτιμήσεις και αποφεύχθηκαν έντονες υφέσεις στις μεγαλύτερες οικονομίες.

Παρ' όλα αυτά, η παγκόσμια οικονομία φαίνεται ότι εισέρχεται σε μια περίοδο εντεινόμενης αβεβαιότητας, με βασικούς συντελεστές τις γεωπολιτικές εντάσεις και την άνοδο του εμπορικού προστατευτισμού. Η αμφισβήτηση βασικών αρχών που θεμελίωσαν την οικονομική σταθερότητα των τελευταίων δεκαετιών και οι εντεινόμενες εμπορικές συγκρούσεις αυξάνουν τον κίνδυνο επιβράδυνσης της παγκόσμιας ανάπτυξης και επιδείνωσης των διεθνών χρηματοπιστωτικών συνθηκών. Οι εμπορικές εντάσεις μεταξύ των ΗΠΑ και μεγάλων εμπορικών εταίρων οδηγούν σε κάμψη της εμπιστοσύνης και επιδείνωση του επενδυτικού κλίματος και επηρεάζουν αρνητικά τις εξαγωγές, την κατανάλωση και τις επιχειρηματικές προοπτικές διεθνώς.

Η νομισματική πολιτική αποδείχθηκε αποτελεσματική στον περιορισμό των πληθωριστικών πιέσεων, ωστόσο το 2025 οι κεντρικές τράπεζες αντιμετωπίζουν αυξημένες προκλήσεις. Η περιοριστική νομισματική πολιτική των τελευταίων ετών συνέβαλε καθοριστικά στη σταθεροποίηση των πληθωριστικών προσδοκιών και στη σταδιακή αποκλιμάκωση του πληθωρισμού, χωρίς σημαντική άνοδο της ανεργίας, ενώ τα αρνητικά σενάρια ύφεσης δεν επαληθεύθηκαν. Το 2024 ξεκίνησε η διαδικασία ομαλοποίησης της νομισματικής πολιτικής, με τη σταδιακή μείωση των βασικών επιτοκίων από πολλές κεντρικές τράπεζες. Ωστόσο, η χάραξη νομισματικής πολιτικής το 2025 έχει να αντιμετωπίσει ένα περιβάλλον αυξημένης πολυπλοκότητας, λόγω των διαφοροποιημένων εξελίξεων στον πληθωρισμό και την ανάπτυξη μεταξύ των χωρών. Οι κεντρικές τράπεζες καλούνται να διαχειριστούν τις επιπτώσεις των εμπορικών εντάσεων και των δασμών στις τιμές της ενέργειας και των αγαθών. Πιθανές διαταράξεις στην αντιπληθωριστική προσπάθεια των κεντρικών τραπεζών ενδέχεται να επιβραδύνουν ή και να αναστείλουν τον κύκλο μείωσης των επιτοκίων, επιδεινώνοντας τις διεθνείς χρηματοπιστωτικές συνθήκες και την αναπτυξιακή δυναμική και επιτείνοντας την αβεβαιότητα. Τυχόν αυξανόμενη διαφοροποίηση της νομισματικής πολιτικής μεταξύ των μεγάλων οικονομιών μπορεί να οδηγήσει σε σημαντικές προσαρμογές στις συναλλαγματικές ισοτιμίες και τη διεθνή ροή κεφαλαίων. Ταυτόχρονα, μια παρατεταμένη περιοριστική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής θα μπορούσε να πλήξει ευάλωτους τομείς της οικονομίας. Σε αυτό το σύνθετο περιβάλλον, καθίσταται κρίσιμη η διασφάλιση της αξιοπιστίας της νομισματικής πολιτικής, διατηρώντας παράλληλα την απαραίτητη ευελιξία και ετοιμότητα για έγκαιρη προσαρμογή της κατεύθυνσής της, με στόχο τη μείωση της αβεβαιότητας και την ενίσχυση της οικονομικής σταθερότητας.

Σε ένα περιβάλλον αυξημένης αβεβαιότητας, η ελληνική οικονομία συνεχίζει να επιδεικνύει ισχυρή ανθεκτικότητα και θετικές επιδόσεις. Ο ρυθμός ανάπτυξης παραμένει σταθερά υψηλότερος από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο, ενισχύοντας τη διαδικασία πραγματικής σύγκλισης του κατά κεφαλήν ΑΕΠ με το μέσο ευρωπαϊκό επίπεδο, μια δυναμική που έχει ξεκινήσει από το 2019. Η αγορά εργασίας καταγράφει βελτίωση, με την απασχόληση να αυξάνεται και την ανεργία

να έχει υποχωρήσει σε μονοψήφιο ποσοστό από τα μέσα του 2024. Παράλληλα, η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού, κυρίως στα είδη διατροφής, στηρίζει την αύξηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος, συμβάλλοντας σε μείωση του ποσοστού του πληθυσμού που βρίσκεται σε κίνδυνο φτώχειας και κοινωνικού αποκλεισμού.

Από το 2019 και μετά οι επενδύσεις στην Ελλάδα έχουν σημειώσει ισχυρή άνοδο, καλύπτοντας μέρος του σημαντικού επενδυτικού κενού που δημιουργήθηκε κατά τη διάρκεια της κρίσης χρέους. Ο ακαθάριστος σχηματισμός πάγιου κεφαλαίου σε πραγματικούς όρους αυξήθηκε συνολικά κατά περίπου 60% το 2024 έναντι του 2019, ενώ αντίθετα στη ζώνη του ευρώ κατέγραψε οριακή μείωση (-0,4%). Ως αποτέλεσμα, η συμβολή των επενδύσεων στον ετήσιο ρυθμό ανάπτυξης υπερβαίνει σημαντικά το μέσο όρο της ευρωζώνης, φθάνοντας μεταπανδημικά κατά μέσο όρο τις 1,6 ποσοστιαίες μονάδες (ποσ. μον.), έναντι μόλις 0,3 ποσ. μον. στην ευρωζώνη. Ιδιαίτερη σημασία έχει και η ποιοτική βελτίωση της σύνθεσης των επενδύσεων. Ειδικότερα, πριν από την κρίση χρέους σχεδόν οι μισές ιδιωτικές επενδύσεις αφορούσαν την κατασκευή κατοικιών, ενώ οι παραγωγικές επενδύσεις παρέμεναν ανεπαρκείς, περιορίζοντας τις προοπτικές της μακροπρόθεσμης ανάπτυξης. Σήμερα όμως η εικόνα έχει αντιστραφεί: τα 4/5 των ιδιωτικών επενδύσεων κατευθύνονται σε παραγωγικό κεφάλαιο και το υπόλοιπο 1/5 σε κατοικίες. Η τάση αυτή, εφόσον διατηρηθεί και συνοδευθεί από περαιτέρω αύξηση του όγκου των συνολικών επενδύσεων, θα συμβάλει καθοριστικά στην αναδιάρθρωση του παραγωγικού υποδείγματος της χώρας, ενισχύοντας την ανταγωνιστικότητα και την αναπτυξιακή δυναμική.

Τα επιτεύγματα στο δημοσιονομικό τομέα υπήρξαν εντυπωσιακά, διαδραματίζοντας κομβικό ρόλο στις συνεχείς αναβαθμίσεις της πιστοληπτικής διαβάθμισης της οικονομίας, εν μέσω πρωτοφανών εξωτερικών διαταραχών και υψηλής διεθνούς αβεβαιότητας. Η συνετή δημοσιονομική πολιτική που ακολουθείται τα τελευταία χρόνια και οι προσπάθειες καταπολέμησης της φοροδιαφυγής αποδίδουν απτά αποτελέσματα, καθώς επιτυγχάνονται σταθερά υψηλά πρωτογενή πλεονάσματα χωρίς την ανάγκη επιβολής περιοριστικών μέτρων. Το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ αποκλιμακώνεται με γρήγορο ρυθμό. Η Ελλάδα μάλιστα σημειώνει την ταχύτερη μείωση δημόσιου χρέους τα τελευταία χρόνια μεταξύ των προηγμένων οικονομιών, καταγράφοντας σωρευτική μείωση άνω των 50 ποσ. μον. του ΑΕΠ μέσα σε μόλις τέσσερα έτη. Παράλληλα, με εξαίρεση την περίοδο της πανδημίας (2020-21), η χώρα διατηρεί πρωτογενή πλεονάσματα επί επτά έτη, για τα έξι εκ των οποίων υψηλότερα από το 2% του ΑΕΠ, ενώ σταθερά υπερβαίνει τους δημοσιονομικούς στόχους για εννέα συνεχόμενα έτη. Οι επιδόσεις αυτές αποτελούν ισχυρή ένδειξη της υπεύθυνης άσκησης δημοσιονομικής πολιτικής και της αποκατάστασης της αξιοπιστίας της χώρας και αντανακλούν τα θετικά αποτελέσματα τόσο της διαρθρωτικής προσαρμογής που πραγματοποιήθηκε την προηγούμενη δεκαετία όσο και των μεταρρυθμίσεων στη διαχείριση των δημόσιων οικονομικών, διαψεύδοντας τις αρχικές εκτιμήσεις περί ενδεχόμενης δημοσιονομικής κόπωσης.

Με την εφαρμογή των νέων δημοσιονομικών κανόνων της ΕΕ, όπως αυτή αποτυπώνεται στα εθνικά Μεσοπρόθεσμα Δημοσιονομικά-Διαρθρωτικά Σχέδια (ΜΔΣ) των κρατών-μελών, η Ελλάδα διακρίνεται ως παράδειγμα δημοσιονομικής ανθεκτικότητας. Η χώρα εμφανίζει χαμηλότερες ανάγκες προσαρμογής σε σύγκριση με άλλες χώρες υψηλού κινδύνου. Το δημόσιο χρέος αναμένεται να μειωθεί ταχύτερα από ό,τι στις περισσότερες ευρωπαϊκές οικονομίες τα επόμενα χρόνια, διατηρώντας σταθερή πτωτική πορεία ακόμη και σε περίπτωση αρνητικών σεναρίων. Αυτή η δυναμική υπογραμμίζει την ικανότητα της ελληνικής οικονομίας να αντέχει σε δημοσιονομικούς κλυδωνισμούς, ενισχύοντας τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους ακόμη και υπό δυσμενείς συνθήκες. Παράλληλα, η διατήρηση υψηλών πρωτογενών πλεονασμάτων χωρίς νέα μέτρα επιβεβαιώνει την ευνοϊκή διαρθρωτική θέση των δημόσιων οικονομικών και την αποτελεσματική δημοσιονομική διαχείριση όλα αυτά τα χρόνια.

Η αναδιάρθρωση του ελληνικού τραπεζικού τομέα επίσης συνέβαλε ουσιαστικά στις διαδοχικές αναβαθμίσεις της ελληνικής οικονομίας, ενισχύοντας σημαντικά τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα και αποκαθιστώντας την εμπιστοσύνη των αγορών. Καθοριστικό ρόλο διαδρα-

μάτισαν: (α) η δραστική μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων, (β) η αποκατάσταση της κερδοφορίας και η εξυγίανση των ισολογισμών των τραπεζών, (γ) η ενίσχυση της κεφαλαιακής επάρκειας και η βελτίωση της ποιότητας των εποπτικών κεφαλαίων, (δ) η επίτευξη υψηλών επιπέδων ρευστότητας και η ανάκτηση πλήρους πρόσβασης στις αγορές κεφαλαίων, (ε) η αποεπένδυση του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ) από το μετοχικό κεφάλαιο των συστημικών τραπεζών, που σηματοδότησε την πλήρη επιστροφή τους στην κανονικότητα και προσέλκυσε θεσμικούς επενδυτές, και (στ) η εξυγίανση των λιγότερο σημαντικών τραπεζών, μέσω αυξήσεων κεφαλαίου, απορροφήσεων και συγχωνεύσεων, η οποία ενισχύει τον ανταγωνισμό και τη σταθερότητα όλου του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Αποτέλεσμα των παραπάνω είναι ένα ένας υγιής, αξιόπιστος και ανθεκτικός τραπεζικός τομέας, ο οποίος μπορεί να στηρίξει πλέον ενεργά τη χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας και να συμβάλει στην ενίσχυση της ανθεκτικότητάς της.

Παράλληλα με τις ισχυρές οικονομικές επιδόσεις των τελευταίων ετών, δεν θα πρέπει να παραγνωρίζεται και η αξιόλογη πρόοδος που έχει συντελεστεί σε θεσμικό επίπεδο σε σχέση με την περίοδο της κρίσης. Τα τελευταία χρόνια η Ελλάδα έχει σημειώσει βελτίωση στην ποιότητα των θεσμών διακυβέρνησης, όπως αντανακλάται σε δείκτες που παρακολουθούνται στενά από τους οίκους αξιολόγησης, αποτελώντας πρόσθετο παράγοντα για την αναβάθμιση της ελληνικής οικονομίας. Η ενίσχυση της πολιτικής σταθερότητας και της αποτελεσματικότητας της δημόσιας διοίκησης, η βελτίωση της ποιότητας του ρυθμιστικού περιβάλλοντος, των δημοκρατικών θεσμών και του κράτους δικαίου και η πρόοδος στην καταπολέμηση της διαφθοράς στήριξαν την εμπιστοσύνη των αγορών στην ικανότητα της χώρας να υλοποιεί αξιόπιστες πολιτικές και να προσελκύει επενδύσεις.[1] Η αποτελεσματικότητα των θεσμών αξιολογείται ως κρίσιμος παράγοντας για τη βιωσιμότητα της ανάπτυξης και τη σταθερότητα της ελληνικής οικονομίας.

Παρά τη βελτίωση, η κατάταξη της χώρας σε σχέση με τον ευρωπαϊκό μέσο όρο παραμένει χαμηλή, υπογραμμίζοντας την ανάγκη περαιτέρω θεσμικών μεταρρυθμίσεων για τη θωράκιση της οικονομικής σταθερότητας. Η χώρα εξακολουθεί να υπολείπεται σε σύγκριση με άλλες ευρωπαϊκές χώρες, ιδίως όσον αφορά το κράτος δικαίου, την ταχύτητα απονομής δικαιοσύνης και την προβλεψιμότητα της εφαρμογής των νόμων, καθώς και την αποτελεσματικότητα της δημόσιας διοίκησης. Το γεγονός αυτό υπογραμμίζει την ανάγκη για περαιτέρω μεταρρυθμίσεις ώστε να ενισχυθεί ακόμη περισσότερο η εμπιστοσύνη στους θεσμούς και, κατ' επέκταση, η οικονομική ευημερία.[2] Ένα ισχυρό κράτος δικαίου αποτελεί θεμέλιο για την οικονομική ανάπτυξη, καθώς η ύπαρξη ενός σταθερού και αξιόπιστου νομικού συστήματος διασφαλίζει την ισονομία, την προστασία των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας, την αποτελεσματική εκτέλεση των συμβάσεων και την ασφάλεια των επενδύσεων. Με αυτό τον τρόπο ενισχύεται η εμπιστοσύνη τόσο των πολιτών όσο και των επενδυτών στην εύρυθμη λειτουργία της οικονομίας, δημιουργώντας συνθήκες σταθερότητας και προβλεψιμότητας που είναι απαραίτητες για την προσέλκυση νέων επενδύσεων. Εξάλλου, η εμπιστοσύνη στους θεσμούς είναι κρίσιμη και για

1 Σύμφωνα με την Παγκόσμια Τράπεζα (Worldwide Governance Indicators): Η βελτίωση του δείκτη "Πολιτική Σταθερότητα και Απουσία Βίας/Τρομοκρατίας" (Political Stability and Absence of Violence/Terrorism) αντανακλά μειωμένο πολιτικό κίνδυνο και αυξημένη εμπιστοσύνη στη σταθερότητα του πολιτικού συστήματος, γεγονός που ενισχύει την προβλεψιμότητα και την ασφάλεια του μακροοικονομικού περιβάλλοντος. Η άνοδος του δείκτη "Εκπροσώπηση και Λογοδοσία" (Voice and Accountability) καταδεικνύει ενίσχυση της δημοκρατικής συμμετοχής των πολιτών στις πολιτικές διαδικασίες, της ελευθερίας έκφρασης, καθώς και της διαφάνειας και λογοδοσίας των δημόσιων αρχών, με μηχανισμούς ελέγχου και κοινωνικού διαλόγου. Η βελτίωση του δείκτη "Αποτελεσματικότητα του Δημόσιου Τομέα" (Government Effectiveness) αποτυπώνει την ενίσχυση της ποιότητας των δημόσιων υπηρεσιών και την αποτελεσματικότερη εφαρμογή πολιτικών. Παράλληλα, η σημαντική αύξηση του δείκτη "Ποιότητα του Ρυθμιστικού Περιβάλλοντος" (Regulatory Quality) αντανακλά τη διαμόρφωση ενός ρυθμιστικού περιβάλλοντος που ευνοεί την ανάπτυξη της επιχειρηματικότητας και των επενδύσεων. Σημαντική πρόοδος σημειώθηκε και στο δείκτη "Έλεγχος της Διαφθοράς" (Control of Corruption), υποδηλώνοντας τη συστηματική προσπάθεια περιορισμού των φαινομένων διαφθοράς στο δημόσιο τομέα. Η βελτίωση του δείκτη "Κράτος Δικαίου" (Rule of Law) συνδέεται άμεσα με την προώθηση μεταρρυθμίσεων που στοχεύουν στην επιτάχυνση της απονομής δικαιοσύνης και στην ενίσχυση της ανεξαρτησίας των δικαστικών αρχών.

2 Η υιοθέτηση ψηφιακών εργαλείων, η αναδιοργάνωση των πρωτοδικείων μέσω του Νέου Δικαστικού Χάρτη, καθώς και η αναβάθμιση της εκπαίδευσης των δικαστικών λειτουργών, είναι μεταρρυθμίσεις προς αυτή την κατεύθυνση.

τη θωράκιση της οικονομίας έναντι μελλοντικών κρίσεων, καθώς προάγει τη διαφάνεια, τη λογοδοσία και τη συνέπεια των πολιτικών αποφάσεων. Η ισχυροποίηση του θεσμικού πλαισίου είναι απαραίτητη όχι μόνο για την προάσπιση της δημοκρατίας και του θεσμού της δικαιοσύνης, αλλά και για τη διατήρηση της κοινωνικής συνοχής και τη διασφάλιση ενός σταθερού περιβάλλοντος που θα στηρίζει την οικονομική ευημερία της χώρας.

Σε ένα περιβάλλον διαδοχικών κρίσεων και υψηλής αβεβαιότητας, η συνέχιση των μεταρρυθμίσεων αποτελεί βασικό πυλώνα για τη διατήρηση της οικονομικής σταθερότητας. Η υλοποίηση διαρθρωτικών αλλαγών και η ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας της οικονομίας μέσω αύξησης της παραγωγικότητας, σε συνδυασμό με τη συνέχιση της υπεύθυνης δημοσιονομικής πολιτικής και ενός σταθερού μεσοπρόθεσμου σχεδιασμού, αποτελούν κρίσιμες προϋποθέσεις για τη διασφάλιση της ανθεκτικότητας, την περαιτέρω αναβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας της οικονομίας και την επιτάχυνση της πραγματικής σύγκλισης προς τον ευρωπαϊκό μέσο όρο.

2 ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Η παγκόσμια οικονομία κατέγραψε σταθερό αλλά σχετικά χαμηλό ρυθμό ανάπτυξης το 2024 και οι προοπτικές για το 2025 παραμένουν θετικές, παρά τη σχετικά συγκρατημένη δυναμική. Σύμφωνα με τις τελευταίες προβλέψεις του ΔΝΤ, ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ εκτιμάται ότι επιβραδύνθηκε οριακά στο 3,2% το 2024 (από 3,3% το 2023), χαμηλότερα από το μακροχρόνιο μέσο όρο της περιόδου 2000-2019 (3,7%). Στις **προηγμένες οικονομίες**, ο ρυθμός ανάπτυξης παρέμεινε αμετάβλητος σε σχέση με το 2023, αλλά με σημαντικές διαφοροποιήσεις μεταξύ των μεγαλύτερων οικονομιών. Η οικονομία των ΗΠΑ, αν και επιβραδύνθηκε οριακά, συνέχισε να καταγράφει τον υψηλότερο ρυθμό ανάπτυξης μεταξύ των μεγάλων προηγμένων οικονομιών. Αντίθετα, οι οικονομίες της Ιαπωνίας και της Γερμανίας βρέθηκαν σε ήπια ύφεση. Στη ζώνη του ευρώ και στο Ηνωμένο Βασίλειο η ανάπτυξη παρέμεινε αναιμική, παρά την ελαφρά επιτάχυνση σε σχέση με το 2023. Οι **αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες** κατέγραψαν οριακή επιβράδυνση. Και σε αυτή την κατηγορία χωρών, οι μακροοικονομικές εξελίξεις διέφεραν αρκετά, με την Κίνα και την Ινδία να χάνουν την αναπτυξιακή τους δυναμική, ενώ στη Βραζιλία η έντονη οικονομική δραστηριότητα επιταχύνθηκε. Οι **προοπτικές για το 2025**, αν και αναθεωρούνται προς τα κάτω, παραμένουν θετικές. Πιο συγκεκριμένα, αναμένεται οικονομική ανάκαμψη της Γερμανίας, του Ηνωμένου Βασιλείου και της Ιαπωνίας, ενώ ο ρυθμός ανάπτυξης των δύο μεγαλύτερων οικονομιών, ΗΠΑ και Κίνας, θα συνεχίσει να επιβραδύνεται.

Ο παγκόσμιος πληθωρισμός συνέχισε να υποχωρεί το 2024, αν και με ανομοιογενή πορεία μεταξύ προηγμένων και αναδυόμενων οικονομιών. Η αποκλιμάκωση αυτή αποδίδεται κυρίως στη συνεχιζόμενη περιοριστική νομισματική πολιτική και στη σταδιακή εξάλειψη των επιπτώσεων από τις διαταραχές στη συνολική προσφορά, καθώς και στην εξομάλυνση της ενεργειακής κρίσης. Σύμφωνα με το ΔΝΤ, ο παγκόσμιος πληθωρισμός υποχώρησε κατά περίπου 1 ποσ. μον. σε σχέση με το 2023, φθάνοντας στο 5,7%, και αναμένεται να μειωθεί περαιτέρω σε 4,2% το 2025. Η αποκλιμάκωση ήταν πιο έντονη στις προηγμένες οικονομίες (2,6% από 4,6% το 2023), παρά την ανθεκτικότητα του δομικού πληθωρισμού που παραμένει υψηλός λόγω επίμονων αυξήσεων στις τιμές των υπηρεσιών σε πολλές μεγάλες οικονομίες. Αντίθετα, στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες ο πληθωρισμός παρέμεινε υψηλός και σχεδόν αμετάβλητος (στο 7,8%).

Το διεθνές εμπόριο ανέκαμψε δυναμικά το 2024, στηρίζοντας την εξωτερική ζήτηση, παρά το αυξημένο κόστος μεταφοράς, τις γεωπολιτικές εντάσεις και την αβεβαιότητα. Σύμφωνα με το ΔΝΤ, ο ρυθμός αύξησης του όγκου του διεθνούς εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών εκτιμάται ότι επιταχύνθηκε σημαντικά σε 3,4% (από 0,7% το 2023), υπερβαίνοντας τις αρχικές εκτιμήσεις και αντισταθμίζοντας τη μειωμένη εγχώρια ζήτηση σε πολλές οικονομίες. Παρ' όλα αυτά, οι προβλέψεις για το 2025 δείχνουν ήπια επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης του παγκόσμιου εμπορίου (σε 3,2%), ποσοστό σημαντικά χαμηλότερο από το μακροχρόνιο μέσο όρο της περιόδου 2000-2019 (4,9%).

Οι διεθνείς τιμές της ενέργειας συνέχισαν να υποχωρούν το 2024, παρά τις διακυμάνσεις λόγω των γεωπολιτικών εξελίξεων, ενώ οι τιμές των βασικών εμπορευμάτων πλην καυσίμων αυξήθηκαν. Συγκεκριμένα, η διεθνής τιμή του **φυσικού αερίου** όλων των τύπων μειώθηκε κατά 15% σε σχέση με το 2023, αν και παρουσίασε έντονη μεταβλητότητα κατά τη διάρκεια του έτους. Η μέση διεθνής τιμή του **αργού πετρελαίου** μειώθηκε κατά 1,9% το 2024 σε ετήσια βάση σύμφωνα με το ΔΝΤ, καθώς η ασθενής διεθνής ζήτηση και η επιβράδυνση των οικονομιών της Κίνας και της Ινδίας οδήγησαν σε αποκλιμάκωση των τιμών προς το τέλος του έτους, παρά τις γεωπολιτικές εντάσεις και προσωρινές αυξήσεις λόγω των εξελίξεων στη Μέση Ανατολή. Για το 2025 προβλέπεται περαιτέρω πτώση των τιμών της ενέργειας, ως αποτέλεσμα αφενός της χαμηλότερης ζήτησης εκ μέρους της Κίνας και αφετέρου της αυξημένης προσφοράς από χώρες εκτός του ΟΠΕΚ+. Από την άλλη πλευρά, η μέση διεθνής τιμή των **βασικών εμπορευμάτων πλην καυσίμων** κατέγραψε αύξηση 3,4% και προβλέπεται να κινηθεί ανοδικά το τρέχον έτος, λόγω των επιπτώσεων της κλιματικής αλλαγής στην παγκόσμια παραγωγή.

Η δημοσιονομική πολιτική το 2024 αντιστράφηκε σε περιοριστική στις προηγμένες οικονομίες και σε επεκτατική στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες. Το δημόσιο χρέος αυξήθηκε ελαφρώς και στις δύο ομάδες χωρών, παραμένοντας πάνω από τα προπανδημικά επίπεδα και φθάνοντας στο 109% του ΑΕΠ στις προηγμένες και στο 70% στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες. Για το 2025, προβλέπεται συσταλτική κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής στις περισσότερες χώρες, με στόχο τη συγκράτηση της αύξησης του δημόσιου χρέους και τον περιορισμό των μεσοπρόθεσμων δημοσιονομικών κινδύνων.

Η νομισματική πολιτική στις προηγμένες οικονομίες έγινε σταδιακά λιγότερο περιοριστική το 2024, αντανακλώντας τη σημαντική αποκλιμάκωση των πληθωριστικών πιέσεων. Κατά τη διάρκεια του έτους, οι κεντρικές τράπεζες αποφάσισαν τη σταδιακή μείωση των επιτοκίων νομισματικής πολιτικής, λαμβάνοντας υπόψη την υποχώρηση του πληθωρισμού, τη βαθμιαία εξασθένηση των μισθολογικών πιέσεων και, σε ορισμένες περιπτώσεις, την υποτονική οικονομική δραστηριότητα. Ωστόσο, παρά τη σταδιακή ομαλοποίηση, η νομισματική πολιτική στις προηγμένες οικονομίες παρέμεινε περιοριστική. Συνολικά, ο μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής αποδείχθηκε αποτελεσματικός, συγκρατώντας τις πληθωριστικές προσδοκίες με περιορισμένες επιπτώσεις στην ανάπτυξη και στην αγορά εργασίας.

Η οικονομία της ευρωζώνης συνέχισε να αναπτύσσεται με υποτονικό ρυθμό το 2024. Το ΑΕΠ αυξήθηκε μόλις κατά 0,9% (έναντι 0,4% το 2023), ενισχυμένο από την άνοδο της κατανάλωσης και τη χαλάρωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών, ενώ θετική συμβολή είχε και η επιτάχυνση του διεθνούς εμπορίου. Ωστόσο, ανασχετικά επέδρασαν η επίμονα υψηλή αβεβαιότητα για τις διεθνείς γεωπολιτικές και εγχώριες πολιτικές εξελίξεις, με αποτέλεσμα την ύφεση στη Γερμανία και την πτώση των επενδύσεων. Οι υπηρεσίες, κυρίως ο τουρισμός, αποτέλεσαν μοχλό ανάπτυξης, σε αντίθεση με τη μεταποίηση που επηρεάστηκε αρνητικά από τη χαμηλή ζήτηση και το αυξημένο ρυθμιστικό βάρος. Η οικονομική δραστηριότητα το τρέχον έτος αναμένεται να υποστηριχθεί από την αύξηση των πραγματικών εισοδημάτων και της κατανάλωσης λόγω της περαιτέρω μείωσης του πληθωρισμού και της αύξησης των μισθών, καθώς και από την ανάκαμψη των επενδύσεων, χάρη κυρίως στη βελτίωση των πιστωτικών συνθηκών και την αξιοποίηση των κονδυλίων του προγράμματος NextGenerationEU (NGEU). Από την άλλη πλευρά, οι καθαρές εξαγωγές αναμένεται ότι θα έχουν αρνητική συμβολή στο ΑΕΠ. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της ΕΚΤ (Μάρτιος 2025), προβλέπεται ότι ο ρυθμός ανάπτυξης θα παραμείνει στάσιμος σε 0,9% το 2025.

Η αγορά εργασίας στην ευρωζώνη παρέμεινε ανθεκτική, με την απασχόληση να συνεχίζει να επεκτείνεται, αν και με επιβραδυνόμενο ρυθμό, και την ανεργία να κυμαίνεται σε ιστορικώς χαμηλά επίπεδα. Συγκεκριμένα, ο ρυθμός αύξησης της απασχόλησης μετριάστηκε σε 1,0% το 2024 (από 1,4% το 2023), ενώ για το 2025 προβλέπεται περαιτέρω επιβράδυνσή του σε 0,4%. Η επιβράδυνση της δυναμικής της απασχόλησης αντανακλά την εξασθένηση των κυκλικών παραγόντων που είχαν συμβάλει θετικά στην αύξηση της ζήτησης εργασίας την προ-

ηγούμενη περίοδο. Το ποσοστό ανεργίας αποκλιμακώθηκε περαιτέρω σε 6,4% (από 6,5% το 2023), ενώ για το 2025 εκτιμάται οριακή μείωση σε 6,3%.

Στη διάρκεια του 2024, τόσο ο γενικός όσο και δομικός πληθωρισμός στην ευρωζώνη σημείωσαν σημαντική υποχώρηση, αν και οι εγχώριες πληθωριστικές πιέσεις παρέμειναν ισχυρές. Ο **γενικός πληθωρισμός** βάσει του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) μειώθηκε κατά 3 ποσ. μον. στο 2,4% (από 5,4% το 2023). Βασικοί παράγοντες που συνέβαλαν σε αυτή την εξέλιξη ήταν: (α) η μείωση των τιμών της ενέργειας και των ειδών διατροφής, παρά τις διακυμάνσεις που παρατηρήθηκαν εντός του έτους, (β) η συνεχιζόμενη περιοριστική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής, που συνέβαλε καίρια στη σταθεροποίηση των πληθωριστικών προσδοκιών (γύρω στο 2%), και (γ) η επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας (ή ακόμη και ύφεση) σε ορισμένες οικονομίες, όπως η Γερμανία, που οδήγησε σε συγκράτηση της συνολικής ζήτησης. Από την άλλη πλευρά, η διαρκής αύξηση των μισθών συνέβαλε στη διατήρηση των ανοδικών πιέσεων στις τιμές, κυρίως στον τομέα των υπηρεσιών, όπου οι ρυθμοί αύξησης των τιμών παρέμειναν σε υψηλά επίπεδα. Παράλληλα, ο **πυρήνας του πληθωρισμού** υποχώρησε στο 2,8% (από 4,9% το 2023), λόγω της υποτονικής οικονομικής δραστηριότητας και της επιβραδυνόμενης αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Οι επιχειρήσεις απορρόφησαν μέρος των μισθολογικών αυξήσεων χωρίς να προχωρήσουν σε ανάλογες αναπροσαρμογές των τιμών, με αποτέλεσμα τη συγκράτηση της ανόδου της κερδοφορίας. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της ΕΚΤ (Μάρτιος 2025), ο πληθωρισμός το 2025 αναμένεται να υποχωρήσει οριακά στο 2,3%, ως αποτέλεσμα της αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού των ειδών διατροφής, ενώ η άρση των μέτρων στήριξης έναντι της ενεργειακής κρίσης θα ασκήσει πρόσκαιρα ανοδικές πιέσεις στον πληθωρισμό της ενέργειας. Ο πυρήνας του πληθωρισμού προβλέπεται να μειωθεί στο 2,2% το 2025.

Οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες διεθνώς βελτιώθηκαν το 2024, καθώς οι επενδυτές ενσωμάτωναν στις αποτιμήσεις μετοχών και ομολόγων προσδοκίες για μειώσεις επιτοκίων από τις μεγάλες κεντρικές τράπεζες. Στην ευρωζώνη, οι αποδόσεις των βραχυπρόθεσμων ομολόγων μειώθηκαν και οι τιμές των μετοχών κατέγραψαν άνοδο, λόγω της υποχώρησης των προσδοκιών για τον πληθωρισμό, ενισχύοντας τις εκτιμήσεις των επενδυτών για περαιτέρω μειώσεις επιτοκίων από την ΕΚΤ το 2025. Αντίθετα στις ΗΠΑ, οι προσδοκίες για τον πληθωρισμό αυξήθηκαν σημαντικά μετά την πρώτη μείωση επιτοκίων από τη Fed το γ΄ τρίμηνο του 2024, ενισχύοντας τις αποδόσεις των ομοσπονδιακών ομολόγων. Γενικά, οι προσδοκίες για την εξέλιξη των οικονομικών συνθηκών και των βασικών επιτοκίων διαφοροποιούνται σημαντικά μεταξύ ΗΠΑ και ευρωζώνης. Σε αυτό συμβάλλει και η αβεβαιότητα για τις επιδράσεις της επιβολής δασμών από τις ΗΠΑ στους βασικούς εμπορικούς εταίρους τους. Παρά τις αρχικές μειώσεις επιτοκίων από την ΕΚΤ και τη Fed, οι προσδοκίες των επενδυτών για τα επιτόκια στις ΗΠΑ αναθεωρήθηκαν ανοδικά στο τέλος του έτους. Η συνακόλουθη αύξηση των αποδόσεων των αμερικανικών ομολόγων επηρέασε αντίστοιχα και τα κρατικά ομόλογα της ευρωζώνης. Συνολικά, παρότι οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες είναι ευνοϊκότερες σε σχέση με ένα χρόνο πριν, η αυξημένη γεωπολιτική και οικονομική αβεβαιότητα προκαλεί μεταβλητότητα στις αγορές, επηρεάζοντας αρνητικά τις επενδυτικές ροές και τις αποτιμήσεις μετοχών και ομολόγων διεθνώς.

3 ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Η πολιτική επιτοκίων του Ευρωσυστήματος κατά το 2024 βασίστηκε σε μια δυναμική αξιολόγηση των οικονομικών συνθηκών, με τις αποφάσεις να προσαρμόζονται διαδοχικά, ανάλογα με τα εκάστοτε δεδομένα. Σε κάθε συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ για τη νομισματική πολιτική, γινόταν αξιολόγηση των οικονομικών δεδομένων της ζώνης του ευρώ και λαμβάνονταν αποφάσεις αναλόγως. Ειδικότερα, το Διοικητικό Συμβούλιο τόνισε ότι οι αποφάσεις του εξαρτώνται από τρεις βασικούς παράγοντες: (α) τις προοπτικές του πληθωρισμού, (β) τη δυναμική του υποκείμενου πληθωρισμού και (γ) το βαθμό μετάδοσης της νομισμα-

τικής πολιτικής στην πραγματική οικονομία. Από τον Απρίλιο του 2024 το Διοικητικό Συμβούλιο υπογραμμίζει ότι δεν μπορεί να δεσμευθεί εκ των προτέρων για τη μελλοντική πορεία των βασικών επιτοκίων.

Από τον Ιούνιο του 2024, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ξεκίνησε τη σταδιακή μείωση των βασικών επιτοκίων, εκτιμώντας ότι η διαδικασία αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού εξελίσσεται ομαλά. Μετά από εννέα μήνες σταθερών επιτοκίων πολιτικής, κρίθηκε σκόπιμο να μετριαστεί ο περιοριστικός χαρακτήρας της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, καθώς ενισχύθηκε η πεποίθηση ότι ο πληθωρισμός συγκλίνει σταθερά προς το στόχο του 2% το 2025. Έτσι, τον Ιούνιο του 2024 πραγματοποιήθηκε η πρώτη μείωση κατά 25 μονάδες βάσης (μ.β.), καθώς ο πληθωρισμός είχε επιβραδυνθεί σημαντικά σε σχέση με το Σεπτέμβριο του 2023, ενώ και οι πληθωριστικές προσδοκίες είχαν αναθεωρηθεί προς τα κάτω. Οι συνθήκες χρηματοδότησης παρέμειναν περιοριστικές, καθώς η προηγηθείσα αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής συνέχιζε να μεταδίδεται στο κόστος χρηματοδότησης της πραγματικής οικονομίας στη ζώνη του ευρώ. Το Σεπτέμβριο, τον Οκτώβριο και το Δεκέμβριο του 2024 η ΕΚΤ προχώρησε σε νέες μειώσεις των επιτοκίων κατά 25 μ.β. κάθε φορά, ανταποκρινόμενη σε ενδείξεις ότι η επιβράδυνση του πληθωρισμού ήταν διατηρήσιμη και ότι η οικονομική δραστηριότητα εξασθενούσε. Το Διοικητικό Συμβούλιο επανέλαβε ότι η νομισματική πολιτική θα παραμείνει προσαρμοστική στις οικονομικές εξελίξεις, διατηρώντας παράλληλα τη δέσμευσή του στη σταθερότητα των τιμών και διασφαλίζοντας την ομαλή μετάδοση της νομισματικής πολιτικής στην πραγματική οικονομία της ζώνης του ευρώ.

Οι μειώσεις των επιτοκίων συνεχίστηκαν στις αρχές του 2025, σηματοδοτώντας τη μετάβαση προς ένα πιο ουδέτερο νομισματικό περιβάλλον. Τον Ιανουάριο και το Μάρτιο του 2025 το Διοικητικό Συμβούλιο προχώρησε σε διαδοχικές μειώσεις των επιτοκίων κατά 25 μ.β. σε κάθε συνεδρίαση, συνεχίζοντας τη σταδιακή χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής. Στο τέλος του Μαρτίου 2025 το επιτόκιο διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων είχε μειωθεί στο 2,5%, από 4% το Σεπτέμβριο του 2024. Οι συνθήκες χρηματοδότησης γίνονται σταδιακά πιο χαλαρές, καθώς οι μειώσεις των επιτοκίων πολιτικής έχουν αρχίσει να μειώνουν το κόστος δανεισμού για επιχειρήσεις και νοικοκυριά, ωστόσο παραμένουν περιοριστικές, ενώ το ακόμη υψηλό κόστος εξυπηρέτησης των υφιστάμενων δανείων εξακολουθεί να αντικατοπτρίζει τις προηγούμενες αυξήσεις των βασικών επιτοκίων. Η ΕΚΤ παραμένει επιφυλακτική, επισημαίνοντας ότι οι αποφάσεις της θα εξακολουθήσουν να βασίζονται στα εκάστοτε διαθέσιμα δεδομένα και στην πορεία του πληθωρισμού, διασφαλίζοντας την ομαλή προσαρμογή της οικονομίας στη νέα νομισματική πραγματικότητα. Σύμφωνα με την πιο πρόσφατη αξιολόγηση, ο πληθωρισμός εκτιμάται ότι θα συγκλίνει προς το στόχο του 2% έως τα τέλη του 2025.

Παράλληλα, το 2024 η ΕΚΤ δρομολόγησε τη σταδιακή μείωση των επανεπενδύσεων στο πλαίσιο του έκτακτου προγράμματος αγοράς τίτλων λόγω πανδημίας (Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP), με στόχο τον τερματισμό τους έως το τέλος του έτους. Συγκεκριμένα, κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2024, το ύψος του χαρτοφυλακίου των χρεογράφων που είχαν αποκτηθεί μέσω του PEPP μειωνόταν κατά 7,5 δισεκ. ευρώ κατά μέσο όρο κάθε μήνα, καθώς επανεπενδυόταν μόνο μέρος των τίτλων που έληγαν, και στο τέλος του έτους οι επανεπενδύσεις μηδενίστηκαν. Η διαδικασία αυτή αποσκοπούσε στη σταδιακή ομαλοποίηση της νομισματικής πολιτικής, μέσω της συρρίκνωσης του ισολογισμού του Ευρωσυστήματος.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επισήμανε ότι, παρά την ανθεκτικότητα των τραπεζών στη ζώνη του ευρώ, οι κίνδυνοι για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα παρέμειναν οξυμένοι. Στο πλαίσιο αυτό, τον Ιούνιο και το Δεκέμβριο του 2024 προέβη σε διεξοδική ανάλυση των αλληλεπιδράσεων μεταξύ νομισματικής πολιτικής και χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Σύμφωνα με τα ευρήματα, αν και η βελτίωση των οικονομικών προοπτικών ενισχύει τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος, η όξυνση των γεωπολιτικών εντάσεων έχει αρνητικές επιπτώσεις. Επιπλέον, το Διοικητικό Συμβούλιο τόνισε ότι η μακροπροληπτική πολιτική αποτελεί την πρώτη γραμμή άμυνας έναντι πιθανών ευπαθειών στο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Το Μάρτιο του 2024 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε την αναπροσαρμογή του λειτουργικού πλαισίου εφαρμογής της νομισματικής πολιτικής, εν όψει της σταδιακής ομαλοποίησης του ισολογισμού του Ευρωσυστήματος. Ειδικότερα, καθόρισε τις θεμελιώδεις αρχές και τις βασικές παραμέτρους για την εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής και την παροχή ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα, υπό συνθήκες σταδιακής αποκλιμάκωσης της υπερβάλλουσας ρευστότητας από ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα. Επίσης, το επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων του Ευρωσυστήματος αναγνωρίστηκε ως το βασικό επιτόκιο που προσδιορίζει την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής.

Η ΕΚΤ κατέγραψε ζημίες για δεύτερο συνεχόμενο έτος, ως αποτέλεσμα των προη-γούμενων μέτρων νομισματικής πολιτικής που έλαβε για να διασφαλίσει τη σταθερότητα των τιμών στη ζώνη του ευρώ. Οι ζημίες θα επηρεάσουν αρνητικά τη διανομή κερδών προς τις εθνικές κεντρικές τράπεζες της ζώνης του ευρώ. Παρ' όλα αυτά, είναι κρίσιμο να υπογραμμιστεί ότι οι κεντρικές τράπεζες είναι θεσμικά όργανα δημόσιου χαρακτήρα με αποκλειστική αποστολή τη σταθερότητα των τιμών και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα και δεν λειτουργούν με γνώμονα την κερδοφορία. Οι ζημίες που σημειώθηκαν εκτιμάται ότι είναι προσωρινές και αναμένεται να αντισταθμιστούν από μελλοντικά κέρδη. Επιπλέον, οι εν λόγω ζημίες είναι σαφώς χαμηλότερες από το πιθανό μακροοικονομικό κόστος που θα προέκυπτε αν η ΕΚΤ δεν αναλάμβανε αποφασιστική δράση απέναντι στις προκλήσεις για τη σταθερότητα των τιμών και στους κινδύνους ύφεσης. Η αξιοπιστία των κεντρικών τραπεζών βασίζεται κυρίως στην ικανότητά τους να επιτυγχάνουν τον πρωταρχικό τους σκοπό και να συμβάλλουν στη μακροοικονομική και χρηματοπιστωτική σταθερότητα, ενώ ζημίες προσωρινού χαρακτήρα δεν επηρεάζουν την εκπλήρωση της αποστολής τους.

Στην αγορά χρήματος, η υπερβάλλουσα ρευστότητα στο τραπεζικό σύστημα συνέχισε να υποχωρεί το 2024, αν και γενικά διατηρήθηκε σε υψηλά επίπεδα. Η υποχώρηση αποδίδεται κυρίως στην αποπληρωμή του συνόλου των πράξεων TLTRO, καθώς και στη λήξη χρεογράφων που είχαν αποκτηθεί από το Ευρωσύστημα μέσω των προγραμμάτων αγοράς τίτλων.

4 ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ: ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Μακροοικονομικό περιβάλλον

Η ελληνική οικονομία αναπτύχθηκε με ικανοποιητικό ρυθμό το 2024, σημαντικά υψηλότερο από τον αντίστοιχο της ευρωζώνης για τέταρτο συνεχόμενο έτος. Ο **ετήσιος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ** σε πραγματικούς όρους ανήλθε σε 2,3% το 2024 (στα ίδια επίπεδα με το 2023), περίπου 2,5 φορές μεγαλύτερος από τον αντίστοιχο ρυθμό της ευρωζώνης. Θετικά στη μεγέθυνση της οικονομίας συνέβαλαν κυρίως η ιδιωτική κατανάλωση, οι επενδύσεις και οι εξαγωγές υπηρεσιών. Αναλυτικότερα, η **ιδιωτική κατανάλωση** αυξήθηκε με επιταχυνόμενο ρυθμό, υποστηριζόμενη από την αύξηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών. Ειδικότερα, το εισόδημα από εξαρτημένη εργασία σημείωσε σημαντική άνοδο, καθώς ευνοήθηκε από την αύξηση των αμοιβών ανά απασχολούμενο και του αριθμού των απασχολουμένων, αντανακλώντας τη θετική δυναμική της αγοράς εργασίας και την αύξηση των μισθών. Η πτωτική τάση του πληθωρισμού επίσης συνέβαλε στην ενδυνάμωση των πραγματικών εισοδημάτων. Οι **επενδύσεις** διατήρησαν την ανοδική τους πορεία το 2024, ιδίως αυτές σε μηχανολογικό εξοπλισμό. Ως ποσοστό του ΑΕΠ οι επενδύσεις ανήλθαν στο υψηλότερο επίπεδο από το 2010, σηματοδοτώντας τη σταδιακή κάλυψη του επενδυτικού κενού της προηγούμενης δεκαετίας. Αντίθετα, η συνολική συμβολή του εξωτερικού τομέα ήταν αρνητική, καθώς οι **εξαγωγές** αγαθών σημείωσαν χαμηλό ρυθμό αύξησης επηρεαζόμενες αρνητικά από την επιδείνωση του διεθνούς περιβάλλοντος, ενώ παράλληλα οι **εισαγωγές** αγαθών και υπηρεσιών κατέγραψαν σημαντική άνοδο. Αρνητική συμβολή στο ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης είχε επίσης η μείωση της **δημόσιας κατανάλωσης**. Οι **δείκτες οικονομικής δραστηριότητας** στη βιομηχανία, τις κατασκευές και τις υπηρεσίες κατέγραψαν θετικούς αλλά επιβραδυνόμενους ρυθμούς μεταβολής,

ενώ αντίθετα ο όγκος λιανικών πωλήσεων κινήθηκε ελαφρώς καθοδικά. Οι **προσδοκίες** των επιχειρήσεων παρέμειναν υψηλές, σε αντίθεση με την εμπιστοσύνη των καταναλωτών που σταθεροποιήθηκε σε χαμηλά επίπεδα.

Οι αποταμιεύσεις των νοικοκυριών μειώθηκαν περαιτέρω, καθώς η καταναλωτική δαπάνη διατηρήθηκε ισχυρή το 2024. Παρά τη μείωση της αγοραστικής δύναμης λόγω πληθωρισμού τα τελευταία χρόνια, η καταναλωτική ζήτηση παρέμεινε ενισχυμένη. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα τη σταδιακή απομείωση των αποταμιεύσεων που είχαν συσσωρευθεί κατά τη διάρκεια της πανδημίας, με το ποσοστό αποταμίευσης να επιστρέφει στα προ πανδημίας επίπεδα. Ωστόσο, η τάση αυτή σταθεροποιήθηκε σταδιακά, και το γ΄ τρίμηνο του 2024 καταγράφηκε για πρώτη φορά οριακά θετικό ποσοστό αποταμίευσης, έπειτα από δύο έτη συνεχούς μείωσης. Παράλληλα, η απόσυρση των μέτρων στήριξης που σχετίζονταν με την πανδημία και την ενεργειακή κρίση, η συνέχιση της εκτόνωσης της συμπιεσμένης ζήτησης και η αποπληρωμή των δανειακών και φορολογικών υποχρεώσεων επίσης επιβάρυναν σημαντικά τις αποταμιεύσεις των νοικοκυριών.

Ο γενικός πληθωρισμός σημείωσε περαιτέρω επιβράδυνση το 2024, αλλά η εμμονή του πληθωρισμού των υπηρεσιών εμπόδισε την ταχύτερη αποκλιμάκωσή του. Ο **πυρήνας** του πληθωρισμού άρχισε να υποχωρεί μετά από δύο χρόνια, εξαιτίας του ηπιότερου ρυθμού αύξησης των τιμών των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών. Συγκεκριμένα, ο **Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ)** υποχώρησε σε 3% το 2024 (από 4,2% το 2023), έναντι 2,4% για τον αντίστοιχο μέσο όρο της ευρωζώνης. Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλαν: (α) η καθοδική πορεία του πληθωρισμού των **ειδών διατροφής** (+2,8%, οριακά χαμηλότερος από το μέσο όρο της ευρωζώνης), (β) η επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης των τιμών των **μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών** (+1,7%) και (γ) ο αποπληθωρισμός των **ενεργειακών αγαθών** (-1,4%), που αντανακλά πρωτίστως το γεγονός ότι οι διεθνείς τιμές του πετρελαίου παρέμειναν σε σχετικώς χαμηλά επίπεδα. Αντίθετα, ο πληθωρισμός των **υπηρεσιών** κατέγραψε υψηλό ετήσιο ρυθμό (4,4%), χωρίς σημαντικές διαφοροποιήσεις σε σχέση με τα δύο προηγούμενα έτη. Ο επίμονα υψηλός πληθωρισμός της συνιστώσας των υπηρεσιών αντανακλά τις αυξήσεις στο μοναδιαίο κόστος εργασίας, την υψηλή εξωτερική ζήτηση και, επιπλέον, τις επιβαρύνσεις από τις αυξήσεις των έμμεσων φόρων στην εστίαση και στις υπηρεσίες παροχής καταλύματος που πραγματοποιήθηκαν στη διάρκεια του 2024. Η αύξηση του πληθωρισμού των υπηρεσιών το δεύτερο εξάμηνο του έτους είχε ως αποτέλεσμα τη διατήρηση του πυρήνα του πληθωρισμού σε επίπεδο υψηλότερο από αυτό του γενικού πληθωρισμού. Στο σύνολο του έτους, ο πυρήνας του πληθωρισμού υποχώρησε κατά 1,7 ποσ. μον. σε σχέση με το 2023, στο 3,6%.

Η αγορά εργασίας συνέχισε τη δυναμική της πορεία και το 2024, καταγράφοντας περαιτέρω μείωση της ανεργίας και αύξηση του ποσοστού συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό. Η συνολική **απασχόληση** αυξήθηκε κατά 2% το 2024 (2023: 1,3%). Το ποσοστό μερικής απασχόλησης μειώθηκε περαιτέρω στο 6,6% του συνόλου των απασχολουμένων (από 7,5% το 2023). Ιδιαίτερη σημασία έχει ότι το **ποσοστό συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό** αυξήθηκε το 2024 στα υψηλότερα επίπεδα από το 2011, υποστηρίζοντας τη βιωσιμότητα του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης με δεδομένες τις προκλήσεις της γήρανσης του πληθυσμού. Αξίζει να σημειωθεί ότι η άνοδος της απασχόλησης ήταν μεγαλύτερη στις γυναίκες και στις ηλικίες 45-65 ετών, συντελώντας στην αύξηση των αντίστοιχων μεριδίων τους στη συνολική απασχόληση. Το **ποσοστό ανεργίας** αποκλιμακώθηκε περαιτέρω σε 10,1% (από 11,1% το 2023), στο χαμηλότερο επίπεδο από το 2010, ενώ σημαντική υποχώρηση κατέγραψε το ποσοστό μακροχρόνιας ανεργίας. Πάντως, η αγορά εργασίας χαρακτηρίζεται από εντεινόμενη πλέον **στενότητα** σε σχέση με την προ πανδημίας περίοδο. Οι επιχειρήσεις, ιδιαίτερα στους κλάδους του τουρισμού, των επαγγελματικών υπηρεσιών, των κατασκευών και της μεταποίησης, αντιμετωπίζουν τις μεγαλύτερες ελλείψεις εργατικού δυναμικού παρά την αύξηση των μισθών το 2024. Ο μοναδικός κλάδος που παρουσίασε πτώση του ποσοστού κενών θέσεων εργασίας σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2023 ήταν η πληροφορική και οι επικοινωνίες.

Το 2024 η αύξηση των αποδοχών των εργαζομένων ήταν σημαντικά ταχύτερη σε σχέση με το 2023, ενισχύοντας το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών. Πιο συγκεκριμένα, οι συνολικές αμοιβές εξαρτημένης εργασίας αυξήθηκαν με ετήσιο ρυθμό 7,4% (2023: 5,3%), ενώ οι αμοιβές ανά μισθωτό σημείωσαν αισθητή άνοδο κατά 6% (2023: 3,7%). Η αύξηση των αποδοχών το 2024 επηρεάστηκε από: (α) την αύξηση των μισθών των δημοσίων υπαλλήλων, (β) την επαναφορά των επιδομάτων προϋπηρεσίας (τριετιών) των μισθωτών του ιδιωτικού τομέα και (γ) την περαιτέρω αύξηση του κατώτατου μισθού. Παράλληλα, η παραγωγικότητα ανά απασχολούμενο αυξήθηκε με τον ίδιο περίπου ρυθμό όπως το προηγούμενο έτος (1%), ενώ το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αυξήθηκε με σημαντικά ταχύτερο ρυθμό σε σχέση με το 2023 (4,9%, έναντι 2,5% το 2023).

Η κερδοφορία των επιχειρήσεων υποχώρησε το εννεάμηνο του 2024, καθώς το μισθολογικό κόστος αυξήθηκε ταχύτερα από ό,τι η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία. Κατ' επέκταση, το μερίδιο καθαρού κέρδους (το οποίο εκφράζει την απόδοση του επιχειρηματικού τομέα σε όρους λειτουργικών κερδών) υποχώρησε ελαφρά. Εντούτοις, το μερίδιο κέρδους των επιχειρήσεων παραμένει σημαντικά υψηλότερο από το μέσο όρο της προ της πανδημίας τριετίας 2017-19, επιβεβαιώνοντας ότι η ισχυρή ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας συνέβαλε στη διατήρηση των κερδών σε υψηλά επίπεδα παρά την αύξηση του κόστους εργασίας.

Το 2024 ο τουριστικός τομέας στην Ελλάδα σημείωσε νέα ρεκόρ σε ταξιδιωτικές εισπράξεις και αφίξεις, αντιμετώπισε όμως προκλήσεις λόγω μειωμένης μέσης δαπάνης ανά ταξίδι και ελλείψεων προσωπικού. Οι ταξιδιωτικές εισπράξεις από μη κατοίκους έφθασαν τα 21,6 δισεκ. ευρώ (+4,8% σε ετήσια βάση), ξεπερνώντας τα επίπεδα προηγούμενων ετών, ενώ η διεθνής επιβατική κίνηση αυξήθηκε σημαντικά. Ωστόσο, η μέση δαπάνη ανά ταξίδι μειώθηκε, λόγω (α) της μείωσης του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών παγκοσμίως εξαιτίας των πληθωριστικών πιέσεων, αλλά και (β) του αυξημένου αριθμού των επισκεπτών με μικρότερη διάρκεια παραμονής. Από την πλευρά της προσφοράς, παρά το γεγονός ότι οι τουριστικές δραστηριότητες ενίσχυσαν τη συμμετοχή τους στο ΑΕΠ και στην απασχόληση, οι κενές θέσεις εργασίας στην Ελλάδα έφθασαν στο υψηλότερο ποσοστό στην ΕΕ, δημιουργώντας σημαντικές προκλήσεις στη λειτουργία του κλάδου.

Η διεθνής ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας, παρά τη σημαντική βελτίωση που κατέγραψε τα προηγούμενα έτη, εμφάνισε μικρή επιδείνωση κατά το 2024. Η ανατίμηση του ευρώ επέδρασε αρνητικά στην **ανταγωνιστικότητα τιμών** της ελληνικής οικονομίας, υπερκαλύπτοντας τα οφέλη από το χαμηλότερο επίπεδο εγχώριου πληθωρισμού έναντι του σταθμισμένου πληθωρισμού των κυριότερων εμπορικών εταίρων. Η ανταγωνιστικότητα ως προς το **μοναδιαίο κόστος εργασίας** επίσης επιδεινώθηκε το 2024 (έναντι μικρής επιδείνωσης το 2023). Αυτό οφείλεται στην επιβράδυνση της ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στην ευρωζώνη, ως αποτέλεσμα χαμηλότερων μισθολογικών αυξήσεων και υψηλότερης αύξησης της παραγωγικότητας της εργασίας στην ευρωζώνη. Σε όρους **διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας**, η κατάταξη της Ελλάδος στους συναφείς σύνθετους δείκτες παρέμεινε ουσιαστικά στάσιμη το 2024, σε σχετικώς χαμηλά επίπεδα. Το χάσμα σε όρους ψηφιακού μετασχηματισμού, καινοτομίας και συνολικών παραγωγικών επενδύσεων ως προς το ΑΕΠ μεταξύ της Ελλάδος και των περισσότερων προηγμένων οικονομιών παραμένει, διατηρώντας έτσι και την υφιστάμενη απόσταση στις διεθνείς κατατάξεις ανταγωνιστικότητας.

Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ) επιδεινώθηκε το 2024 (6,4% του ΑΕΠ, έναντι 6,2% του ΑΕΠ το 2023). Η εξέλιξη αυτή οφείλεται κυρίως: (α) στην επιδείνωση του ισοζυγίου αγαθών πλην των καυσίμων, αφού η αύξηση των σχετικών εισαγωγών ήταν υψηλότερη από εκείνη των εξαγωγών, (β) στην άνοδο του ελλείμματος του ισοζυγίου καυσίμων, καθώς η μείωση των αντίστοιχων εξαγωγών υπερέβη αυτήν των εισαγωγών, και (γ) στην επιδείνωση του ισοζυγίου πρωτογενών εισοδημάτων. Ωστόσο, οι τάσεις αυτές αντισταθμίστηκαν μερικώς από: (α) τη διεύρυνση του πλεονάσματος του ισοζυγίου υπηρεσιών, κυρίως λόγω αυξημένων εισπράξεων από ταξιδιωτικές υπηρεσίες και δευτερευόντως λόγω της μικρής αύξησης του πλε-

ονάσματος του ισοζυγίου θαλάσσιων μεταφορών, και (β) τη βελτίωση του ισοζυγίου δευτερογενών εισοδημάτων. Οι **ξένες άμεσες επενδύσεις (ΞΑΕ)** σημείωσαν ισχυρή άνοδο (6 δισεκ. ευρώ ή 2,5% του ΑΕΠ) σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος (4,4 δισεκ. ευρώ ή 1,9% του ΑΕΠ), καταγράφοντας το δεύτερο υψηλότερο επίπεδο της τελευταίας εικοσαετίας. Η άνοδος αυτή οφείλεται κυρίως στις επενδύσεις σε νέες μετοχές και σε ακίνητα, με τον κλάδο των ακινήτων να απορροφά άνω του 45% των συνολικών ροών. Παράλληλα, κλάδοι όπως η μεταποίηση, οι μεταφορές και αποθήκευση, οι επικοινωνίες και οι χρηματοοικονομικές δραστηριότητες συνέχισαν να προσελκύουν το ενδιαφέρον των ξένων επενδυτών. Συνολικά, οι ΞΑΕ ενισχύθηκαν από τη βελτίωση του επιχειρηματικού περιβάλλοντος μετά τις πρόσφατες αναβαθμίσεις της ελληνικής οικονομίας και από την ολοκλήρωση έργων αποκρατικοποιήσεων.

Στη διάρκεια του 2024 η αγορά ακινήτων συνέχισε να προσελκύει ενδιαφέρον και κεφάλαια από την Ελλάδα και το εξωτερικό, με τις τιμές των ακινήτων να κινούνται περαιτέρω ανοδικά. Το επενδυτικό ενδιαφέρον κατευθύνθηκε σε όλο το φάσμα των χρήσεων ακινήτων, με τη ζήτηση να εξακολουθεί να υπερβαίνει την προσφορά αποθέματος σύγχρονων προδιαγραφών. Η αγορά **κατοικιών** διατηρεί τη θετική της δυναμική, με ιδιαίτερη έμφαση στις κατοικίες επενδυτικού χαρακτήρα, όπου οι σχετικοί δείκτες τιμών εμφανίζουν ισχυρή άνοδο. Η κατασκευαστική δραστηριότητα για κατοικίες κατέγραψε σημαντική αύξηση, ενώ παράλληλα οι θετικές επιχειρηματικές προσδοκίες παρουσίασαν συγκρατημένη βελτίωση σε σχέση με το 2023. Παρά την ανοδική τάση των επενδύσεων σε κατοικίες, το μερίδιό τους στο ΑΕΠ παραμένει χαμηλό, ενώ η οικοδομική δραστηριότητα δεν έχει ακόμη επανέλθει στα προ κρίσης επίπεδα. Το συνολικό κόστος κατασκευής νέων κτιρίων κατοικιών συνέχισε να αυξάνεται το 2024, αν και με ηπιότερο ρυθμό. Στον κλάδο των **επαγγελματικών ακινήτων**, οι τιμές συνέχισαν την ανοδική τους πορεία, ιδίως για τα ακίνητα υψηλών προδιαγραφών. Η συνολική κατασκευαστική δραστηριότητα για επαγγελματικές χρήσεις συνέχισε να καταγράφει θετικούς ρυθμούς μεταβολής.

Δημοσιονομικές εξελίξεις

Το 2024 ενισχύθηκε σημαντικά η δημοσιονομική σταθερότητα. Ο προσανατολισμός της δημοσιονομικής πολιτικής εκτιμάται ότι παρέμεινε συσταλτικός το 2024, για τρίτη συνεχόμενη χρονιά. Βασικά χαρακτηριστικά της ήταν η περαιτέρω βελτίωση των δημόσιων οικονομικών, η συνέχιση των μεταρρυθμίσεων και η εφαρμογή στοχευμένων μέτρων για τη στήριξη των ευάλωτων νοικοκυριών και των επιχειρήσεων, διασφαλίζοντας παράλληλα τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους. Συγκεκριμένα, τα δημοσιονομικά μέτρα επικεντρώθηκαν σε τρεις κύριους άξονες: (α) τις παρεμβάσεις κοινωνικής πολιτικής με στόχο την αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος των πολιτών, (β) την εφαρμογή μέτρων για την καταπολέμηση της φοροδιαφυγής, σε συνδυασμό με την ενίσχυση της ηλεκτρονικής διακυβέρνησης και των ψηφιακών πληρωμών, και (γ) την αύξηση των δημόσιων επενδύσεων.

Οι προσπάθειες καταπολέμησης της φοροδιαφυγής αποδίδουν καρπούς, οδηγώντας σε σταθερή υπεραπόδοση των φορολογικών εσόδων τα τελευταία χρόνια, διεύρυνση της φορολογικής βάσης και ενίσχυση της φορολογικής δικαιοσύνης. Το 2024 συνεχίστηκε η καλύτερη απόδοση των φορολογικών εσόδων έναντι των στόχων του Προϋπολογισμού, επιτρέποντας τη χρηματοδότηση πρόσθετων δημόσιων δαπανών για επενδύσεις και για στήριξη των ευάλωτων κοινωνικών ομάδων. Η βελτίωση των εισοδημάτων, η αυξημένη κερδοφορία των επιχειρήσεων και η ενίσχυση της απασχόλησης συνέβαλαν στην υπέρβαση των δημοσιονομικών στόχων σε σχέση με τις αρχικές εκτιμήσεις. Οι πρόσφατες μεταρρυθμίσεις, όπως η διασύνδεση ταμειακών μηχανών με τα POS, η ψηφιοποίηση των συναλλαγών και των οικονομικών δεδομένων των επιχειρήσεων από την ΑΑΔΕ μέσω της πλατφόρμας myData, καθώς και ο νέος τρόπος τεκμαρτού προσδιορισμού του εισοδήματος των ελεύθερων επαγγελματιών, ενίσχυσαν τη φορολογική συμμόρφωση, αποδεικνύοντας την αποτελεσματικότητα των πολιτικών περιορισμού της φοροδιαφυγής. Εξάλλου, χάρη στην υπεραπόδοση των εσόδων, λόγω της μείωσης της φοροδιαφυγής που έχει ως συνέπεια τη μόνιμη αύξηση των φορολογικών εσόδων, κατέστη δυνατή η ανοδική αναθεώρηση του ορίου αύξησης των καθαρών πρωτογενών δαπανών για το

2024, δημιουργώντας έτσι επιπλέον δημοσιονομικό χώρο για πρόσθετες δημοσιονομικές παρεμβάσεις εντός του έτους χωρίς να διαταράσσεται η δημοσιονομική βιωσιμότητα και η συμμόρφωση με τους νέους δημοσιονομικούς κανόνες.

Λαμβάνοντας υπόψη όλα τα νεότερα στοιχεία για την πορεία των φορολογικών εσόδων, εκτιμάται ότι για ακόμη μια φορά υπερκεράστηκαν οι δημοσιονομικοί στόχοι του έτους. Σύμφωνα με την αναθεωρημένη πρόβλεψη της Τράπεζας της Ελλάδος, το **πρωτογενές αποτέλεσμα** της γενικής κυβέρνησης το 2024 αναμένεται να διαμορφωθεί σε πλεόνασμα 3,5% του ΑΕΠ, σημαντικά υψηλότερο από τις προβλέψεις τόσο του ΜΔΣ 2025-2028 (2,4% του ΑΕΠ) όσο και του Προϋπολογισμού του 2025 (2,5% του ΑΕΠ).

Το δημόσιο χρέος το 2024 μειώθηκε σημαντικά ως ποσοστό του ΑΕΠ, ενώ επίσης μειώθηκε και σε ονομαστικούς όρους. Η μείωση αυτή αποδίδεται στο διευρυμένο πρωτογενές πλεόνασμα, στην περαιτέρω πρόωρη αποπληρωμή δανείων προς τον επίσημο τομέα και στη συνεχιζόμενη ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας. Συγκεκριμένα, το χρέος της γενικής κυβέρνησης εκτιμάται ότι μειώθηκε κατά 10,1 ποσ. μον. σε σχέση με το 2023, στο 153,8% του ΑΕΠ, φθάνοντας στο χαμηλότερο επίπεδο από το 2010. Μείωση χρέους εκτιμάται ότι καταγράφηκε και σε ονομαστικούς όρους για πρώτη φορά από το 2019 και για μόλις τέταρτη φορά κατά την περίοδο των 29 συνολικά ετών για τα οποία υπάρχουν διαθέσιμα εθνικολογιστικά στοιχεία. Με αυτό τον τρόπο, η χώρα ξεπέρασε για μια ακόμη χρονιά τις επιδόσεις των περισσότερων κρατών-μελών της ευρωζώνης, παρά την ανοδική αναθεώρηση του χρέους της λόγω της ενσωμάτωσης της νέας μεθοδολογίας της Eurostat για την καταγραφή των αναβαλλόμενων τόκων.

Η στρατηγική διαχείρισης του δημόσιου χρέους το 2024 επικεντρώθηκε στη μείωση του κόστους δανεισμού, τη διατήρηση υψηλών ταμειακών διαθεσίμων και την ενίσχυση της ρευστότητας της ελληνικής αγοράς κρατικών ομολόγων, περιορίζοντας ταυτόχρονα τους κινδύνους διαχείρισης του χαρτοφυλακίου. Οι νέες εκδόσεις είχαν χαμηλότερες αποδόσεις σε σύγκριση με αντίστοιχες προηγούμενες εκδόσεις και επίσης υψηλό δείκτη κάλυψης. Επιπλέον, κατά τη διάρκεια του έτους ο Οργανισμός Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους (ΟΔΔΗΧ) προέβη σε επανεκδόσεις παλαιότερων τίτλων με χαμηλότερες αποδόσεις έναντι των αρχικών εκδόσεων, ενισχύοντας περαιτέρω τη ρευστότητα στην αγορά ομολόγων και επιβεβαιώνοντας την ισχυρή ζήτηση μεσοπρόθεσμων ελληνικών τίτλων εκ μέρους των επενδυτών. Συνολικά, ο ΟΔΔΗΧ άντλησε 9,6 δισεκ. ευρώ με χαμηλότερο μεσοσταθμικό κόστος και μεγαλύτερη μεσοσταθμική διάρκεια έναντι του 2023, ενισχύοντας τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους.

Η απορρόφηση των πόρων του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF) εξελίσσεται ικανοποιητικά. Μέχρι το τέλος του 2024 η χώρα είχε εισπράξει το 51% των συνολικών διαθέσιμων κονδυλίων (18,2 δισεκ. ευρώ), έχοντας ολοκληρώσει το 28% των συμφωνημένων στόχων και οροσήμων. Στο δανειακό σκέλος, παρατηρείται σημαντική πρόοδος ως προς την υπογραφή συμβάσεων δανείων. Οι εκταμιεύσεις προς τις επιχειρήσεις αντιστοιχούν στο 32% των συνολικών εισπράξεων δανείων, καθώς τα δάνεια εκταμιεύονται τμηματικά, με βάση την πορεία υλοποίησης των έργων, σε βάθος τριετίας. Στο σκέλος των επιχορηγήσεων, οι εκταμιεύσεις προς τους τελικούς δικαιούχους έχουν επιταχυνθεί σημαντικά (εκτιμάται ότι ανήλθαν στο 77% των συνολικών εισπράξεων επιχορηγήσεων μέχρι το Δεκέμβριο του 2024), ενισχύοντας τη συμβολή των δημόσιων επενδύσεων στην οικονομική ανάπτυξη.

Η υπευθυνότητα και η αξιοπιστία στην άσκηση δημοσιονομικής πολιτικής αναγνωρίστηκαν από όλους τους διεθνείς φορείς στις αξιολογήσεις τους για την ελληνική οικονομία και τις προοπτικές της. Οι θετικές αυτές εξελίξεις αντανακλούν την προσδοκία των οίκων αξιολόγησης για περαιτέρω αποκλιμάκωση του λόγου χρέους/ΑΕΠ τα επόμενα χρόνια, καθώς και τη συστηματική υπεραπόδοση του πρωτογενούς δημοσιονομικού αποτελέσματος την τελευταία περίοδο.

Χρηματοπιστωτικές εξελίξεις

Η επάνοδος της Ελλάδος στην επενδυτική κατηγορία επιβεβαιώθηκε από το σύνολο των διεθνών οίκων αξιολόγησης, επισφραγίζοντας τη θετική πορεία της οικονομίας και την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης. Κατά τη διάρκεια του 2024 οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης Standard & Poor's, Morningstar DBRS και Moody's άλλαξαν τις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας από σταθερές σε θετικές, ενώ το Δεκέμβριο ο οίκος Scope Ratings αναβάθμισε το αξιόχρεο του Ελληνικού Δημοσίου σε BBB (από BBB-), μία βαθμίδα πάνω από το όριο της επενδυτικής κατηγορίας, διατηρώντας σταθερές τις προοπτικές. Το Μάρτιο του 2025 ο οίκος Morningstar DBRS προέβη σε ανάλογη αναβάθμιση της ελληνικής οικονομίας, μεταβάλλοντας τις προοπτικές σε σταθερές. Τον ίδιο μήνα ο οίκος Moody's έδωσε την επενδυτική βαθμίδα (Baa3) στην ελληνική οικονομία μετά από 14 χρόνια. Επομένως, όλοι οι αναγνωρισμένοι από την ΕΚΤ οίκοι αξιολόγησης κατατάσσουν πλέον την ελληνική οικονομία στην επενδυτική κατηγορία, σηματοδοτώντας την επιστροφή της χώρας στην ευρωπαϊκή κανονικότητα.

Οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων παρουσίασαν σημαντική βελτίωση (μείωση) το 2024, επηρεαζόμενες τόσο από τις τάσεις στην ευρωζώνη όσο και από τις θετικές εγχώριες εξελίξεις. Αρχικά, ακολούθησαν τη γενική πτωτική πορεία των κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ, αλλά στη συνέχεια η αναβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος στην επενδυτική κατηγορία συνέβαλε σημαντικά στη μεγαλύτερη μείωση των αποδόσεων σε σχέση με άλλες χώρες. Από το γ΄ τρίμηνο του έτους και έπειτα, οι αποδόσεις ακολούθησαν ανοδική πορεία, ευθυγραμμιζόμενες με την τάση στις διεθνείς αγορές, αν και η αύξηση ήταν πιο περιορισμένη. Οι θετικές εξελίξεις στην ελληνική οικονομία και οι συνεχείς αναβαθμίσεις της πιστοληπτικής αξιολόγησης περιόρισαν τις ανοδικές πιέσεις, ενώ ταυτόχρονα παράγοντες όπως οι ισχυρές δημοσιονομικές επιδόσεις, η βελτιωμένη ευρωστία του τραπεζικού τομέα, η μεγαλύτερη ανάπτυξη έναντι της ευρωζώνης, η πολιτική σταθερότητα και η συνέχιση της μεταρρυθμιστικής προσπάθειας ενίσχυσαν την εμπιστοσύνη των επενδυτών. Οι θετικές προοπτικές που αποδίδονται στην ελληνική οικονομία από τους οίκους αξιολόγησης οδήγησαν σε αυξημένη συμμετοχή των επενδυτών στις νέες εκδόσεις ελληνικών ομολόγων, συμβάλλοντας στη συγκράτηση των αποδόσεων, περιορίζοντας την επίδραση των διεθνών εξελίξεων και οδηγώντας σε μείωση των διαφορών αποδόσεων έναντι των υπόλοιπων χωρών της ευρωζώνης. Ως αποτέλεσμα, η διαφορά αποδόσεων (spread) των ελληνικών ομολόγων έναντι άλλων κρατικών ομολόγων της ευρωζώνης βρίσκεται σε επίπεδα συγκρίσιμα με εκείνα προ της κρίσης χρέους, επιβεβαιώνοντας τη σημασία των θετικών εγχώριων εξελίξεων ως αντίβαρου στην αυξημένη διεθνή αβεβαιότητα.

Οι αποδόσεις των ελληνικών εταιρικών και τραπεζικών ομολόγων κατέγραψαν πτωτική πορεία, συμβάλλοντας στον περιορισμό του κόστους χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Οι ελληνικές τράπεζες, έχοντας ήδη καλύψει τους στόχους για την Ελάχιστη Απαίτηση Ιδίων Κεφαλαίων και Επιλέξιμων Υποχρεώσεων (MREL), συνέχισαν την έκδοση ομολόγων στις διεθνείς αγορές με ευνοϊκούς όρους, καθώς οι αποδόσεις των νέων εκδόσεων μειώθηκαν παρά την πρόσφατη ανοδική τάση στις αποδόσεις των ευρωπαϊκών τραπεζικών ομολόγων. Το γεγονός αυτό οφείλεται στις αναβαθμίσεις των πιστοληπτικών αξιολογήσεων των τραπεζών. Παράλληλα, η έκδοση εταιρικών ομολόγων από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις αυξήθηκε, καθώς η βελτίωση της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης και οι προσδοκίες για μείωση των επιτοκίων οδήγησαν σε χαμηλότερο κόστος χρηματοδότησης. Παρότι το πρώτο εξάμηνο του 2024 καταγράφηκε άνοδος στις αποδόσεις, στη συνέχεια η τάση ήταν πτωτική, με αποτέλεσμα τη σύγκλιση των αποδόσεων των ελληνικών εταιρικών ομολόγων προς εκείνες των ευρωπαϊκών ομολόγων με διαβάθμιση κοντά στο όριο της επενδυτικής κατηγορίας.

Το 2024 η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά διατήρησε την ανοδική της πορεία, με μειωμένη μεταβλητότητα και αυξημένο επενδυτικό ενδιαφέρον. Οι μετοχές των τραπεζών, των βιομηχανικών εταιριών και των εταιριών καταναλωτικών αγαθών πρωταγωνίστησαν στην ενίσχυση του

γενικού δείκτη τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών, αντανακλώντας τη θετική δυναμική της ελληνικής οικονομίας. Η αυξημένη ζήτηση ελληνικών αξιογράφων από διεθνείς επενδυτές διευκόλυνε σημαντικά τη διαδικασία αποεπένδυσης του ΤΧΣ από τις συστημικές τράπεζες, ενισχύοντας περαιτέρω την αγορά. Παράλληλα, η συναλλακτική δραστηριότητα κατέγραψε σημαντική άνοδο.

Τραπεζικός τομέας

Το 2024 τα επιτόκια χορηγήσεων κινήθηκαν πτωτικά στις περισσότερες κατηγορίες δανείων, με διαφορετικό βαθμό προσαρμογής ανάλογα με τον τομέα και τον τύπο χρηματοδότησης. Πιο συγκεκριμένα, το κόστος τραπεζικού δανεισμού των επιχειρήσεων υποχώρησε, ακολουθώντας τις μειώσεις των επιτοκίων της νομισματικής πολιτικής και της διατραπεζικής αγοράς του ευρώ. Σε αυτό συνέβαλε και το γεγονός ότι τα επιτόκια των επιχειρηματικών δανείων είναι κατά κύριο λόγο κυμαινόμενα. Έτσι, το μεσοσταθμικό επιτόκιο των **επιχειρηματικών δανείων** διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο σε 5,5%, μειωμένο κατά 32 μ.β. συγκριτικά με το 2023. Για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις, τα επιτόκια παρέμειναν σχεδόν αμετάβλητα σε μέση ετήσια βάση, σε ελαφρώς υψηλότερα επίπεδα σε σύγκριση με το μέσο όρο του συνόλου των επιχειρήσεων, αντικατοπτρίζοντας τις αυξημένες απαιτήσεις διαχείρισης κινδύνων. Ωστόσο, οι όροι δανεισμού των επιχειρήσεων, κυρίως μικρού και μεσαίου μεγέθους, ήταν στην πραγματικότητα ευνοϊκότεροι από ό,τι καταγράφεται στη στατιστική σειρά των τραπεζικών επιτοκίων, λόγω της προσφοράς χαμηλότοκων δανείων μέσω των χρηματοδοτικών εργαλείων του Ομίλου της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων (ΕΤΕπ) και της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας (ΕΑΤ), καθώς και των δανείων του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF). Όσον αφορά τα **νοικοκυριά**, η ενσωμάτωση των μειώσεων των επιτοκίων πολιτικής στα τραπεζικά επιτόκια χορηγήσεων υπήρξε πιο περιορισμένη σε σύγκριση με τις επιχειρήσεις. Εξάλλου, σημαντικό τμήμα των νέων δανείων τους ήταν σταθερού επιτοκίου. Το μεσοσταθμικό επιτόκιο τραπεζικού δανεισμού του τομέα των νοικοκυριών διαμορφώθηκε σε 6,1% κατά μέσο όρο το 2024 (από 6,2% το 2023), υψηλότερο κατά περισσότερο από μισή ποσοστιαία μονάδα έναντι του αντίστοιχου των επιχειρήσεων. Αναλυτικότερα, τα επιτόκια των **στεγαστικών δανείων** παρέμειναν σχεδόν αμετάβλητα σε σχέση με το 2023 στο 4,1% κατά μέσο όρο, καθώς οι μειώσεις στα κυμαινόμενα επιτόκια το 2024 αντιστάθμισαν σε μεγάλο βαθμό τις αυξήσεις που καταγράφηκαν την προηγούμενη περίοδο, κατά τον κύκλο ανόδου των επιτοκίων πολιτικής. Αντίθετα, στα **καταναλωτικά δάνεια** τακτής λήξης, το μεσοσταθμικό επιτόκιο υποχώρησε κατά περίπου μισή ποσοστιαία μονάδα το 2024, στο 10,8%. Σε πραγματικούς όρους, τα επιτόκια των τραπεζικών δανείων εμφανίζονται ελαφρώς αυξημένα το 2024 έναντι του προηγούμενου έτους. Επιπλέον, η απόκλιση των επιτοκίων δανεισμού μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ περιορίστηκε περαιτέρω το 2024 και στους δύο τομείς (μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και νοικοκυριά).

Κατά τη διάρκεια του 2024 τα επιτόκια καταθέσεων παρουσίασαν πτωτική τάση, παραμένοντας ωστόσο υψηλότερα κατά μέσο όρο έναντι του 2023. Συγκεκριμένα, τα επιτόκια των καταθέσεων προθεσμίας για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (ΜΧΕ) ακολούθησαν τις μειώσεις των επιτοκίων πολιτικής του Ευρωσυστήματος, ενώ η προσαρμογή στα αντίστοιχα επιτόκια των νοικοκυριών ήταν βραδύτερη και πιο περιορισμένη. Η σχετική ανελαστικότητα των επιτοκίων καταθέσεων των νοικοκυριών αποδίδεται στην προσπάθεια των πιστωτικών ιδρυμάτων να διατηρήσουν ισχυρή την καταθετική τους βάση, ειδικά μετά την εξόφληση των υποχρεώσεών τους προς την ΕΚΤ, αλλά και στη στροφή των καταθετών προς εναλλακτικές τοποθετήσεις, όπως τα έντοκα γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου. Παρά την καθοδική τάση, κατά μέσο όρο το 2024 τα μεσοσταθμικά **επιτόκια καταθέσεων προθεσμίας** διαμορφώθηκαν σε υψηλότερα επίπεδα από ό,τι το 2023. Ειδικότερα, το μεσοσταθμικό επιτόκιο των καταθέσεων προθεσμίας προς τα νοικοκυριά διαμορφώθηκε σε 1,8% κατά μέσο όρο (έναντι 1,4% το 2023) και το αντίστοιχο επιτόκιο των ΜΧΕ διαμορφώθηκε σε 3% (έναντι 2,3% το 2023). Από την άλλη πλευρά, τα **επιτόκια στις καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας** παρέμειναν σχεδόν αμετάβλητα σε σχέση με το 2023 (0,03% για νοικοκυριά και 0,18% για ΜΧΕ).

Ο ετήσιος ρυθμός της πιστωτικής επέκτασης προς τον ιδιωτικό τομέα συνολικά επιταχύνθηκε σημαντικά το 2024 (6,2%) σε σχέση με το 2023 (3,2%). Η εξέλιξη αυτή αντανακλά την ενίσχυση της τραπεζικής χρηματοδότησης τόσο προς τις επιχειρήσεις όσο και προς τα νοικοκυριά.

Η πιστωτική επέκταση προς τις επιχειρήσεις επιταχύνθηκε σημαντικά, με ιδιαίτερα ενισχυμένη στήριξη προς τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις (ΜΜΕ). Συγκεκριμένα, ο ρυθμός αύξησης της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις επιταχύνθηκε σε 9,5% κατά μέσο όρο το 2024 (από 6,5% το 2023). Η άνοδος της οικονομικής δραστηριότητας, σε συνδυασμό με τη σταδιακή μείωση των τραπεζικών επιτοκίων χορηγήσεων, συνέβαλε στη διεύρυνση της ζήτησης νέων δανείων, ενώ οι τράπεζες, διαθέτοντας άφθονη ρευστότητα και έχοντας μειώσει την εξάρτησή τους από το Ευρωσύστημα, αύξησαν την προσφορά πιστώσεων. Οι τομείς της βιομηχανίας, του εμπορίου, της ενέργειας και του τουρισμού είχαν τη μεγαλύτερη συμμετοχή στη συνολική ροή επιχειρηματικών δανείων. Η εξέλιξη των νέων τραπεζικών επιχειρηματικών δανείων το 2024 επηρεάστηκε κυρίως από τη συμβολή της χρηματοδότησης προς τις μεγάλες επιχειρήσεις. Αξίζει όμως να σημειωθεί ότι η μέση μηνιαία ακαθάριστη ροή προς τις ΜΜΕ σημείωσε σημαντική αύξηση (25%) σε σχέση με το 2023. Επιπλέον, τα προγράμματα συγχρηματοδότησης και εγγυοδοσίας της ΕΑΤ, του Ομίλου ΕΤΕπ και τα δάνεια του RRF ενίσχυσαν περαιτέρω τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων (και ιδιαίτερα των ΜΜΕ), αυξάνοντας το μερίδιό τους στο συνολικό υπόλοιπο των επιχειρηματικών δανείων.

Η συρρίκνωση των τραπεζικών πιστώσεων προς τα νοικοκυριά συνεχίστηκε, αλλά με ηπιότερο ρυθμό σε σχέση με το προηγούμενο έτος, αντανακλώντας την επιτάχυνση της καταναλωτικής πίστης και την επιβράδυνση της μείωσης των στεγαστικών δανείων. Συγκεκριμένα, το υπόλοιπο των τραπεζικών δανείων προς τα νοικοκυριά μειώθηκε κατά 1% σε ετήσια βάση, έναντι μείωσης 2,4% το 2023. Ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης της **καταναλωτικής πίστης** ενισχύθηκε στο 5,5% (από 2% το 2023), ενώ ο ρυθμός μείωσης του υπολοίπου των **στεγαστικών δανείων** περιορίστηκε στο -2,9% (από -3,7% το προηγούμενο έτος). Παράλληλα, οι ακαθάριστες ροές τόσο των καταναλωτικών όσο και των στεγαστικών δανείων σημείωσαν σημαντική άνοδο. Η αύξηση της καταναλωτικής πίστης συνδέθηκε με την άνοδο των καταναλωτικών δαπανών των νοικοκυριών, ενώ η μείωση των στεγαστικών επιτοκίων εκτιμάται ότι δεν είχε ακόμη πλήρη επίδραση στη ζήτηση στεγαστικών δανείων, λόγω του υψηλού ποσοστού νέων δανείων με σταθερό επιτόκιο.

Οι τραπεζικές καταθέσεις του ιδιωτικού τομέα συνέχισαν να αυξάνονται το 2024, με ταχύτερο ρυθμό σε σύγκριση με το 2023. Συνολικά, καταγράφηκε σωρευτική αύξηση κατά 8,6 δισεκ. ευρώ (2023: 5,8 δισεκ. ευρώ), ανεβάζοντας το συνολικό υπόλοιπο στα 204 δισεκ. ευρώ, το υψηλότερο επίπεδο από το Φεβρουάριο του 2011. Ως ποσοστό του ΑΕΠ, οι καταθέσεις του εγχώριου ιδιωτικού τομέα ανήλθαν στο 85%, ξεπερνώντας το μέσο όρο της περιόδου 2003-2008. Πάντως, ο κύριος όγκος της καταθετικής βάσης των τραπεζών εξακολουθεί να απαρτίζεται από ρευστά διαθέσιμα που τηρούνται σε λογαριασμούς διάρκειας μίας ημέρας (75% των καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα).

Η αύξηση των καταθέσεων προήλθε κυρίως από τις επιχειρηματικές καταθέσεις. Οι **καταθέσεις των επιχειρήσεων** αυξήθηκαν σημαντικά, αντανακλώντας την ενίσχυση της πιστωτικής επέκτασης προς τις ΜΧΕ και την αύξηση του κύκλου εργασιών τους. Πιο συγκρατημένη ήταν η αύξηση των **καταθέσεων των νοικοκυριών**, τα οποία στράφηκαν προς εναλλακτικές επενδυτικές επιλογές, όπως έντοκα γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου και μερίδια επενδυτικών κεφαλαίων, που προσέφεραν υψηλότερες αποδόσεις.

Το 2024 η τάση μετακίνησης από καταθέσεις μίας ημέρας προς καταθέσεις προθεσμίας ανακόπηκε, καθώς η διαφορά επιτοκίου μεταξύ τους συρρικνώθηκε. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των καταθέσεων προθεσμίας επιβραδύνθηκε σημαντικά, με τις καταθέσεις προθεσμίας των επιχειρήσεων να αυξάνονται οριακά και εκείνες των νοικοκυριών να καταγράφουν πολύ μι-

κρότερη αύξηση σε σχέση με το 2023. Αντίθετα, οι καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας παρουσίασαν σημαντική άνοδο τόσο για τις επιχειρήσεις όσο και για τα νοικοκυριά, αντιστρέφοντας τη μείωση που είχε σημειωθεί το προηγούμενο έτος.

Κατά τη διάρκεια του 2024, τα θεμελιώδη μεγέθη των ελληνικών τραπεζών ενισχύθηκαν περαιτέρω, με αύξηση της κερδοφορίας και των δεικτών κεφαλαιακής επάρκειας, διατήρηση της ρευστότητας σε υψηλά επίπεδα και παράλληλη βελτίωση της ποιότητας του δανειακού χαρτοφυλακίου. Οι θετικές εξελίξεις στα θεμελιώδη μεγέθη των τραπεζών οφείλονται στον ισχυρό ρυθμό ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας, στην αναβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος και των σημαντικών ελληνικών τραπεζών, στη συνεχιζόμενη βελτίωση της ποιότητας του χαρτοφυλακίου τους και στην αναδιάρθρωση των λιγότερο σημαντικών τραπεζών. Αναλυτικότερα, η **κερδοφορία** ενισχύθηκε, αντικατοπτρίζοντας την περαιτέρω αύξηση των καθαρών εσόδων από τόκους και προμήθειες. Οι **δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας** των ελληνικών τραπεζών βελτιώθηκαν σημαντικά, συγκλίνοντας προς τους αντίστοιχους ευρωπαϊκούς, καθώς η ενίσχυση των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων, μέσω της εσωτερικής δημιουργίας κεφαλαίου και της έκδοσης τίτλων που προσμετρούνται σε αυτά, υπεραντιστάθμισε την αύξηση του σταθμισμένου ως προς τον κίνδυνο ενεργητικού. Συγκεκριμένα, αυξήθηκαν τόσο ο Δείκτης Κεφαλαίου Κοινών Μετοχών (Common Equity Tier 1 – CET1 ratio) στο 15,9% το Δεκέμβριο του 2024 (ευρωζώνη[3]: 15,9%, από 15,5% το Δεκέμβριο του 2023) όσο και ο Συνολικός Δείκτης Κεφαλαίου (Total Capital Ratio – TCR) στο 19,6% (ευρωζώνη: 20%, από 18,8% το Δεκέμβριο του 2023). Οι **δείκτες ρευστότητας** παρέμειναν σχεδόν αμετάβλητοι σε σχέση με το τέλος του 2023 και διατηρούνται σε επίπεδα πολύ υψηλότερα από την υποχρεωτική εποπτική απαίτηση και από τους αντίστοιχους δείκτες των τραπεζών της ευρωζώνης, παρά την πλήρη αποπληρωμή των πράξεων TLTRO του Ευρωσυστήματος. Ο **δείκτης μη εξυπηρετούμενων δανείων** (ΜΕΔ) μειώθηκε σημαντικά σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος, συγκλίνοντας περαιτέρω προς τον ευρωπαϊκό μέσο όρο. Σύμφωνα με τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία, τα ΜΕΔ κατέγραψαν περαιτέρω μείωση στο 3,8% του συνολικού δανειακού χαρτοφυλακίου το Δεκέμβριο του 2024 (από 6,7% το Δεκέμβριο του 2023), έναντι 2,3% σε επίπεδο ευρωζώνης.

Η αναδιάρθρωση των λιγότερο σημαντικών τραπεζών συνέβαλε στην ενίσχυση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού περιβάλλοντος. Η συγχώνευση της Παγκρήτιας Τράπεζας με την Τράπεζα Αττικής με παράλληλη αύξηση κεφαλαίου και συμμετοχή ιδιώτη επενδυτή, καθώς και η εξυγίανση δύο συνεταιριστικών τραπεζών στη Βόρειο Ελλάδα, χωρίς την παραμικρή επίπτωση στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, σηματοδότησαν ουσιαστικά και την εξυγίανση του τομέα των Λιγότερο Σημαντικών Ιδρυμάτων (Less Significant Institutions), ενισχύοντας τόσο τον ανταγωνισμό στον τραπεζικό τομέα όσο και τη δυνατότητα χρηματοδότησης των μικρομεσαίων επιχειρήσεων.

Το 2024 και στις αρχές του 2025 συνεχίστηκαν οι αναβαθμίσεις του αξιόχρεου των ελληνικών τραπεζών, αντανακλώντας τη βελτίωση των θεμελιωδών μεγεθών τους και την ενίσχυση του θεσμικού πλαισίου. Σημαντική εξέλιξη αποτέλεσε η αναβάθμιση τριών συστημικών τραπεζών από τον οίκο S&P τον Ιανουάριο του 2025, με δύο εξ αυτών να κατατάσσονται πλέον στην επενδυτική κατηγορία (BBB-) με σταθερές προοπτικές. Ακολούθως, το Μάρτιο του 2025 ο οίκος Moody's προχώρησε σε αναβάθμιση των αξιολογήσεων των τεσσάρων συστημικών τραπεζών. Οι αναβαθμίσεις αυτές συνδέονται τόσο με τη θέσπιση μακροπροληπτικών μέτρων σε επίπεδο δανειολήπτη που ενισχύουν τη σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος όσο και με τις θετικές επιδράσεις από τις αναβαθμίσεις της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης.

Επιχειρήσεις ιδιωτικής ασφάλισης

Η εγχώρια ασφαλιστική αγορά έχει αποδείξει την ανθεκτικότητά της, διαχειριζόμενη επιτυχώς ένα ευρύ φάσμα προκλήσεων τα τελευταία έτη. Τέτοιες προκλήσεις ήταν οι μεταβολές

3 Τραπεζικοί όμιλοι στην Τραπεζική Ένωση που εποπτεύονται άμεσα από την ΕΚΤ.

των επιτοκίων, οι πληθωριστικές πιέσεις, οι επιπτώσεις ακραίων φαινομένων όπως η καταιγίδα Daniel, αλλά και η προσαρμογή στις συγχωνεύσεις και εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν τα προηγούμενα χρόνια. Το εννεάμηνο του 2024 σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2023, η **παραγωγή ασφαλίστρων** αυξήθηκε στις βασικές κατηγορίες ασφαλίσεων, κατά 17% στις ασφάλειες ζωής και κατά 9% στις ασφαλίσεις κατά ζημιών.

Οι ισολογισμοί των ασφαλιστικών επιχειρήσεων το εννεάμηνο του 2024 κατέγραψαν θετική πορεία σε σχέση με το τέλος του 2023, σημειώνοντας αύξηση του ενεργητικού, των υποχρεώσεων και των ιδίων κεφαλαίων. Συγκεκριμένα, το ενεργητικό των εποπτευόμενων ασφαλιστικών επιχειρήσεων αυξήθηκε κατά 3%, κυρίως λόγω της ανόδου των επενδύσεων που συνδέονται με ασφαλίσεις των οποίων τον επενδυτικό κίνδυνο φέρουν οι ασφαλισμένοι. Οι συνολικές υποχρεώσεις αυξήθηκαν κατά 2%, με τις ασφαλίσεις ζωής να αποτελούν σημαντικό μέρος αυτών, ενώ τα ίδια κεφάλαια ενισχύθηκαν κατά 5%. Η κεφαλαιακή επάρκεια του κλάδου παρέμεινε σε υψηλά επίπεδα, καθώς το 92% των επιλέξιμων κεφαλαίων κατατάσσεται στην υψηλότερη κατηγορία ποιότητας (Κατηγορία 1), ενώ παράλληλα όλες οι εποπτευόμενες ασφαλιστικές επιχειρήσεις διατηρούν δείκτη κάλυψης κεφαλαιακής απαίτησης φερεγγυότητας άνω του 100%, παρά τις προκλήσεις του μακροοικονομικού περιβάλλοντος και τις ασταθείς συνθήκες της χρηματοπιστωτικής αγοράς.

Το 2024 και στις αρχές του 2025, το θεσμικό πλαίσιο της ιδιωτικής ασφάλισης στην ΕΕ ενισχύθηκε με σημαντικές νομοθετικές και ρυθμιστικές εξελίξεις. Η αναθεωρημένη Οδηγία "Φερεγγυότητα ΙΙ" και η νέα Οδηγία για την ανάκαμψη και εξυγίανση των ασφαλιστικών επιχειρήσεων δημοσιεύθηκαν τον Ιανουάριο του 2025, με στόχο την ευρωστία και την ενίσχυση της ανθεκτικότητας και της εποπτείας του ασφαλιστικού κλάδου. Σε εθνικό επίπεδο, η Τράπεζα της Ελλάδος εξέδωσε νέες Πράξεις Εκτελεστικής Επιτροπής που αφορούν την υποβολή εποπτικών εκθέσεων για τα Πανευρωπαϊκά Ατομικά Συνταξιοδοτικά Προϊόντα (PEPP), τις ελεγκτικές διαδικασίες επί των εκθέσεων φερεγγυότητας και χρηματοοικονομικής κατάστασης και τη ρύθμιση των ποσών υποχρεωτικής ασφάλισης επαγγελματικής αστικής ευθύνης των ασφαλιστικών διαμεσολαβητών. Οι ρυθμίσεις αυτές στοχεύουν στην ενίσχυση της διαφάνειας, της εποπτείας και της εύρυθμης λειτουργίας της ασφαλιστικής αγοράς.

Προβλέψεις

Η ελληνική οικονομία προβλέπεται να συνεχίσει να αναπτύσσεται και το 2025 με σταθερό ρυθμό, πολύ υψηλότερο από το μέσο όρο της ευρωζώνης. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, η οικονομική δραστηριότητα προβλέπεται να αυξηθεί με ρυθμό 2,3% το 2025, με κύριους προωθητικούς παράγοντες και εφέτος την ιδιωτική κατανάλωση και τις επενδύσεις. Πιο συγκεκριμένα, η **ιδιωτική κατανάλωση** (+2%) αναμένεται να συνεχίσει την ανοδική της πορεία, υποστηριζόμενη από την αύξηση του πραγματικού εισοδήματος των νοικοκυριών. Η προβλεπόμενη περαιτέρω αύξηση της απασχόλησης και των μισθών, σε συνδυασμό με τη μείωση του πληθωρισμού και την εφαρμογή στοχευμένων δημοσιονομικών παρεμβάσεων, αναμένεται να στηρίξουν το διαθέσιμο εισόδημα. Οι **επενδύσεις** (+6%) θα συνεχίσουν να αυξάνονται με σχετικά υψηλούς ρυθμούς, με τη στήριξη των ευρωπαϊκών πόρων. Οι πόροι αυτοί, σε συνδυασμό με την υψηλή ρευστότητα του τραπεζικού τομέα και τις συνεχείς αναβαθμίσεις της ελληνικής οικονομίας, θα προσελκύσουν νέα ιδιωτικά κεφάλαια. Οι **εξαγωγές** (+3,8%) θα συνεχίσουν να αυξάνονται, επηρεαζόμενες από τη θετική μεταβολή της εξωτερικής ζήτησης και την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας των ελληνικών εξαγωγών. Παρ' όλα αυτά, η συμβολή του εξωτερικού τομέα στο ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας θα είναι ουσιαστικά ουδέτερη, καθώς η έντονη επενδυτική δραστηριότητα και η ισχυρή κατανάλωση θα αυξήσουν σημαντικά τις **εισαγωγές** (+3,5%).

Οι προοπτικές για τον ελληνικό τουρισμό διαφαίνονται θετικές και για το 2025. Οι πρόδρομοι δείκτες τουριστικής δραστηριότητας, όπως ο προγραμματισμός αεροπορικών θέσεων, οι διεθνείς τουριστικές αφίξεις και οι επενδύσεις στον τουριστικό κλάδο, παρέχουν ενθαρρυντικές ενδείξεις για τη ζήτηση, επιβεβαιώνοντας το θετικό κλίμα.

Οι προοπτικές της αγοράς εργασίας για το 2025 παραμένουν ευνοϊκές, με ενίσχυση της απασχόλησης και περαιτέρω αποκλιμάκωση της ανεργίας. Η αύξηση της απασχόλησης (+1,3%) και η υποχώρηση του ποσοστού ανεργίας (σε 9,9%) συνδέονται με τη διατήρηση της αναπτυξιακής δυναμικής της οικονομίας, η οποία υποστηρίζει τη δημιουργία νέων θέσεων εργασίας.

Η περαιτέρω αποκλιμάκωση του πληθωρισμού το 2025 αναμένεται να είναι περιορισμένη, ενώ ο πυρήνας του πληθωρισμού εκτιμάται ότι θα παραμείνει αμετάβλητος. Συγκεκριμένα, ο γενικός πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ προβλέπεται να επιβραδυνθεί οριακά στο 2,9%, ενώ ο δομικός πληθωρισμός εκτιμάται ότι θα διατηρηθεί στο 3,6%. Ανοδική πίεση θα ασκήσουν η επιστροφή του ενεργειακού πληθωρισμού σε θετικά επίπεδα και η αναμενόμενη ενίσχυση του πληθωρισμού των υπηρεσιών. Αντίθετα, υποχώρηση αναμένεται να καταγράψει ο πληθωρισμός των ειδών διατροφής και των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών.

Η διατήρηση της αναπτυξιακής δυναμικής της οικονομίας αναμένεται να επηρεάσει (οριακά) θετικά την παραγωγικότητα της εργασίας, ενώ οι ηπιότερες μισθολογικές αυξήσεις θα ευνοήσουν την ανταγωνιστικότητα. Συγκεκριμένα, η άνοδος της παραγωγικότητας αναμένεται να παραμείνει περιορισμένη το 2025 (1%, στα ίδια επίπεδα με το 2024). Από την άλλη πλευρά, τόσο οι συνολικές αμοιβές όσο και οι μέσες αποδοχές και το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος θα εξακολουθήσουν να αυξάνονται, αντανακλώντας και την αύξηση του κατώτατου μισθού, αν και με ρυθμούς χαμηλότερους από ό,τι το 2024. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, το 2025 προβλέπεται αύξηση των **συνολικών αμοιβών** κατά 5,6% (2024: 7,4%), των **μέσων αποδοχών** κατά 4,5% (2024: 6%) και του **μοναδιαίου κόστους εργασίας** κατά 3,4% (2024: 4,9%).

Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ) αναμένεται να μειωθεί σε 5,7% του ΑΕΠ το 2025 (από 6,4% του ΑΕΠ το 2024). Οι παράγοντες που αναμένεται να συμβάλουν στη βελτίωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών είναι: (α) Οι **εξαγωγές** αγαθών, παρά την αναιμική άνοδο που κατέγραψαν το 2024, δεν απώλεσαν σημαντικό μερίδιο αγοράς, γεγονός που συνιστά βάση για καλύτερες επιδόσεις τα επόμενα έτη. (β) Το πλεόνασμα στο **ισοζύγιο υπηρεσιών** αναμένεται να αυξηθεί, καθώς οι εισπράξεις από **ταξιδιωτικές υπηρεσίες** εκτιμάται ότι θα σημειώσουν περαιτέρω, μικρή ωστόσο, άνοδο το 2025, κυρίως μέσω της επέκτασης της τουριστικής περιόδου, της προώθησης άλλων μορφών τουρισμού και της ενίσχυσης της κρουαζιέρας. Σχετικά θετικές προοπτικές υπάρχουν για τις εισπράξεις από **θαλάσσιες μεταφορές**, λόγω της εκτιμώμενης – έστω και μικρής – ανόδου της παγκόσμιας ζήτησης και της περιορισμένης αύξησης του παγκόσμιου στόλου. (γ) Η αναμενόμενη καθοδική πορεία των επιτοκίων, σε συνδυασμό με τις επιδράσεις από τις συνεχείς αναβαθμίσεις της ελληνικής οικονομίας, θα συμβάλει στη μείωση των πληρωμών για τόκους, βελτιώνοντας το **ισοζύγιο πρωτογενών εισοδημάτων**. (δ) Η χρηματοδότηση από **ευρωπαϊκούς πόρους**, όταν παρέχεται υπό τη μορφή επιχορηγήσεων (π.χ. κονδύλια NGEU), θα βελτιώσει τα ισοζύγια πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων. Από την άλλη πλευρά, οι ανάγκες για **εισαγωγές ενδιάμεσων και επενδυτικών αγαθών** θα επιβαρύνουν το έλλειμμα στο ΙΤΣ. Οι **ξένες άμεσες επενδύσεις** αναμένεται να διατηρήσουν τη δυναμική τους, αντανακλώντας τη βελτίωση του επιχειρηματικού κλίματος.

Οι προοπτικές για την αγορά ακινήτων το 2025 παραμένουν θετικές. Η περιορισμένη προσφορά και η υψηλή ζήτηση για κατοικίες, ιδίως επενδυτικής χρήσης, αναμένεται να συντηρήσουν την ανοδική τάση των τιμών, με ηπιότερους ωστόσο ρυθμούς σε σχέση με την προηγούμενη περίοδο.

Η νομισματική πολιτική το 2025 αναμένεται να γίνει σταδιακά λιγότερο περιοριστική, καθώς τα επιτόκια πολιτικής θα συνεχίσουν να μειώνονται. Η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού σε επίπεδο ευρωζώνης έχει προσεγγίσει σημαντικά το στόχο του 2% και οι προβλέψεις των εμπειρογνωμόνων της ΕΚΤ υποδεικνύουν διατηρήσιμη επάνοδό του σε επίπεδα συμβατά με τη στα-

θερότητα των τιμών. Σε αυτό το πλαίσιο, υπάρχει περιθώριο για περαιτέρω βήματα ομαλοποίησης της νομισματικής πολιτικής, με επιπλέον μειώσεις των επιτοκίων πολιτικής εντός του 2025.

Η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής αναμένεται να μεταστραφεί σε επεκτατική το 2025, λόγω των αυξημένων δημόσιων επενδύσεων μέσω του RRF. Εξαιρουμένης αυτής της επίπτωσης, η δημοσιονομική κατεύθυνση εκτιμάται σε ουδέτερη και ως εκ τούτου συμβατή με τους στόχους της νομισματικής πολιτικής.

Λόγω της ευνοϊκής δημοσιονομικής θέσης της χώρας, οι ανάγκες προσαρμογής υπό το νέο πλαίσιο οικονομικής διακυβέρνησης της ΕΕ είναι περιορισμένες. Σύμφωνα με το ΜΔΣ, η σωρευτική δημοσιονομική προσαρμογή (σε όρους διαρθρωτικού πρωτογενούς αποτελέσματος) που απαιτείται κατά την τετραετία 2025-2028 για την ικανοποίηση όλων των κριτηρίων βιωσιμότητας των νέων δημοσιονομικών κανόνων εκτιμάται μόνο σε 0,4 ποσ. μον. του ΑΕΠ (ή 0,1 ποσ. μον. του ΑΕΠ ετησίως). Για την επίτευξη αυτής της μικρής προσαρμογής, απαιτείται ο ρυθμός αύξησης των εθνικά χρηματοδοτούμενων καθαρών πρωτογενών δαπανών να μην υπερβαίνει το 3,4% κατά μέσο όρο ετησίως (αύξηση 2025: 3,7%, 2026: 3,6%, 2027: 3,1% και 2028: 3,0%).

Τα δημοσιονομικά μεγέθη εκτιμάται ότι θα διατηρηθούν σε υγιή επίπεδα και το 2025. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, με βάση τα διαθέσιμα στοιχεία και τις παρεμβάσεις που έχουν εξαγγελθεί, το **πρωτογενές πλεόνασμα** προβλέπεται να διαμορφωθεί σε 2,6% του ΑΕΠ και το **δημοσιονομικό έλλειμμα** σε 0,4% του ΑΕΠ, πολύ κάτω από το όριο του 3% που θέτει το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Η πρόβλεψη αυτή ήδη περιλαμβάνει δημοσιονομικές παρεμβάσεις που στοχεύουν στην ενίσχυση του διαθέσιμου εισοδήματος, στη μείωση των κοινωνικών ανισοτήτων και στην αντιμετώπιση σημαντικών κοινωνικών ζητημάτων, όπως το δημογραφικό και το στεγαστικό, καθώς και των επιπτώσεων από φυσικές καταστροφές. Παράλληλα, λαμβάνεται υπόψη η προβλεπόμενη αύξηση των εσόδων από φόρους και ασφαλιστικές εισφορές χάρη στη συνεχιζόμενη οικονομική ανάπτυξη και στη νέα αύξηση του κατώτατου μισθού, καθώς και η συγκράτηση της αύξησης των πρωτογενών δαπανών (εντός των ορίων που διασφαλίζουν τη συμμόρφωση με τους νέους ευρωπαϊκούς δημοσιονομικούς κανόνες).

Η πτωτική πορεία του δημόσιου χρέους προβλέπεται να συνεχιστεί, αν και με πιο ήπιο ρυθμό. Ο λόγος χρέους/ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα μειωθεί περαιτέρω στο 144,4% του ΑΕΠ το 2025, υποστηριζόμενος από τη συνεχιζόμενη βελτίωση της οικονομικής δραστηριότητας, η οποία θα διατηρήσει την έντονα μειωτική επίδραση του ονομαστικού ΑΕΠ. Ωστόσο, ο ρυθμός αποκλιμάκωσης του δημόσιου χρέους θα είναι ηπιότερος (9,4 ποσ. μον. του ΑΕΠ) σε σχέση με τα προηγούμενα έτη, λόγω της αναμενόμενης μείωσης του πρωτογενούς πλεονάσματος και της μικρότερης χρήσης ταμειακών διαθεσίμων, που αντισταθμίζουν τη μικρή επιτάχυνση του αποπληθωριστή του ΑΕΠ. Σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα, υπό την προϋπόθεση της επίτευξης των δημοσιονομικών στόχων και της αποτελεσματικής αξιοποίησης των ευρωπαϊκών πόρων, το δημόσιο χρέος θα ακολουθήσει σταθερή καθοδική πορεία, σημειώνοντας σωρευτική μείωση κατά 12,1 ποσ. μον. του ΑΕΠ την περίοδο 2026-2027. Οι προβλέψεις αυτές ικανοποιούν με ασφαλή περιθώρια τα κριτήρια βιωσιμότητας του νέου δημοσιονομικού πλαισίου, υπερβαίνοντας σημαντικά την ελάχιστη απαιτούμενη μέση ετήσια μείωση (1 ποσ. μον.) για τις χώρες με χρέος άνω του 90% του ΑΕΠ.

Το 2025 αναμένεται περαιτέρω μείωση του κόστους τραπεζικού δανεισμού για τον εγχώριο ιδιωτικό τομέα, λόγω της συνεχιζόμενης μετακύλισης των μειώσεων των επιτοκίων πολιτικής. Η θετική αυτή εξέλιξη υποστηρίζεται από τη βελτίωση των θεμελιωδών μεγεθών των εγχώριων τραπεζών (σημαντικών και λιγότερο σημαντικών) και τις ευνοϊκές προοπτικές για την ελληνική οικονομία. Από την άλλη πλευρά, η αυξημένη ζήτηση δανειακών πόρων και μια πιθανή άνοδος των μεσοπρόθεσμων αποδόσεων των ομολόγων θα ασκήσουν ανοδικές πιέσεις στα τραπεζικά επιτόκια, περιορίζοντας μερικώς τα οφέλη από τις μειώσεις των επιτοκίων πολιτικής.

Οι προοπτικές εξέλιξης της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τον ιδιωτικό τομέα για το 2025 διαγράφονται θετικές. Η αναμενόμενη περαιτέρω αποκλιμάκωση των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ, σε συνδυασμό με τη θετική πορεία της ελληνικής οικονομίας, θα ενισχύσει σταδιακά τη ζήτηση νέων δανείων εκ μέρους τόσο των επιχειρήσεων όσο και των νοικοκυριών. Ταυτόχρονα, η προσφορά τραπεζικής χρηματοδότησης εκτιμάται ότι θα ενισχυθεί μέσω των συγχρηματοδοτούμενων προγραμμάτων του ΕΣΠΑ (2021-2027), του RRF, καθώς και των χρηματοδοτικών εργαλείων του Ομίλου ΕΤΕπ και της ΕΑΤ.

Παράλληλα, η ζήτηση καταθέσεων αναμένεται να συμβαδίσει με την εξέλιξη του ΑΕΠ και του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών. Ωστόσο, η στροφή των αποταμιευτών προς εναλλακτικές τοποθετήσεις θα εξακολουθήσει να περιορίζει την άνοδο των τραπεζικών καταθέσεων, ιδιαίτερα αν διευρυνθεί η διαφορά μεταξύ των αποδόσεων αυτών των περιουσιακών στοιχείων και των επιτοκίων καταθέσεων.

Οι προοπτικές για τον ελληνικό τραπεζικό τομέα παραμένουν ευνοϊκές, λόγω της αναβάθμισης των πιστοληπτικών αξιολογήσεων και της βελτίωσης στα θεμελιώδη μεγέθη των τραπεζών. Η περαιτέρω αναβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας του Ελληνικού Δημοσίου σε επίπεδα υψηλότερα από το όριο της επενδυτικής κατηγορίας, σε συνδυασμό με την ανθεκτικότητα της οικονομίας, συμβάλλει στη θετική διαμόρφωση των αξιολογήσεων του τραπεζικού τομέα. Στην ίδια κατεύθυνση συμβάλλουν η βελτίωση της ποιότητας του δανειακού χαρτοφυλακίου των ελληνικών τραπεζών, η ενίσχυση της κεφαλαιακής τους επάρκειας και της κερδοφορίας τους, καθώς και η διατήρηση υψηλής ρευστότητας. Από την άλλη πλευρά, η περαιτέρω αποκλιμάκωση των επιτοκίων εκτιμάται ότι θα έχει περιορισμένη επίπτωση στην κερδοφορία τους.

5 ΠΗΓΕΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΚΑΙ ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑΣ

Οι κίνδυνοι για την παγκόσμια οικονομία το 2025 παραμένουν σοβαροί, ενισχύοντας την αβεβαιότητα για την πορεία της ανάπτυξης και του πληθωρισμού. Οι συνεχιζόμενες γεωπολιτικές εντάσεις, οι στρατιωτικές συγκρούσεις, ο γεωοικονομικός κατακερματισμός, καθώς και η άνοδος του εμπορικού προστατευτισμού, με αιχμή τις νέες δασμολογικές πολιτικές των ΗΠΑ και τα αντίμετρα από βασικούς εμπορικούς εταίρους τους, εντείνουν την αβεβαιότητα για τη μελλοντική πορεία της παγκόσμιας οικονομίας. Οι εξελίξεις αυτές απειλούν την ανθεκτικότητα των οικονομιών, περιορίζοντας το διεθνές εμπόριο και τις επενδύσεις, ενώ ενισχύουν τον κίνδυνο αναζωπύρωσης των πληθωριστικών πιέσεων και επιβράδυνσης της παγκόσμιας ανάπτυξης. Ως εκ τούτου, οι προβλέψεις για τη διεθνή οικονομία περιβάλλονται από ιδιαίτερα υψηλό βαθμό αβεβαιότητας, καθώς δεν είναι ακόμη εφικτή η πλήρης αποτίμηση των επιπτώσεων από τις πρόσφατες εξελίξεις.

Οι γεωπολιτικές εντάσεις και η αβεβαιότητα για τις εμπορικές πολιτικές των μεγάλων οικονομιών επιτείνουν τους κινδύνους για το παγκόσμιο εμπόριο. Ήδη το α΄ τρίμηνο του 2025 οι ΗΠΑ επέβαλαν δασμούς σε βασικούς εμπορικούς τους εταίρους, μεταξύ αυτών τον Καναδά, το Μεξικό, την Κίνα και την ΕΕ, οδηγώντας σε αντίμετρα από τις εν λόγω οικονομίες. Σε περίπτωση περαιτέρω κλιμάκωσης, οι βασικές προκλήσεις αφορούν πιθανή διατάραξη στις διεθνείς εφοδιαστικές αλυσίδες, μείωση των εμπορικών ροών, αύξηση της οικονομικής αβεβαιότητας και επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας.

Η δημοσιονομική πολιτική διεθνώς αντιμετωπίζει σοβαρές προκλήσεις. Μεσοπρόθεσμα, παρά την ανάγκη για αυξημένες δημόσιες επενδύσεις σε κρίσιμους τομείς – όπως η πράσινη και ψηφιακή μετάβαση, η εθνική ασφάλεια και η ενίσχυση της παραγωγικότητας – πολλές οικονομίες καλούνται να εφαρμόσουν πολιτικές δημοσιονομικής προσαρμογής ώστε να διασφαλίσουν τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους και τη δημιουργία δημοσιονομικών αποθεμάτων ασφαλείας για την αντιμετώπιση πιθανών μελλοντικών κρίσεων. Στο ευρωπαϊκό πλαίσιο, καθίστανται απαραίτητες η υλοποίηση διαρθρωτικών αλλαγών και η ενίσχυση των παραγωγικών

επενδύσεων σε έρευνα και καινοτομία, προκειμένου να ανακοπεί η χαμηλή άνοδος της παραγωγικότητας και να βελτιωθεί η ανταγωνιστικότητα. Παράλληλα, απαιτείται διατήρηση της δέσμευσης στην πολυμερή συνεργασία και στους διεθνείς κανόνες εμπορίου, για την αποτελεσματική διαχείριση των παγκόσμιων προκλήσεων και την ενίσχυση της σταθερότητας.

Το 2025 η νομισματική πολιτική διεθνώς θα επηρεαστεί από ένα διαφοροποιημένο και ασταθές οικονομικό περιβάλλον, στο οποίο οι κεντρικές τράπεζες καλούνται να επιτύχουν την κατάλληλη ισορροπία μεταξύ της ανάγκης διατήρησης της αξιοπιστίας τους και της ανάγκης στήριξης της οικονομικής δραστηριότητας. Οι αποκλίνουσες προοπτικές για την πορεία του πληθωρισμού και της ανάπτυξης μεταξύ των χωρών εντείνουν την οικονομική αβεβαιότητα και καθιστούν τη χάραξη πολιτικής πιο σύνθετη. Ήδη η απόκλιση στις προσδοκίες για τη νομισματική πολιτική μεταξύ ευρωζώνης και ΗΠΑ διευρύνεται, καθώς οι επενδυτές αναμένουν μεγαλύτερη μείωση επιτοκίων από την ΕΚΤ σε σύγκριση με τη Fed το 2025. Ως εκ τούτου, ο παγκόσμιος κύκλος νομισματικής πολιτικής αναμένεται να είναι λιγότερο συγχρονισμένος, καθώς οι κεντρικές τράπεζες καλούνται να εξισορροπήσουν την επιδίωξη του στόχου για τον πληθωρισμό με τη διαχείριση των επιπτώσεων στο κόστος της ενέργειας και των εισαγωγών αγαθών από τις διεθνείς εμπορικές εντάσεις και την επιβολή νέων δασμών. Ο κίνδυνος νέας αναζωπύρωσης του πληθωρισμού ή των πληθωριστικών προσδοκιών ενδέχεται να επιφέρει καθυστερήσεις ή και αντιστροφή της πορείας ομαλοποίησης της νομισματικής πολιτικής, με αρνητικές συνέπειες για τη δημοσιονομική βιωσιμότητα και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Από την άλλη πλευρά, μια παρατεταμένη περιοριστική κατεύθυνση επιβαρύνει ευάλωτους τομείς της οικονομίας. Επιπλέον, οι γεωπολιτικές εντάσεις και η αυξημένη μεταβλητότητα στις χρηματοπιστωτικές αγορές προσθέτουν νέες προκλήσεις, ενώ η άνοδος των αποδόσεων των ομολόγων στη ζώνη του ευρώ καθιστά ακόμη πιο περιοριστικές τις χρηματοδοτικές συνθήκες. Σε αυτό το περιβάλλον αυξημένης πολυπλοκότητας, η διατήρηση της αξιοπιστίας της νομισματικής πολιτικής προϋποθέτει επαρκή ευελιξία και ετοιμότητα για έγκαιρη αναπροσαρμογή της κατεύθυνσής της, ώστε να περιοριστεί η αβεβαιότητα και να ενισχυθεί η μακροοικονομική σταθερότητα.

Η αυξημένη αβεβαιότητα γύρω από τη νομισματική πολιτική, ιδιαίτερα στις ΗΠΑ, εντείνει τη μεταβλητότητα στις αγορές και διαμορφώνει ένα ασταθές διεθνές χρηματοπιστωτικό περιβάλλον. Η αναθεώρηση προς τα πάνω των προσδοκιών των επενδυτών για τον πληθωρισμό και τα επιτόκια στις ΗΠΑ έχει οδηγήσει σε σημαντική άνοδο των αποδόσεων των ομοσπονδιακών ομολόγων, συμπαρασύροντας και τα κρατικά ομόλογα της ευρωζώνης, παρά τις μειώσεις επιτοκίων από την ΕΚΤ. Παράλληλα, οι ασθενείς αναπτυξιακές προοπτικές και τα επίμονα υψηλά δημοσιονομικά ελλείμματα σε ορισμένες ευρωπαϊκές οικονομίες καθιστούν τις συνθήκες δανεισμού τους πιο ευάλωτες στις εξελίξεις των αγορών. Οι πρόσφατες γεωπολιτικές και εμπορικές εντάσεις, όπως η εξαγγελθείσα επιβολή δασμών από τις ΗΠΑ, προκάλεσαν έντονες διακυμάνσεις στις αγορές μετοχών, αναδεικνύοντας την ευαισθησία του επενδυτικού κλίματος. Παρότι οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες έχουν βελτιωθεί, παραμένουν ευάλωτες σε αρνητικές εξελίξεις που θα μπορούσαν να πλήξουν τις οικονομικές προοπτικές της ευρωζώνης. Η αυξημένη μεταβλητότητα και φαινόμενα υπερτίμησης σε ορισμένους κλάδους ενισχύουν τον κίνδυνο απότομων αναταράξεων στις αγορές, υπογραμμίζοντας την αβεβαιότητα που περιβάλλει τις επενδυτικές προσδοκίες.

Το ρευστό περιβάλλον σχετικά με τις εμπορικές πολιτικές των ΗΠΑ, της Κίνας και της ΕΕ αναμένεται να εντείνει τη μεταβλητότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών το 2025. Οι γεωπολιτικές και εμπορικές εντάσεις, σε συνδυασμό με την περιορισμένη δυνατότητα υποκατάστασης εισαγόμενων πρώτων υλών και ενδιάμεσων αγαθών, θα επηρεάσουν τις συναλλαγματικές ισοτιμίες, καθώς θα προκαλέσουν διαφοροποιήσεις στις σχετικές τιμές ανάλογα με τη σύνθεση του εμπορίου κάθε οικονομίας.

Η οικονομία της ευρωζώνης αντιμετωπίζει μια σειρά από ανοδικούς και καθοδικούς κινδύνους που θα μπορούσαν να επηρεάσουν την αναπτυξιακή της πορεία τα επόμενα χρόνια. Η πρόσφατη καθοδική αναθεώρηση των προβλέψεων της ΕΚΤ για την αύξηση του ΑΕΠ στη

ζώνη του ευρώ αντανακλά την ισχυρή επίδραση της διάχυτης αβεβαιότητας. Συγκεκριμένα, οι καθοδικοί κίνδυνοι περιλαμβάνουν: (α) τις παρατεταμένες γεωπολιτικές εντάσεις και τις συνακόλουθες διαταράξεις στις εφοδιαστικές αλυσίδες και τη μεταβλητότητα στις τιμές της ενέργειας, (β) τις επιδράσεις με χρονική υστέρηση από την προηγηθείσα αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής, οι οποίες ενδέχεται να περιορίσουν την κατανάλωση και τις επενδύσεις περισσότερο από όσο αναμένεται, (γ) τις προσπάθειες δημοσιονομικής προσαρμογής σε ορισμένα κράτη-μέλη, που θα μπορούσαν να επιβραδύνουν περαιτέρω τη ζήτηση, (δ) τις επιπτώσεις από την επιβολή δασμών από τις ΗΠΑ, που θα μπορούσαν να διαταράξουν περισσότερο από όσο αναμένεται τις εμπορικές ροές και να πλήξουν τις εξαγωγές, ιδίως σε κρίσιμους βιομηχανικούς κλάδους και (ε) τις μακροχρόνιες διαρθρωτικές αδυναμίες, όπως η χαμηλή παραγωγικότητα, η μειωμένη ανταγωνιστικότητα και οι δημογραφικές προκλήσεις. Στον αντίποδα, οι ανοδικοί κίνδυνοι περιλαμβάνουν: (α) ισχυρότερη από την αναμενόμενη ανάκαμψη της εγχώριας ζήτησης, λόγω της ανθεκτικότητας της αγοράς εργασίας και της αύξησης των πραγματικών εισοδημάτων, (β) ταχύτερη ανάκαμψη του παγκόσμιου εμπορίου και των επενδύσεων, (γ) ισχυρότερη από την αναμενόμενη εξωτερική ζήτηση εκ μέρους βασικών εμπορικών εταίρων, που θα μπορούσε να παράσχει πρόσθετη στήριξη στις εξαγωγές της ευρωζώνης, και (δ) επιτάχυνση της ψηφιακής και πράσινης μετάβασης, που θα μπορούσε να ενισχύσει την παραγωγικότητα και να στηρίξει μια πιο βιώσιμη μακροπρόθεσμη ανάπτυξη. Συνολικά, οι οικονομικές προοπτικές της ευρωζώνης παραμένουν αβέβαιες, καθώς θα διαμορφωθούν από την αλληλεπίδραση αυτών των παραγόντων.

Οι προοπτικές του πληθωρισμού στην ευρωζώνη υπόκεινται σε σημαντικούς ανοδικούς και καθοδικούς κινδύνους, που ενισχύουν την αβεβαιότητα για την περαιτέρω πορεία του. Συγκεκριμένα, οι κυριότεροι ανοδικοί κίνδυνοι περιλαμβάνουν: (α) το ενδεχόμενο απροσδόκητης αύξησης των τιμών της ενέργειας και του κόστους μεταφοράς, καθώς και τον κίνδυνο περιορισμού του διεθνούς εμπορίου λόγω γεωπολιτικών εντάσεων, και (β) την πιθανότητα τα ακραία καιρικά φαινόμενα, ως αποτέλεσμα της κλιματικής αλλαγής, να ασκήσουν ανοδικές πιέσεις στις τιμές των τροφίμων. Από την άλλη πλευρά, ως καθοδικός κίνδυνος εκτιμάται το ενδεχόμενο η ζήτηση να αποδειχθεί ασθενέστερη από τις εκτιμήσεις, εξαιτίας της επιδείνωσης του διεθνούς περιβάλλοντος ή της υποχώρησης της εμπιστοσύνης, καθώς και της πιθανής παρατεταμένης επίδρασης της περιοριστικής νομισματικής πολιτικής. Επιπλέον, η όξυνση των εμπορικών τριβών διεθνώς θα μπορούσε να αυξήσει τη μεταβλητότητα και να επιτείνει την αβεβαιότητα για την πορεία του πληθωρισμού.

Όσον αφορά την ελληνική οικονομία, η διατήρηση ισχυρού ρυθμού ανάπτυξης και η επιτάχυνση της πραγματικής σύγκλισης προς το μέσο όρο της ΕΕ αποτελεί τη σημαντικότερη πρόκληση. Οι κίνδυνοι που επηρεάζουν την πρόβλεψη για την αύξηση του ΑΕΠ είναι κυρίως καθοδικοί και αφορούν: (α) την αβεβαιότητα στο διεθνές εμπόριο λόγω της υιοθέτησης πολιτικών προστατευτισμού, (β) την επιδείνωση των γεωπολιτικών εντάσεων και τις συνέπειές τους στην παγκόσμια και ευρωπαϊκή οικονομία, (γ) το χαμηλότερο του αναμενομένου ρυθμό απορρόφησης και αξιοποίησης των κονδυλίων του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF), (δ) την αυξανόμενη συχνότητα και ένταση των φυσικών καταστροφών λόγω της κλιματικής κρίσης, καθώς και (ε) την εντεινόμενη στενότητα στην αγορά εργασίας και υψηλότερες μισθολογικές πιέσεις.

Οι προκλήσεις στην αγορά εργασίας παραμένουν. Η μείωση του ποσοστού ανεργίας περιορίζει τη διαθεσιμότητα προσωπικού, με αποτέλεσμα να αυξάνεται η στενότητα στην αγορά εργασίας. Ιδιαίτερα σε αρκετούς σημαντικούς οικονομικούς κλάδους, όπως ο τουρισμός, η μεταποίηση, οι κατασκευές και ο πρωτογενής τομέας, οι επιχειρήσεις δυσκολεύονται να προσλάβουν εργαζομένους με τις επιθυμητές δεξιότητες, γεγονός που εντείνει τις ανοδικές πιέσεις στους μισθούς. Επιπλέον, παρά την αισθητή μείωση της ανεργίας τα τελευταία έτη, αρκετές στρεβλώσεις συνεχίζουν να υφίστανται, καθώς τα ποσοστά ανεργίας των γυναικών, των νέων και των μακροχρόνια ανέργων παραμένουν σημαντικά υψηλότερα του μέσου όρου της ΕΕ.

Η βελτίωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών υπόκειται σε σημαντικές αβεβαιότητες και κινδύνους. Ο σημαντικότερος κίνδυνος αφορά την πιθανή επιβράδυνση της παγκόσμιας

ζήτησης και την επιβολή δασμών από τις ΗΠΑ, που ενδέχεται να περιορίσουν την αναμενόμενη άνοδο των εξαγωγών το 2025. Πρόσθετοι κίνδυνοι συνδέονται με δυσμενείς γεωπολιτικές εξελίξεις, την ενδεχόμενη άνοδο των τιμών των καυσίμων και την επανεμφάνιση πληθωριστικών πιέσεων. Παράλληλα, οι τουριστικές αφίξεις και εισπράξεις ενδέχεται να επηρεαστούν αρνητικά από παράγοντες όπως: (α) η πολιτική αστάθεια σε μεγάλες ευρωπαϊκές χώρες που αποτελούν κύριες χώρες προέλευσης τουριστών, (β) η αύξηση του κόστους μεταφορών και (γ) η πρόσφατη σεισμική δραστηριότητα στο Νότιο Αιγαίο.

Η επιβολή δασμών από τις ΗΠΑ στις εισαγωγές προϊόντων από την ΕΕ αναμένεται να έχει περιορισμένο άμεσο αντίκτυπο στην ελληνική οικονομία. Το μικρό μερίδιο των ελληνικών εξαγωγών προς τις ΗΠΑ (περίπου 5% το 2024) και η σύνθεση των εξαγόμενων προϊόντων υποδηλώνουν ήπια επίδραση στο εξωτερικό εμπόριο της χώρας. Παράλληλα, στη ναυτιλία, οι επιπτώσεις αναμένεται να είναι περιορισμένες για τους βασικούς κλάδους, με εξαίρεση τη μεταφορά εμπορευματοκιβωτίων, όπου εκτιμάται ότι θα είναι μεγαλύτερες. Η σταδιακή αποκατάσταση της ασφάλειας στην Ερυθρά Θάλασσα αναμένεται να διευκολύνει την επιστροφή των θαλάσσιων μεταφορών στην κανονικότητα. Παρ' όλα αυτά, η επιβολή δασμών από τις ΗΠΑ στην ΕΕ αναμένεται να έχει έμμεσο αντίκτυπο στην ελληνική οικονομία, μέσω της επιβράδυνσης της ανάπτυξης της ευρωζώνης και της αύξησης της αβεβαιότητας, επηρεάζοντας αρνητικά τις εξαγωγές και το επενδυτικό κλίμα.

Η ελληνική αγορά ακινήτων αντιμετωπίζει επισφάλειες, που ενδέχεται να περιορίσουν τη δυναμική της το 2025, παρά τις θετικές προσδοκίες. Οι συνθήκες γεωπολιτικής αβεβαιότητας, οι παγκόσμιες οικονομικές και πολιτικές εξελίξεις και το υψηλό κόστος κατασκευής επιβαρύνουν το επενδυτικό κλίμα. Επίσης, οι αναμενόμενες μεταβολές στο νομοθετικό πλαίσιο για την κατασκευή και ανάπτυξη νέων ακινήτων δημιουργούν επιπρόσθετους κινδύνους για την αγορά, ιδίως στον τομέα των επαγγελματικών χρήσεων.

Ο μεσοπρόθεσμος σχεδιασμός της δημοσιονομικής πολιτικής πρέπει να ενσωματώνει την αξιολόγηση κινδύνων, ώστε να διασφαλίζεται η ανθεκτικότητα της οικονομίας σε περιόδους κρίσης. Η διαμόρφωση ικανοποιητικών αποθεμάτων διαχρονικά αποτελεί βασικό στοιχείο μιας στρατηγικής διαχείρισης κινδύνων, επιτρέποντας τη στήριξη της οικονομίας σε περιόδους κρίσης. Ένα τέτοιο πλαίσιο δημοσιονομικής πολιτικής θα πρέπει: (α) να ενθαρρύνει τη συσσώρευση αποθεμάτων, ακόμη και όταν η βιωσιμότητα του χρέους δεν απειλείται άμεσα, και (β) να θέτει πιο φιλόδοξους στόχους δημοσιονομικής προσαρμογής, διασφαλίζοντας παράλληλα ότι η πολιτική δεν θα είναι προκυκλική, ώστε να μην επιβαρύνει την οικονομική δραστηριότητα.

Οι κίνδυνοι για τη βιωσιμότητα του ελληνικού δημόσιου χρέους παραμένουν περιορισμένοι μεσοπρόθεσμα, καθώς το χρέος εμφανίζει σημαντική ανθεκτικότητα ακόμη και σε δυσμενή σενάρια. Η εξέλιξη της πορείας του δημόσιου χρέους και των ακαθάριστων χρηματοδοτικών αναγκών εμφανίζει μικρές διαφοροποιήσεις μεταξύ εναλλακτικών δυσμενών σεναρίων και του βασικού σεναρίου της Τράπεζας της Ελλάδος. Ειδικότερα, εκτιμάται ότι η πιθανότητα αντιστροφής της καθοδικής πορείας του λόγου του χρέους προς το ΑΕΠ είναι περιορισμένη σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα, όπως και η πιθανότητα υπέρβασης των ορίων 15% και 20% του ΑΕΠ για τις ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες. Η ανθεκτικότητα αυτή οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στους ιδιαίτερα ευνοϊκούς όρους αποπληρωμής των υποχρεώσεων προς τον επίσημο τομέα, οι οποίες αποτελούν το μεγαλύτερο τμήμα του συνόλου του χρέους, σε συνδυασμό με την έγκαιρη σύναψη συμβάσεων ανταλλαγής επιτοκίων (swap), που έχουν εξασφαλίσει χαμηλό κόστος δανεισμού για σημαντικό μέρος του χρέους. Προϋποθέσεις όμως για τη διατήρηση της βιωσιμότητας του χρέους είναι η συνεχής προσήλωση στην επίτευξη των δημοσιονομικών στόχων και η αποτελεσματική αξιοποίηση των διαθέσιμων ευρωπαϊκών πόρων.

Ωστόσο, μακροπρόθεσμα υπάρχει αυξημένη αβεβαιότητα και απαιτείται δημοσιονομική σύνεση και υπευθυνότητα εν όψει των εντεινόμενων δημοσιονομικών προκλήσεων. Η προ-

σήλωση στην επίτευξη μιας δημοσιονομικής θέσης που εξασφαλίζει μακροχρόνια βιωσιμότητα είναι κρίσιμης σημασίας, καθώς μια ενδεχόμενη αύξηση του κόστους δανεισμού και επιβράδυνση των ρυθμών ανάπτυξης θα μπορούσαν να περιορίσουν την ευνοϊκή συμβολή της διαφοράς "έμμεσου επιτοκίου-ονομαστικού ρυθμού ανάπτυξης". Κατά συνέπεια, για να διατηρηθεί η πτωτική πορεία του χρέους, απαιτείται συνετή δημοσιονομική διαχείριση. Εξάλλου, θα πρέπει να τονιστεί ότι τα υφιστάμενα ευνοϊκά χαρακτηριστικά του συσσωρευμένου χρέους δεν είναι μόνιμα. Η σταδιακή αναχρηματοδότηση των δανειακών υποχρεώσεων της χώρας προς τον επίσημο τομέα με όρους αγοράς θα αυξήσει την έκθεση του Ελληνικού Δημοσίου στον επιτοκιακό κίνδυνο, στον κίνδυνο αγοράς και στον κίνδυνο αναχρηματοδότησης, περιορίζοντας τα περιθώρια δημοσιονομικής χαλάρωσης. Συνεπώς, η επόμενη περίοδος αποτελεί κρίσιμο παράθυρο ευκαιρίας για την ταχεία αποκλιμάκωση του δημόσιου χρέους. Κεντρικές προϋποθέσεις για την αξιοποίησή του είναι η διαφύλαξη της δημοσιονομικής αξιοπιστίας και η αποτελεσματική χρήση των ευρωπαϊκών πόρων. Η επίτευξη αυτών των στόχων όχι μόνο θα διασφαλίσει τη διατήρηση της επενδυτικής βαθμίδας, αλλά και θα συμβάλει στη σταδιακή περαιτέρω βελτίωση της πιστοληπτικής διαβάθμισης της χώρας.

Η μείωση των επιτοκίων αποτελεί σημαντική πρόκληση για την κερδοφορία των ελληνικών τραπεζών, καθώς περιορίζει τη συμβολή των καθαρών εσόδων από τόκους και συμπιέζει το καθαρό επιτοκιακό περιθώριο. Με τη σταδιακή αποκλιμάκωση των επιτοκίων πολιτικής της ΕΚΤ, οι τράπεζες αναμένεται να προσαρμόσουν ανάλογα τα επιτόκια χορηγήσεων, γεγονός που μπορεί να οδηγήσει σε μείωση των εσόδων τους από τόκους, ιδιαίτερα αν η προσαρμογή αυτή είναι συμμετρική με τις προηγούμενες αυξήσεις. Παρά τη δυνητική αύξηση του υπολοίπου των δανείων, καθώς το χαμηλότερο κόστος δανεισμού ενθαρρύνει την πιστωτική επέκταση, η μείωση των επιτοκιακών εσόδων ενδέχεται να υπερκαλύψει τα οφέλη από τη διεύρυνση του δανειακού χαρτοφυλακίου. Αυτό μπορεί να δημιουργήσει πίεση στα λειτουργικά αποτελέσματα των τραπεζών. Σε αυτό το πλαίσιο, οι ελληνικές τράπεζες καλούνται να προσαρμόσουν τη στρατηγική τους ώστε να αμβλύνουν την ευαισθησία των οικονομικών αποτελεσμάτων τους στο περιβάλλον μείωσης των επιτοκίων, να διαφοροποιήσουν τις πηγές εσόδων τους και να διασφαλίσουν τη διατηρήσιμη κερδοφορία τους.

Η προσαρμογή στο αναθεωρημένο πλαίσιο "Φερεγγυότητα ΙΙ" αποτελεί σημαντική πρόκληση για την αγορά της ιδιωτικής ασφάλισης, παρά τις βελτιώσεις που εισάγονται για την ενίσχυση της βιωσιμότητας και της ευρωστίας του κλάδου. Αν και το νέο πλαίσιο μειώνει τις εποπτικές απαιτήσεις και το διοικητικό βάρος για τις μικρότερες ασφαλιστικές επιχειρήσεις μέσω εφαρμογής της αρχής της αναλογικότητας, οι αυξημένες απαιτήσεις για τη διαχείριση κινδύνων και τη συμμόρφωση με νέους κανονισμούς, όπως τα σχέδια διαχείρισης ρευστότητας και βιωσιμότητας, δημιουργούν πιέσεις για τις μεγαλύτερες επιχειρήσεις. Επιπλέον, η ανάγκη για ενισχυμένη συνεργασία μεταξύ των εποπτικών αρχών για τη διαχείριση διασυνοριακών δραστηριοτήτων και η ενσωμάτωση μακροπρόθεσμων κλιματικών σεναρίων στην αξιολόγηση κινδύνων αυξάνουν την πολυπλοκότητα της συμμόρφωσης. Υπό αυτές τις συνθήκες, η έγκαιρη προσαρμογή στο νέο θεσμικό περιβάλλον, η διασφάλιση υψηλής κεφαλαιακής επάρκειας, η ενσωμάτωση νέων μηχανισμών διαχείρισης συστημικών κινδύνων και η αποτελεσματική εφαρμογή των μακροπροληπτικών εργαλείων είναι καθοριστικής σημασίας για τη διατήρηση της ανταγωνιστικότητας και της ανθεκτικότητας των ασφαλιστικών επιχειρήσεων.

Η ενίσχυση του συνταξιοδοτικού συστήματος μέσω των Ταμείων Επαγγελματικής Ασφάλισης (ΤΕΑ) αποτελεί σημαντικό στοίχημα για την αγορά της ιδιωτικής ασφάλισης, με την Τράπεζα της Ελλάδος να διαδραματίζει κεντρικό ρόλο στη ρύθμιση και την εποπτεία τους. Τα ΤΕΑ επιδιώκεται να αποτελέσουν ένα σημαντικό πυλώνα για την αντιμετώπιση των συνεπειών της γήρανσης του πληθυσμού και των αρνητικών δημογραφικών εξελίξεων. Η ανάθεση της εποπτείας των ΤΕΑ στην Τράπεζα της Ελλάδος από τον Ιανουάριο του 2025, σε αντικατάσταση του προηγούμενου τριμερούς μοντέλου, αναμένεται να εξασφαλίσει μεγαλύτερη ευελιξία, σταθερότητα και διαφάνεια. Η διεύρυνση της κάλυψης και η δημιουργία κεφαλαιακών αποθεμάτων μέσω των ΤΕΑ απαιτούν σημαντικές επενδύσεις και αποτελεσματική διαχείριση κινδύνων. Σε αυτό το

πλαίσιο, η ταχεία και ομαλή προσαρμογή των ΤΕΑ στο νέο καθεστώς θα συμβάλει στη βιωσιμότητα του συνταξιοδοτικού συστήματος και στην ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας.

6 ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Σε συνθήκες αυξημένης αβεβαιότητας, η αξιοπιστία της οικονομικής πολιτικής ως προς το μεσοπρόθεσμο σχεδιασμό καθίσταται κρίσιμη. Για την ενίσχυση της ανθεκτικότητας της οικονομίας και την αποτελεσματική αντιμετώπιση των μεσομακροπρόθεσμων προκλήσεων και διαρθρωτικών αδυναμιών της ελληνικής οικονομίας, η οικονομική πολιτική καλείται να επικεντρωθεί στους ακόλουθους βασικούς τομείς:

• Μεταρρυθμίσεις

Η διαμόρφωση ενός βιώσιμου παραγωγικού υποδείγματος αποτελεί βασική προϋπόθεση για τη διατήρηση ισχυρών ρυθμών ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας σε ένα αβέβαιο διεθνές περιβάλλον. Για την επίτευξη αυτού του στόχου απαιτούνται: (α) η συνέχιση των μεταρρυθμίσεων σε τομείς κρίσιμους για την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας και της ελκυστικότητας της χώρας ως επενδυτικού προορισμού, όπως η εξάλειψη της γραφειοκρατίας στο Δημόσιο, η ενίσχυση του ανταγωνισμού, με την εξάλειψη όλων των φραγμών εισόδου επιχειρήσεων σε κλάδους επιχειρηματικής δραστηριότητας, και η επιτάχυνση της απονομής δικαιοσύνης, (β) η πλήρης αξιοποίηση των ευρωπαϊκών και εθνικών πόρων για επενδύσεις, μεταξύ άλλων στις υποδομές πράσινης μετάβασης και στην ανθεκτικότητα απέναντι στην κλιματική κρίση, αλλά και στις υποδομές που σχετίζονται με την ποιότητα ζωής, όπως στις μεταφορές, την υγεία και την παιδεία, (γ) η ενίσχυση της έρευνας, της καινοτομίας και του ανθρώπινου κεφαλαίου, ώστε να αντιστραφεί η μακροχρόνια τάση υποχώρησης της παραγωγικότητας, και (δ) η περαιτέρω διεύρυνση της εξωστρέφειας της οικονομίας, με την αύξηση της παραγωγής διεθνώς εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών, η οποία θα συμβάλει στην αντιμετώπιση των διαρθρωτικών ανισορροπιών στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών.

Η ενίσχυση των επενδύσεων υψηλής τεχνολογίας αποτελεί στρατηγική προτεραιότητα για την αναβάθμιση της ελληνικής οικονομίας και την ενίσχυση της απασχόλησης υψηλής εξειδίκευσης. Η ανάπτυξη υποδομών όπως κέντρα δεδομένων (data centres), δίκτυα οπτικών ινών και πράσινης ενέργειας ενισχύει το ρόλο της Ελλάδος ως περιφερειακού κόμβου ψηφιακών υποδομών. Η ολοκλήρωση του θεσμικού πλαισίου λειτουργίας των κέντρων δεδομένων και οι επενδύσεις μεγάλων εταιριών στον κλάδο δημιουργούν άμεσα και έμμεσα αναπτυξιακά οφέλη, συμβάλλοντας στην τεχνολογική πρόοδο και στη συγκράτηση ή και επαναπατρισμό εξειδικευμένου εργατικού δυναμικού. Η προσέλκυση εμβληματικών επενδύσεων, οι οποίες θα μεταφέρουν τεχνογνωσία και νέες τεχνολογίες, θα αναβαθμίσει το παραγωγικό υπόδειγμα της οικονομίας, θα αυξήσει την παραγωγικότητα και θα ενισχύσει την αναπτυξιακή δυναμική της χώρας.

Το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών παραμένει μια σημαντική ανισορροπία της ελληνικής οικονομίας και απαιτεί στοχευμένες παρεμβάσεις για τη μείωσή του. Περισσότερο από το ήμισυ των εξαγωγών της χώρας βασίζεται σε λίγους τομείς – τις ταξιδιωτικές υπηρεσίες, τις θαλάσσιες μεταφορές και τα καύσιμα. Παράλληλα, το υψηλό εισαγωγικό περιεχόμενο των εξαγωγών περιορίζει τη συνεισφορά τους στο ισοζύγιο. Η αντιμετώπιση αυτής της ανισορροπίας προϋποθέτει την επιτάχυνση των μεταρρυθμίσεων, την υποκατάσταση των εισαγωγών, την αξιοποίηση των πόρων του RRF, τη διεύρυνση του εξαγωγικού προσανατολισμού σε νέους κλάδους και την ανάπτυξη παραγωγικών δραστηριοτήτων υψηλής τεχνολογίας. Παράλληλα, χρειάζονται κίνητρα για την ενίσχυση της εγχώριας αποταμίευσης (κυρίως των νοικοκυριών), χωρίς τη συμβολή της οποίας θα εξακολουθεί να υπάρχει ανισορροπία μεταξύ εθνικών αποταμιεύσεων και επενδύσεων, επιβαρύνοντας το ισοζύγιο πληρωμών.

Η περαιτέρω ανάπτυξη του τουρισμού προϋποθέτει στοχευμένες δράσεις για τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας και την αναβάθμιση των προσφερόμενων υπηρεσιών. Κρίσιμες παρεμβάσεις αφορούν την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας τιμών έναντι άλλων προορισμών, την αναβάθμιση των υποδομών και τη στήριξη επενδύσεων που θα οδηγήσουν στον εκσυγχρονισμό των τουριστικών καταλυμάτων και στην προσέλκυση ποιοτικότερου τουρισμού.

Η αντιμετώπιση των προκλήσεων στην αγορά κατοικίας απαιτεί συντονισμένες παρεμβάσεις για τη βελτίωση της οικονομικής προσιτότητας και την αύξηση της προσφοράς ακινήτων. Η αύξηση των τιμών των κατοικιών με υψηλούς ρυθμούς τα τελευταία έτη έχει αρνητική επίδραση στην οικονομική προσιτότητα της κατοικίας για τα νοικοκυριά μεσαίων και χαμηλότερων εισοδημάτων. Οι πρόσφατες νομοθετικές πρωτοβουλίες που περιορίζουν την επενδυτική ζήτηση, όπως οι ρυθμίσεις για τη βραχυχρόνια μίσθωση και την Golden Visa, στοχεύουν στην απελευθέρωση αποθέματος για κύρια κατοικία. Παράλληλα, η επίλυση χρόνιων γραφειοκρατικών και θεσμικών προβλημάτων στις αγοραπωλησίες και στην ανάπτυξη ακινήτων είναι απαραίτητη για την ενίσχυση της προσφοράς νέων κατοικιών. Κρίσιμος είναι επίσης ένας εθνικός στρατηγικός σχεδιασμός που θα περιλαμβάνει δράσεις για την ενίσχυση της περιφέρειας, την αποσυμφόρηση των μεγάλων αστικών κέντρων και την καλύτερη διασπορά της ζήτησης για στέγαση σε όλη τη χώρα.

Η ενίσχυση της διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας προϋποθέτει στοχευμένες παρεμβάσεις σε κρίσιμους τομείς. Μεταξύ αυτών περιλαμβάνονται η απλοποίηση του ρυθμιστικού πλαισίου για την επιχειρηματικότητα, η αύξηση των επενδύσεων για την ποιοτική αναβάθμιση της παραγωγικής βάσης, η μεταρρύθμιση της επαγγελματικής εκπαίδευσης και κατάρτισης για την αντιμετώπιση των ελλείψεων εργατικού δυναμικού και της αναντιστοιχίας δεξιοτήτων, η στήριξη της πράσινης και ψηφιακής μετάβασης και η μεταρρύθμιση του δικαστικού συστήματος. Στο πλαίσιο αυτό, η εξάλειψη και των υπόλοιπων εμποδίων εισόδου επιχειρήσεων σε κλάδους επιχειρηματικής δραστηριότητας θα μειώσει τις τιμές, ενισχύοντας τον ανταγωνισμό, καθώς και την παραγωγή εμπορεύσιμων προϊόντων και υπηρεσιών, με θετικές επιδράσεις και στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών.

Μακροπρόθεσμα, κρίνεται αναγκαίος ο αναπροσανατολισμός της κοινωνικής πολιτικής προς ένα μοντέλο "κοινωνικής επένδυσης", που θα ενισχύει το ανθρώπινο κεφάλαιο και θα συμβάλλει προληπτικά στον περιορισμό της φτώχειας και των ανισοτήτων. Η ενίσχυση των τομέων της παιδείας και της υγείας μπορεί να συμβάλει τόσο στην κοινωνική συνοχή όσο και στην επίτευξη βιώσιμης ανάπτυξης.

• ***Αγορά εργασίας***

Η αύξηση της συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό είναι κρίσιμη για τη διασφάλιση της βιωσιμότητας του ασφαλιστικού συστήματος, καθώς η δημογραφική γήρανση επιβαρύνει τη δομή του πληθυσμού και περιορίζει την προσφορά εργασίας. Η ενίσχυση της απασχόλησης, ιδίως των νέων και των γυναικών, απαιτεί τη λήψη μέτρων που θα διευκολύνουν την ισορροπία επαγγελματικής και οικογενειακής ζωής, όπως η αναβάθμιση των δομών προσχολικής αγωγής και φροντίδας των ηλικιωμένων, καθώς και η περαιτέρω ανάπτυξη ευέλικτων μορφών απασχόλησης όπως η μερική απασχόληση και η τηλεργασία. Επίσης, η μεταρρύθμιση του φορολογικού συστήματος και η σταδιακή αναμόρφωση του επιδόματος ανεργίας μπορούν να ενισχύσουν τα εργασιακά κίνητρα. Επιπλέον, η μείωση των κινήτρων πρόωρης συνταξιοδότησης θα διευκολύνει την επανένταξη και την παραμονή περισσότερων εργαζομένων στην αγορά εργασίας. Παράλληλα, η δημιουργία περισσότερων θέσεων εργασίας σε κλάδους και επαγγέλματα με υψηλή προστιθέμενη αξία, η προσέλκυση ξένων επενδύσεων και η ενίσχυση της εξωστρέφειας της ελληνικής οικονομίας αποτελούν βασικούς πυλώνες για την αύξηση της συμμετοχής στην αγορά εργασίας.

Η αντιμετώπιση της στενότητας στην αγορά εργασίας συνιστά καθοριστικό παράγοντα για τη συνέχιση της αναπτυξιακής δυναμικής της ελληνικής οικονομίας και την τόνωση της

ανταγωνιστικότητας. Η μείωση της ανεργίας και η αύξηση της απασχόλησης έχουν περιορίσει τη διαθεσιμότητα εργατικού δυναμικού, επιβαρύνοντας τις επιχειρήσεις με ελλείψεις τόσο σε ειδικευμένο όσο και σε ανειδίκευτο προσωπικό. Η αυξανομένη στενότητα στην αγορά εργασίας που παρατηρείται τα τελευταία χρόνια ενδέχεται να αποτελέσει τροχοπέδη για την περαιτέρω σύγκλιση της ελληνικής οικονομίας προς το μέσο όρο της ευρωζώνης. Για την αποκλιμάκωση της στενότητας, απαιτείται η αύξηση του εργατικού δυναμικού, αλλά και η επιμόρφωση του υπάρχοντος εργατικού δυναμικού, και ιδιαίτερα των ανέργων, για να ανταποκριθούν στις ανάγκες των επιχειρήσεων. Η ραγδαία εξάπλωση της τεχνητής νοημοσύνης στην αγορά εργασίας ενέχει τον κίνδυνο να διευρυνθεί η αναντιστοιχία μεταξύ των απαιτούμενων προσόντων και των δεξιοτήτων των εργαζομένων. Για να καλυφθεί αυτό το χάσμα, χρειάζεται να δημιουργηθούν νέα εκπαιδευτικά και επιμορφωτικά προγράμματα τόσο για ήδη εργαζομένους όσο και για ανέργους. Γενικότερα, απαιτείται ενίσχυση της τεχνικής εκπαίδευσης, καθώς και συνεχιζόμενη κατάρτιση των εργαζομένων και των μακροχρόνια ανέργων σε νέες δεξιότητες. Παράλληλα, είναι αναγκαία η εφαρμογή αποτελεσματικών πολιτικών για την ένταξη μεταναστών στην αγορά εργασίας και ειδικότερα σε κλάδους και δραστηριότητες που παρουσιάζουν σημαντικές ελλείψεις εργατικού δυναμικού, όπως η γεωργία, οι κατασκευές και ο τουρισμός. Χρειάζεται ακόμη η διαμόρφωση ενός θεσμικού πλαισίου και η προσφορά ανταγωνιστικών αμοιβών και κινήτρων που θα προωθούν την προσέλκυση εξειδικευμένων εργαζομένων από το εξωτερικό, ώστε να αντιστραφεί το brain drain που παρατηρήθηκε κατά την περίοδο της οικονομικής κρίσης. Επιπλέον, απαιτείται η ανάπτυξη μηχανισμών που θα συνδέουν την προσφορά δεξιοτήτων του εργατικού δυναμικού με τις ανάγκες της αγοράς εργασίας. Τέλος, η υιοθέτηση πολιτικών για την αντιμετώπιση της αδήλωτης εργασίας και τον περαιτέρω περιορισμό του μισθολογικού κόστους (μέσω μείωσης ή επιδότησης των ασφαλιστικών εισφορών) είναι απαραίτητη για τη στήριξη της απασχόλησης και την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας των ελληνικών επιχειρήσεων.

• Δημοσιονομική πολιτική

Η αξιοπιστία της δημοσιονομικής πολιτικής, ως προς το μεσοπρόθεσμο σχεδιασμό, είναι κρίσιμη σε ένα περιβάλλον αυξημένης αβεβαιότητας. Οι γεωπολιτικές εντάσεις, οι γεωοικονομικές ανισορροπίες, ο επίμονος – αν και μειούμενος – δομικός πληθωρισμός και οι διαρκώς μεταβαλλόμενες διεθνείς οικονομικές σχέσεις καθιστούν αναγκαία τη συνετή και προσαρμοστική δημοσιονομική στρατηγική. Με βασικούς στόχους τη σταθερότητα των τιμών, τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα και τη διασφάλιση της δημοσιονομικής βιωσιμότητας, η νομισματική και η δημοσιονομική πολιτική πρέπει να παραμείνουν στενά συντονισμένες μεταξύ τους και ευέλικτες. Η αποτελεσματική συνεργασία τους θα ενισχύσει τη σταθεροποίηση των οικονομιών της ευρωζώνης, ιδιαίτερα σε μια περίοδο αυξανόμενου διεθνούς προστατευτισμού.

Το 2025 σηματοδοτεί την έναρξη εφαρμογής του νέου πλαισίου οικονομικής διακυβέρνησης της ΕΕ, το οποίο θέτει ως προτεραιότητα τη μείωση του δημόσιου χρέους και τη διασφάλιση της βιωσιμότητάς του. Οι νέοι δημοσιονομικοί κανόνες εστιάζουν στον έλεγχο της αύξησης των δημόσιων δαπανών, ενώ προβλέπουν ότι τυχόν δημοσιονομικός χώρος θα αξιοποιείται αποκλειστικά για τη δημιουργία αποθεματικού ή για τη μείωση του χρέους. Παράλληλα, οποιοδήποτε έκτακτο δημοσιονομικό μέτρο στην πλευρά των δαπανών θα πρέπει να χρηματοδοτείται από μέτρα ισόποσης αύξησης των εσόδων. Για την Ελλάδα, η διατήρηση της δημοσιονομικής αξιοπιστίας και η ευθυγράμμιση με το αναθεωρημένο πλαίσιο είναι ζωτικής σημασίας. Η διατήρηση των πρωτογενών πλεονασμάτων και η δημιουργία δημοσιονομικών αποθεμάτων πρέπει να παραμείνουν βασικές προτεραιότητες. Σε ένα τέτοιο δεσμευτικό πλαίσιο, η δημοσιονομική πολιτική σε εθνικό επίπεδο πρέπει επίσης να επικεντρώνεται σε μεταρρυθμίσεις που διασφαλίζουν τη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών.

Η καταπολέμηση της φοροδιαφυγής και η διεύρυνση της φορολογικής βάσης πρέπει να συνεχίσουν να αποτελούν βασικές προτεραιότητες της δημοσιονομικής πολιτικής. Με αυτό τον τρόπο διασφαλίζεται η δικαιότερη και αναλογικότερη κατανομή των φορολογικών βαρών. Για παράδειγμα, η διαρκής αναβάθμιση των ηλεκτρονικών εργαλείων της ΑΑΔΕ, σε συνδυασμό με

τις άλλες πρόσφατες μεταρρυθμίσεις, έχει ήδη αποφέρει θετικά αποτελέσματα, ενώ αναμένεται να ενισχύσει περαιτέρω τη φορολογική συμμόρφωση και τα δημόσια έσοδα. Για το 2025, κρίνεται επιτακτικά αναγκαία η ολοκλήρωση και ενίσχυση των παρεμβάσεων που υιοθετήθηκαν το 2024, οι οποίες συνέβαλαν στον περιορισμό της φοροδιαφυγής, τη βελτίωση της φορολογικής συμμόρφωσης και την περαιτέρω αυτοματοποίηση του φοροεισπρακτικού μηχανισμού. Βασικές δράσεις περιλαμβάνουν την καθολική δήλωση εσόδων-εξόδων μιας επιχείρησης μέσω της πλατφόρμας myData, την πλήρη εφαρμογή του ψηφιακού πελατολογίου, την υποχρεωτική χρήση του ψηφιακού δελτίου αποστολής για τη διακίνηση προϊόντων και την καθολική επέκταση του ηλεκτρονικού τιμολογίου. Παράλληλα, η αυτοματοποίηση των διαδικασιών ελέγχου και είσπραξης φόρων μέσω τεχνητής νοημοσύνης, η ανάπτυξη νέων συστημάτων για την παρακολούθηση των ληξιπρόθεσμων οφειλών και η χρήση λογισμικού για τον περιορισμό του λαθρεμπορίου στα ναυτιλιακά καύσιμα θα ενισχύσουν τη φορολογική διαφάνεια και την εισπραξιμότητα.

Η ενίσχυση της φορολογικής συμμόρφωσης απαιτεί ένα ολοκληρωμένο σύστημα κινήτρων και στοχευμένων πολιτικών. Οι ανωτέρω παρεμβάσεις μπορούν να αποδώσουν ακόμη μεγαλύτερα οφέλη εάν συνδυαστούν με φορολογικά κίνητρα προς τους καταναλωτές για την ενίσχυση της χρήσης ηλεκτρονικών πληρωμών σε τομείς υψηλής παραβατικότητας, καθώς και με την επανεξέταση των υφιστάμενων φοροαπαλλαγών βάσει της αναπτυξιακής και κοινωνικής τους αποτελεσματικότητας. Η εφαρμογή ενός σύγχρονου και αυστηρότερου πλαισίου φορολογικής συμμόρφωσης μπορεί να διασφαλίσει τη σταθερή αύξηση των φορολογικών εσόδων, να ενισχύσει τη φορολογική δικαιοσύνη και να συμβάλει καθοριστικά στη δημοσιονομική σταθερότητα και την οικονομική ανάπτυξη της χώρας σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα.

Από την πλευρά των δαπανών, η θεσμοθέτηση τακτικής αξιολόγησης των δημόσιων δαπανών αποτελεί κρίσιμο εργαλείο για τη βελτίωση της αποτελεσματικότητάς τους και τη διασφάλιση της βέλτιστης κατανομής των δημοσιονομικών πόρων. Η δημοσίευση των ευρημάτων της αξιολόγησης θα επιτρέπει τον εντοπισμό δαπανών με χαμηλή κοινωνική και οικονομική ανταποδοτικότητα, διευκολύνοντας τον ανασχεδιασμό τους ώστε να κατευθυνθούν σε πιο παραγωγικές και στοχευμένες χρήσεις. Με αυτό τον τρόπο, ενισχύονται η διαφάνεια, η λογοδοσία και η αποδοτικότητα στη διαχείριση των δημόσιων οικονομικών.

Η αποτελεσματική αξιοποίηση των πόρων του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας είναι κρίσιμη για την ενίσχυση της ανθεκτικότητας της οικονομίας σε ένα διαρκώς μεταβαλλόμενο περιβάλλον. Δεδομένης της περιορισμένης διάρκειας ζωής του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης και ανθεκτικότητας NGEU, χρειάζεται επιτάχυνση στην υλοποίηση των επενδυτικών σχεδίων και των αναγκαίων μεταρρυθμίσεων, ώστε να μεγιστοποιηθούν οι θετικές επιδράσεις του στην ανάπτυξη και την παραγωγικότητα της οικονομίας τα επόμενα χρόνια. Η έγκαιρη απορρόφηση των ευρωπαϊκών κονδυλίων αποτελεί βασική προϋπόθεση για την κινητοποίηση ιδιωτικών επενδύσεων. Ιδιαίτερη έμφαση πρέπει να δοθεί στην υλοποίηση έργων σε στρατηγικούς τομείς, όπως η καθαρή ενέργεια, η προστασία του περιβάλλοντος, οι ψηφιακές τεχνολογίες και η τεχνητή νοημοσύνη, προκειμένου να ενισχυθεί η ανταγωνιστικότητα και η βιώσιμη ανάπτυξη της χώρας.

Η αξιοποίηση του ευρωπαϊκού σχεδίου επανεξοπλισμού προσφέρει στην Ελλάδα μια στρατηγική ευκαιρία για ενίσχυση της εγχώριας αμυντικής βιομηχανίας και της παραγωγικής της βάσης. Η ενεργοποίηση της εθνικής ρήτρας διαφυγής του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης στο πλαίσιο της πρωτοβουλίας ReArm Europe αφορά μόνο επενδυτικές αμυντικές δαπάνες. Η Ελλάδα, που ήδη ξοδεύει περίπου 3% του ΑΕΠ στην άμυνα (πάνω από το όριο 2% του ΑΕΠ που έχει θέσει το ΝΑΤΟ), θα μπορούσε να επωφεληθεί μέσω της κοινής ευρωπαϊκής χρηματοδότησης των αμυντικών προγραμμάτων και εξοπλισμών. Ταυτόχρονα, προκειμένου να μεγιστοποιηθούν τα οφέλη από το πρόγραμμα, απαιτείται η ενεργή συμμετοχή της ελληνικής αμυντικής βιομηχανίας σε διεθνείς συμπαραγωγές, ώστε να ενισχυθεί η αυτάρκεια της χώρας σε εξοπλισμούς και να τονωθούν οι εξαγωγές. Παράλληλα, οι αυξημένες αμυντικές δαπάνες θα πρέπει να κατευθύνονται σε καλά σχεδιασμένες επενδύσεις με υψηλό αναπτυξιακό αποτύπωμα, όπως έργα υποδομών, ενέργειας και έρευνας και καινοτομίας, ώστε να ενισχυθούν και άλλοι

κλάδοι της οικονομίας. Συνολικά, μέσα από την αποτελεσματικότερη αξιοποίηση των κονδυλίων για αμυντικούς εξοπλισμούς μπορεί να δημιουργηθεί μια ισχυρότερη και ανθεκτικότερη παραγωγική βάση.

Η συνέχιση των μεταρρυθμίσεων και της δημοσιονομικής σύνεσης είναι καθοριστική για περαιτέρω αναβαθμίσεις της πιστοληπτικής αξιολόγησης της ελληνικής οικονομίας. Η βελτίωση των δημόσιων οικονομικών και οι ισχυροί ρυθμοί ανάπτυξης έχουν ήδη οδηγήσει σε θετικές αξιολογήσεις από τους διεθνείς οίκους, ενισχύοντας τη θέση της ελληνικής οικονομίας. Ωστόσο, σε ένα περιβάλλον αυξημένης διεθνούς αβεβαιότητας, οι οίκοι αξιολόγησης αναμένεται να είναι πιο επιφυλακτικοί στις αποφάσεις τους, καθιστώντας ακόμη πιο επιτακτική την ανάγκη για συνέχιση των μεταρρυθμίσεων και διατήρηση της δημοσιονομικής σταθερότητας. Ιδιαίτερη σημασία έχουν η ενίσχυση των θεσμικών δομών και η βελτίωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, καθώς αυτοί οι παράγοντες μπορούν να συμβάλουν καθοριστικά στη διατήρηση της ανοδικής πορείας των αξιολογήσεων. Η συνέχιση αυτών των πολιτικών θα ενισχύσει την εμπιστοσύνη των επενδυτών και θα διασφαλίσει τη μακροπρόθεσμη ανθεκτικότητα της ελληνικής οικονομίας.

• Τραπεζικός τομέας

Οι εξελίξεις στο διεθνές μακροχρηματοπιστωτικό περιβάλλον επηρεάζουν την ελληνική οικονομία και τον τραπεζικό τομέα, καθιστώντας κρίσιμη τη διατήρηση της κερδοφορίας των ελληνικών τραπεζών. Η κερδοφορία των τραπεζών ενισχύεται από τις αναβαθμίσεις της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης και των ίδιων των πιστωτικών ιδρυμάτων, οι οποίες αυξάνουν τη ζήτηση ελληνικών τραπεζικών ομολόγων και μειώνουν το κόστος χρηματοδότησης από τις διεθνείς αγορές. Παράλληλα, η βελτίωση των θεμελιωδών μεγεθών του τραπεζικού τομέα δημιουργεί τις προϋποθέσεις για περαιτέρω αναβαθμίσεις, ενισχύοντας τη σταθερότητα του κλάδου και την ανθεκτικότητά του απέναντι σε εξωτερικούς παράγοντες αβεβαιότητας.

Για τη διατήρηση της κερδοφορίας τους, οι ελληνικές τράπεζες πρέπει να αξιοποιήσουν τα νέα χρηματοδοτικά εργαλεία και να διαφοροποιήσουν τις πηγές εσόδων τους ώστε να μειώσουν την εξάρτησή τους από τα καθαρά επιτοκιακά έσοδα. Κατ' αρχάς, θα πρέπει να ενισχύσουν τις χορηγήσεις, ειδικά προς επιχειρήσεις, μέσω των διαθέσιμων ευρωπαϊκών χρηματοδοτικών πόρων, όπως ο Μηχανισμός Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF). Παράλληλα, η αύξηση των δανείων με σταθερό επιτόκιο σε μακροχρόνιο ορίζοντα μπορεί να συμβάλει στη σταθερότητα των τραπεζικών εσόδων, μειώνοντας την ευαισθησία τους σε μελλοντικές μεταβολές των επιτοκίων. Επιπλέον, οι τράπεζες μπορούν να στραφούν σε άλλες πηγές οργανικής κερδοφορίας, όπως η προώθηση ασφαλιστικών προϊόντων και οι επενδυτικές υπηρεσίες, προκειμένου να ενισχύσουν τα μη επιτοκιακά τους έσοδα. Αυτές οι στρατηγικές, σε συνδυασμό με τη βελτιστοποίηση του λειτουργικού κόστους και την πιο αποδοτική διαχείριση του ενεργητικού τους, θα επιτρέψουν στις τράπεζες να διατηρήσουν την κερδοφορία τους παρά τις προκλήσεις που δημιουργεί η αποκλιμάκωση των επιτοκίων.

Η περαιτέρω βελτίωση της ποιότητας των εποπτικών κεφαλαίων των τραπεζών αποτελεί επίσης σημαντική πρόκληση για τον ελληνικό τραπεζικό τομέα. Η αύξηση της κερδοφορίας τους θα συμβάλει στην ταχύτερη απομείωση των οριστικών και εκκαθαρισμένων αναβαλλόμενων φορολογικών απαιτήσεων (deferred tax credits – DTCs) και στην ενίσχυση της κεφαλαιακής τους βάσης και, εν τέλει, της δυνατότητάς τους να συνεχίσουν να παρέχουν χρηματοδότηση προς την πραγματική οικονομία.

• Ευρωπαϊκή Ένωση

Η ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας της ΕΕ είναι κρίσιμη για την αντιμετώπιση των γεωπολιτικών και τεχνολογικών προκλήσεων που έχουν ενταθεί μετά την πανδημική και ενεργειακή κρίση. Η ανάγκη αυτή αναδείχθηκε και στην έκθεση Draghi, η οποία περιγράφει τις προκλήσεις ανταγωνιστικότητας που δημιουργούν οι ανακατατάξεις στο παγκόσμιο εμπόριο, οι

γεωπολιτικές εξελίξεις και ο τεχνολογικός μετασχηματισμός. Οι προκλήσεις αυτές επιβάλλουν την αναπροσαρμογή της ευρωπαϊκής στρατηγικής. Στο πλαίσιο αυτό, προτεραιότητες αποτελούν η γεφύρωση του χάσματος καινοτομίας έναντι των ΗΠΑ και της Κίνας, η ενεργειακή μετάβαση και η ενίσχυση της στρατηγικής αυτονομίας της ΕΕ, με ταυτόχρονη θωράκιση της ασφάλειας και άμυνας. Η "Πυξίδα Ανταγωνιστικότητας" που κατάρτισε η Ευρωπαϊκή Επιτροπή θέτει σαφές χρονοδιάγραμμα και προβλέπει συγκεκριμένες δράσεις για την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας της ΕΕ. Οι δράσεις αυτές περιλαμβάνουν, μεταξύ άλλων, την απλοποίηση κανονισμών, τη διευκόλυνση της πρόσβασης στην ενιαία αγορά, την αύξηση της χρηματοδότησης, την ποιοτική αναβάθμιση των θέσεων εργασίας και τον καλύτερο συντονισμό των πολιτικών σε ευρωπαϊκό επίπεδο. Επιπλέον, η έκθεση Letta περιλαμβάνει προτάσεις για τη βάθυνση της ενιαίας αγοράς της ΕΕ, με έμφαση στην ενίσχυση της κεφαλαιαγοράς, την προώθηση της πράσινης και ψηφιακής μετάβασης, τη στήριξη της καινοτομίας και τη βελτίωση του επενδυτικού περιβάλλοντος.

Η ενίσχυση της ανθεκτικότητας της οικονομίας και του χρηματοπιστωτικού συστήματος της ευρωζώνης απέναντι σε μελλοντικές διαταραχές, ιδίως από την πλευρά της προσφοράς, απαιτεί την επιτάχυνση της ευρωπαϊκής ενοποίησης και τον καλύτερο συντονισμό των πολιτικών. Η δημιουργία μιας πλήρως λειτουργικής Ένωσης Κεφαλαιαγορών και η ολοκλήρωση της Τραπεζικής Ένωσης, στο πλαίσιο της στρατηγικής για τη δημιουργία της Ένωσης Αποταμιεύσεων και Επενδύσεων (Savings and Investment Union), θα διευκολύνει την κινητοποίηση των επενδυτικών πόρων που απαιτούνται για την αντιμετώπιση των προκλήσεων ανταγωνιστικότητας της ΕΕ. Παράλληλα με τη διαμόρφωση μιας συγκεκριμένης στρατηγικής για την προώθηση της Δημοσιονομικής Ένωσης, οι πρωτοβουλίες που προωθούν την ευρωπαϊκή ολοκλήρωση θα βελτιώσουν αισθητά τη συνοχή και την αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής, ενδυναμώνοντας το σταθεροποιητικό της ρόλο.

Στο πλαίσιο της προώθησης της αμυντικής αυτονομίας της ΕΕ, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο ανέλαβε πρωτοβουλίες που σηματοδοτούν μια στροφή προς επεκτατικές δημοσιονομικές πολιτικές. Το σχέδιο ReArm Europe στοχεύει στην ενίσχυση των αμυντικών δυνατοτήτων της ΕΕ μέσω σημαντικών επενδύσεων και διαρθρωτικών αλλαγών. Το σχέδιο περιλαμβάνει την κινητοποίηση έως και 800 δισεκ. ευρώ, με 150 δισεκ. ευρώ να προέρχονται από το νέο χρηματοδοτικό εργαλείο SAFE (Security Action for Europe), το οποίο θα παρέχει μακροπρόθεσμα δάνεια για την υποστήριξη κοινών αμυντικών προμηθειών. Παράλληλα, προτείνεται η ενεργοποίηση της εθνικής ρήτρας διαφυγής στο Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης για την περίοδο 2025-2028, επιτρέποντας στα κράτη-μέλη να αυξήσουν τις αμυντικές τους δαπάνες έως 1,5% του ΑΕΠ ετησίως χωρίς να παραβιάζουν τους δημοσιονομικούς κανόνες. Επιπλέον, προβλέπεται η συμμετοχή της ΕΤΕπ και η κινητοποίηση ιδιωτικών κεφαλαίων για τη στήριξη έργων στον τομέα της άμυνας και της ασφάλειας.

Αξίζει να σημειωθεί ότι η προσωρινή χαλάρωση του "φρένου χρέους" στη Γερμανία αντανακλά μια ιστορική μετατόπιση στη δημοσιονομική φιλοσοφία της χώρας, με στόχο την ενεργοποίηση ισχυρών επενδυτικών παρεμβάσεων. Η ιστορική συμφωνία στη Γερμανική Βουλή για την αναστολή της εφαρμογής του "φρένου χρέους" ανοίγει το δρόμο για δημοσιονομική επέκταση έως και 500 δισεκ. ευρώ, με σκοπό την αναθέρμανση της οικονομίας και την ενίσχυση της ανθεκτικότητάς της απέναντι σε γεωπολιτικές προκλήσεις. Το νέο αυτό πλαίσιο επιτρέπει στη Γερμανία να χρηματοδοτήσει κρίσιμες επενδύσεις στον τομέα της άμυνας, της πράσινης ανάπτυξης και των υποδομών. Η εξέλιξη αυτή σηματοδοτεί μια ουσιώδη απομάκρυνση από το παραδοσιακό γερμανικό δημοσιονομικό δόγμα και αναμένεται να έχει σημαντικές θετικές συνέπειες για την ευρωπαϊκή οικονομική σταθερότητα, ενισχύοντας την κοινή ευρωπαϊκή αντίδραση στις γεωπολιτικές και οικονομικές προκλήσεις.

Η αύξηση των αμυντικών δαπανών στην Ευρώπη αναμένεται να έχει θετικές αναπτυξιακές επιδράσεις, με ήπιες πληθωριστικές πιέσεις και βραχυπρόθεσμη επιδείνωση των δημοσιονομικών δεικτών. Οι επενδύσεις στον αμυντικό τομέα συμβάλλουν στην οικονομική ανάπτυξη μέσω αύξησης της ζήτησης για στρατιωτικό εξοπλισμό, ενεργοποίησης των εγχώριων

βιομηχανιών και ενίσχυσης της απασχόλησης, ιδίως όταν συνοδεύονται από πολιτικές που προάγουν την καινοτομία και τη δυνατότητα κάλυψης των αμυντικών αναγκών. Ιδιαίτερα θετικό για την εγχώρια παραγωγική βάση θα είναι η κάλυψη των αμυντικών αναγκών να στηριχθεί σε ίδιους παραγωγικούς πόρους, ώστε να μην υπάρχει εξάρτηση από εισαγωγές. Παράλληλα, η πίεση στις εφοδιαστικές αλυσίδες και η αυξημένη ζήτηση πρώτων υλών ενδέχεται να εντείνουν τις πληθωριστικές πιέσεις μεσοπρόθεσμα. Δημοσιονομικά, οι υψηλότερες δαπάνες αναμένεται να επιβαρύνουν το χρέος, αν και η ευελιξία στους κανόνες και η ευρωπαϊκή συγχρηματοδότηση μετριάζουν εν μέρει τις επιπτώσεις, ιδίως για χώρες με υψηλό δημόσιο χρέος που ήδη επενδύουν σημαντικά στην άμυνα.

***

Σε ένα διεθνές περιβάλλον όπου σωρεύονται νέες αβεβαιότητες, η συνέχιση της μεταρρυθμιστικής προσπάθειας αποτελεί τον ισχυρότερο καταλύτη για τη διατήρηση της οικονομικής σταθερότητας και την περαιτέρω ενίσχυση της ανθεκτικότητας της ελληνικής οικονομίας. Οι γεωοικονομικές προκλήσεις, οι τεχνολογικές εξελίξεις, η πράσινη μετάβαση και η αξιοποίηση της τεχνητής νοημοσύνης απαιτούν μια οικονομία ικανή να προσαρμόζεται και να αντέχει σε εξωγενείς διαταραχές, διασφαλίζοντας ισχυρούς ρυθμούς ανάπτυξης μεσοπρόθεσμα. Για να επιτευχθεί αυτό, η οικονομική πολιτική οφείλει να διατηρήσει και να εντείνει τη μεταρρυθμιστική ορμή και να καλλιεργήσει ευρύτερη κοινωνική και πολιτική στήριξη στις αναγκαίες αλλαγές.

Η εφαρμογή των αναγκαίων μεταρρυθμίσεων και η εμπέδωση της εμπιστοσύνης στους θεσμούς αποτελούν θεμέλιο για τη διατήρηση της οικονομικής σταθερότητας και ευημερίας. Η υλοποίηση των προτεινόμενων διαρθρωτικών αλλαγών είναι απαραίτητη για την ενίσχυση της παραγωγικότητας, την αύξηση του δυνητικού ΑΕΠ και τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της οικονομίας. Παράλληλα, η εμπιστοσύνη στους θεσμούς δημιουργεί το κατάλληλο περιβάλλον για την προσέλκυση επενδύσεων, στηρίζει την αγορά εργασίας και συμβάλλει στην κοινωνική συνοχή. Η συνέργεια μεταρρυθμίσεων και ισχυρών θεσμών αποτελεί τη βάση για την ενίσχυση της ανθεκτικότητας της οικονομίας και την επίτευξη διατηρήσιμης ανάπτυξης σε ένα αβέβαιο διεθνές περιβάλλον.

Η Ευρώπη βρίσκεται αντιμέτωπη με κρίσιμες προκλήσεις που απειλούν τη θέση της στην παγκόσμια οικονομία και τη σταθερότητά της. Η επιβράδυνση της παραγωγικότητας, οι δημογραφικές πιέσεις, οι δυσκαμψίες στις αγορές και η χαμηλή επενδυτική δυναμική περιορίζουν την ανταγωνιστικότητα της ευρωπαϊκής οικονομίας. Ταυτόχρονα, η γεωπολιτική αστάθεια, η ενεργειακή εξάρτηση και οι καθυστερήσεις στην πράσινη και ψηφιακή μετάβαση υπονομεύουν την ανθεκτικότητά της. Οι αδυναμίες αυτές, σε συνδυασμό με τον κατακερματισμό των χρηματοπιστωτικών αγορών και την έλλειψη επαρκούς ενοποίησης και συντονισμού σε στρατηγικούς τομείς όπως η άμυνα και η καινοτομία, εντείνουν τους κινδύνους για την Ευρώπη και την καθιστούν ευάλωτη σε εξωτερικές διαταραχές και σε απώλεια ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος σε σχέση με άλλες μεγάλες οικονομίες.

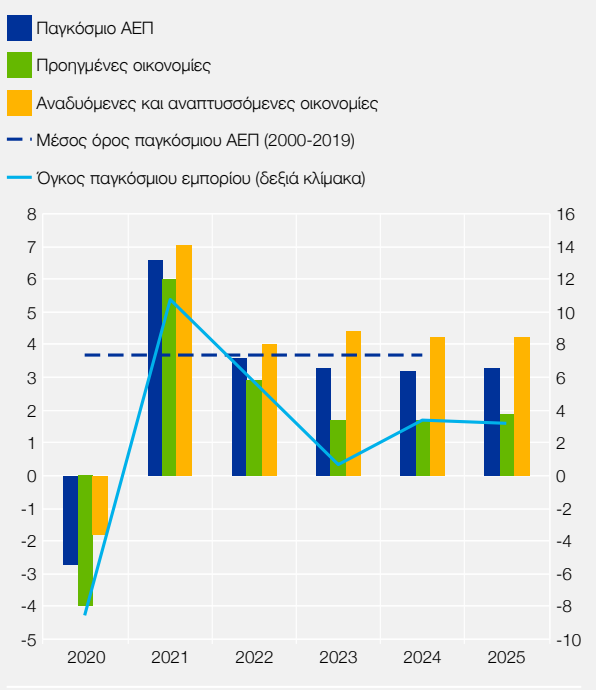
Οι τρέχουσες διεθνείς ανατροπές αποτελούν για την Ευρώπη, εκτός από απειλή, μια κλήση αφύπνισης. Η αντιμετώπιση των παραπάνω προκλήσεων απαιτεί άμεση και συντονισμένη δράση για την ενίσχυση της ευρωπαϊκής ενοποίησης και τη θωράκιση της στρατηγικής και αμυντικής της αυτονομίας. Ήδη έχουν διατυπωθεί προτάσεις που αφορούν την ολοκλήρωση της Τραπεζικής Ένωσης και της Ένωσης Κεφαλαιαγορών, τη δημιουργία ενός μόνιμου δημοσιονομικού μηχανισμού σε επίπεδο ΕΕ, την επιτάχυνση της πράσινης και ψηφιακής μετάβασης, την προώθηση της καινοτομίας και τη σημαντική ενίσχυση της άμυνας. Παράλληλα, η Ευρώπη καλείται να αναθεωρήσει το ρυθμιστικό της πλαίσιο προς την κατεύθυνση της απλοποίησης, να προωθήσει τη βάθυνση της ενιαίας αγοράς και να ενδυναμώσει τις διεθνείς εμπορικές της συμμαχίες. Η αποτελεσματική υλοποίηση αυτών των πρωτοβουλιών μπορεί να ενισχύσει την ανθεκτικότητα της ευρωπαϊκής οικονομίας και να θέσει τις βάσεις για διατηρήσιμη ανάπτυξη, ασφάλεια, περιφρούρηση των δημοκρατικών θεσμών και μακροχρόνια ευημερία.

II ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Η παγκόσμια οικονομία αναπτύχθηκε το 2024 με ρυθμό οριακά χαμηλότερο σε σχέση με το 2023 και αρκετά χαμηλότερο από το μέσο όρο της περιόδου 2000-2019. Οι μεγάλες προηγμένες οικονομίες συνέχισαν να εμφανίζουν σημαντικές αποκλίσεις μεταξύ τους ως προς τις επιδόσεις του ΑΕΠ, ενώ οι αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες ως σύνολο κατέγραψαν οριακή επιβράδυνση. Η αβεβαιότητα παρέμεινε αυξημένη, τροφοδοτούμενη αφενός από τις γεωπολιτικές εντάσεις και τις συνεχιζόμενες στρατιωτικές συγκρούσεις στην Ουκρανία και τη Μέση Ανατολή και αφετέρου από τα ερωτηματικά σχετικά με την οικονομική πολιτική που θα ακολουθήσει η νέα ηγεσία των ΗΠΑ. Ο γενικός πληθωρισμός υποχώρησε περαιτέρω στο 2,6% στις προηγμένες οικονομίες, παρά την εμμονή του πληθωρισμού των υπηρεσιών σε υψηλά επίπεδα, επιτρέποντας στις νομισματικές αρχές να ξεκινήσουν κύκλο μείωσης των βασικών επιτοκίων. Ωστόσο, παρά τη μεταβολή της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής, στις προηγμένες οικονομίες αυτή παρέμεινε περιοριστική. Η εξωτερική ζήτηση και το διεθνές εμπόριο ανέκαμψαν το 2024, αντισταθμίζοντας τη μικρή συμβολή της εγχώριας ζήτησης στο ΑΕΠ, ενώ οι διεθνείς τιμές της ενέργειας και των λοιπών βασικών εμπορευμάτων σε γενικές γραμμές σταθεροποιήθηκαν. Στη ζώνη του ευρώ, ο ρυθμός οικονομικής μεγέθυνσης επιταχύνθηκε, αλλά παρέμεινε χαμηλός, καθώς ανασχετικά σε αυτόν επέδρασαν αφενός η επίμονα υψηλή αβεβαιότητα για τις διεθνείς γεωπολιτικές και εγχώριες πολιτικές εξελίξεις, με αποτέλεσμα την ύφεση στη Γερμανία και την πτώση των επενδύσεων στην ευρωζώνη, και αφετέρου το γενικά περιοριστικό μίγμα οικονομικής πολιτικής, αναγκαίο για την τιθάσευση του πληθωρισμού και την αποκατάσταση της δημοσιονομικής ισορροπίας. Οι προοπτικές για το 2025, αν και αναθεωρούνται προς τα κάτω, παραμένουν θετικές, με συνέχιση όμως των αποκλίσεων στις επιδόσεις των επιμέρους οικονομιών. Εντούτοις, οι κίνδυνοι που περιβάλλουν τις προβλέψεις είναι ιδιαίτερα αυξημένοι, κυρίως ως προς τις επιπτώσεις στο παγκόσμιο ΑΕΠ και στον πληθωρισμό από την επιβολή δασμών από τις ΗΠΑ σε μεγάλους εμπορικούς τους εταίρους στις αρχές του έτους, καθώς και από τα αντίμετρα που αναγκάστηκαν να λάβουν στη συνέχεια αυτοί εναντίον των ΗΠΑ.

Διάγραμμα ΙΙ.1 Παγκόσμιο ΑΕΠ και διεθνές εμπόριο

(ετήσιες μεταβολές %)



Πηγές: IMF Database και WEO Update 2025.
Σημείωση: Για το 2024 εκτιμήσεις και για το 2025 προβλέψεις.

1 ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ[1]

Η παγκόσμια οικονομία εμφάνισε σταθερό αλλά σχετικά χαμηλό ρυθμό ανάπτυξης το 2024. Αντιμέτωπη με αλλεπάλληλες κρίσεις (τη σοβαρότερη πανδημία εδώ και 100 χρόνια, πολέμους

1 Το κείμενο βασίζεται σε πληροφόρηση, αναλύσεις και δεδομένα που ήταν διαθέσιμα έως και τις 28.3.2025.

και ακραία καιρικά φαινόμενα), επέδειξε αξιοσημείωτη ανθεκτικότητα. Οι δημοσιονομικές και νομισματικές αρχές ανά τον κόσμο αναγκάστηκαν από το 2020 και μετά να λάβουν μέτρα πρωτοφανούς έκτασης για να αντιμετωπίσουν τις κρίσεις στην απασχόληση, στην ενέργεια και στις εφοδιαστικές αλυσίδες, οι οποίες είχαν σοβαρές επιπτώσεις στην ανάπτυξη και στον πληθωρισμό. Οι άμεσες συνέπειες των κρίσεων μετριάστηκαν, ωστόσο οι επιπτώσεις σε όρους εισοδήματος, επιπέδου τιμών και επιβάρυνσης των δημόσιων οικονομικών παραμένουν. Παράλληλα, ο γεωοικονομικός κατακερματισμός και πιο πρόσφατα η υιοθέτηση δασμολογικών μέτρων, ακόμη και η απειλή επιβολής τους, αυξάνουν την αβεβαιότητα στο διεθνές εμπόριο και στην παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα. Οι παράγοντες αυτοί, σε συνδυασμό με την ήπια, πολυετή και διαρθρωτικού χαρακτήρα επιβράδυνση της οικονομίας της Κίνας, οδηγούν την παγκόσμια οικονομία, μετά την πανδημία, σε χαμηλότερους ρυθμούς αύξησης του ΑΕΠ και του διεθνούς εμπορίου σε σχέση με το μέσο όρο τους κατά την περίοδο 2000-2019 (βλ. Διάγραμμα ΙΙ.1).

Ο γενικός πληθωρισμός υποχώρησε σημαντικά το 2024 σε όλες τις οικονομικές περιοχές, με τον πληθωρισμό των αγαθών να έχει σχεδόν μηδενιστεί, ενώ ο πληθωρισμός των υπηρεσιών εξακολουθεί να επιδεικνύει εμμονή σε υψηλά επίπεδα. Ο μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής αποδείχθηκε αποτελεσματικός. Η αποφασιστική και σχεδόν συγχρονισμένη αντιπληθωριστική προσπάθεια των κεντρικών τραπεζών, μέσω της αυστηροποίησης της νομισματικής πολιτικής, φαίνεται ότι συγκράτησε τις προσδοκίες για τον πληθωρισμό, έχοντας παράλληλα σχετικά μικρή μόνο επίπτωση στην ανάπτυξη και στην αγορά εργασίας, γεγονός που επιβεβαιώνει τα ευρήματα για μια περισσότερο απότομη κλίση της καμπύλης Phillips.[2]

Το μίγμα της οικονομικής πολιτικής σταδιακά μεταβάλλεται. Κατά τη διάρκεια του 2024 και στις αρχές του 2025, η κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής μεταστράφηκε σε λιγότερο περιοριστική στις περισσότερες προηγμένες οικονομίες, καθώς οι πληθωριστικές πιέσεις και ο πυρήνας του πληθωρισμού υποχώρησαν. Η ΕΚΤ ξεκίνησε τον κύκλο μειώσεων των βασικών επιτοκίων στις 12 Ιουνίου 2024, ενώ η Τράπεζα της Αγγλίας και η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ ακολούθησαν την 1η Αυγούστου και στις 18 Σεπτεμβρίου αντίστοιχα. Αντιθέτως, η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής αντιστράφηκε σε περιοριστική στις προηγμένες οικονομίες ως σύνολο, αν και το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης ως ποσοστό του ΑΕΠ εκτιμάται ότι ελαφρώς διευρύνθηκε, καθώς η ευνοϊκή εξέλιξη του κυκλικά διορθωμένου πρωτογενούς αποτελέσματος αντισταθμίστηκε από τις αυξημένες δαπάνες εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους και λοιπές έκτακτες δαπάνες.

Για το 2025 αναμένεται οικονομική ανάκαμψη της Γερμανίας, του Ηνωμένου Βασιλείου και της Ιαπωνίας, στις οποίες όμως ο ρυθμός ανάπτυξης θα παραμείνει πολύ χαμηλός. Αντιθέτως, αναμένεται οικονομική επιβράδυνση των ΗΠΑ, ενώ η οικονομία της Κίνας, η μεγαλύτερη μεταξύ των αναδυόμενων και αναπτυσσόμενων οικονομιών, θα συνεχίσει να επιβραδύνεται ομαλά. Οι προβλέψεις αυτές περιβάλλονται ωστόσο από υψηλό βαθμό αβεβαιότητας, καθώς είναι δύσκολο επί του παρόντος να εκτιμηθεί η έκταση των επιπτώσεων στο παγκόσμιο ΑΕΠ και στον πληθωρισμό από την επιβολή των δασμών που ανήγγειλαν και εφάρμοσαν οι ΗΠΑ στις αρχές του 2025 εναντίον του Μεξικού, του Καναδά, της Κίνας και της ΕΕ, καθώς και από όσα δασμολογικά μέτρα αντιποίνων αποφάσισαν στη συνέχεια οι οικονομίες αυτές εναντίον των ΗΠΑ. Οι νεότερες εκτιμήσεις του ΟΟΣΑ, που δημοσιεύθηκαν στα μέσα Μαρτίου του 2025 και περιλαμβάνουν όσα δασμολογικά μέτρα έχουν ήδη επιβληθεί, αναθεώρησαν τις προοπτικές του παγκόσμιου ΑΕΠ από ήπια επιτάχυνση σε ομαλή επιβράδυνση για το 2025 και το 2026, καθώς ο εμπορικός πόλεμος φαίνεται ότι θα έχει αναπτυξιακές επιπτώσεις τόσο στις ΗΠΑ όσο και σε όλες σχεδόν τις μεγάλες οικονομίες.[3]

2 IMF, *World Economic Outlook*, October 2024, Chapter 2 “The Great Tightening: Insights from the recent inflation episode”.

3 Ο ρυθμός ανόδου του παγκόσμιου ΑΕΠ αναθεωρήθηκε προς κάτω κατά 0,2 της ποσοστιαίας μονάδας (ποσ. μον.) για το 2025 και κατά 0,3 ποσ. μον. για το 2026 έναντι των προβλέψεων του Δεκεμβρίου 2024, κυρίως λόγω της επίπτωσης στον όγκο των εξαγωγών από την επιβολή δασμών εκατέρωθεν. Τις μεγαλύτερες αναθεωρήσεις του ΑΕΠ προς τα κάτω για το 2025 σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ αντιμετωπίζουν το Μεξικό (-2,5 ποσ. μον.), ο Καναδάς (-1,3 ποσ. μον.), η Ν. Κορέα (-0,6 ποσ. μον.), η Ινδία (-0,5 ποσ. μον.) και η Ιαπωνία (-0,4 ποσ. μον.).

Η οικονομία της ευρωζώνης, αν και επιταχύνθηκε το 2024, συνέχισε να παρουσιάζει χαμηλό ρυθμό ανάπτυξης και οι επενδύσεις υποχώρησαν. Θετικά συνέβαλαν η επιτάχυνση του διεθνούς εμπορίου και η χαλάρωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών, ενώ ανασχετικά επέδρασαν η γεωπολιτική αβεβαιότητα και η πολιτική αστάθεια σε ορισμένες μεγάλες οικονομίες. Την ιδιωτική κατανάλωση στήριξε η αγορά εργασίας που παρέμεινε ανθεκτική, καθώς το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε σε ιστορικά χαμηλό επίπεδο και το πραγματικό εισόδημα ενισχύθηκε τόσο από σημαντικές αυξήσεις των ονομαστικών μισθών όσο και από τη νέα σημαντική υποχώρηση του πληθωρισμού.

Το τεχνολογικό χάσμα και το χάσμα παραγωγικότητας της ΕΕ έναντι των ΗΠΑ και της Κίνας έχουν διευρυνθεί σημαντικά μετά το 2009, τάση που ενισχύθηκε περαιτέρω μετά την πανδημία COVID-19, εγκλωβίζοντας την Ευρώπη σε χαμηλότερους ρυθμούς οικονομικής ανόδου. Μια νέα ευκαιρία που εμφανίζεται για την αύξηση της ευρωπαϊκής παραγωγικότητας και ανταγωνιστικότητας είναι η τεχνητή νοημοσύνη. Στο Πλαίσιο ΙΙ.1 εξετάζονται οι πρόσφατες εξελίξεις αναφορικά με την ενσωμάτωση της τεχνητής νοημοσύνης στην παραγωγική διαδικασία και διερευνώνται οι δυνητικές επιδράσεις στην οικονομική μεγέθυνση, στον πληθωρισμό και στην αγορά εργασίας από την ταχεία ανάπτυξη και υιοθέτησή της.

Οι παρεμβάσεις πολιτικής στην ΕΕ-27 και στη ζώνη του ευρώ σε θεσμικό επίπεδο που αποφασίστηκαν το 2024 για την αντιμετώπιση των μεγάλων ζητημάτων της Ένωσης παρουσιάζονται εν συντομία στο Πλαίσιο ΙΙ.2. Οι τρεις πρόσθετες δέσμες κυρώσεων κατά της Ρωσίας, τα μέτρα στρατιωτικής, ανθρωπιστικής και οικονομικής αρωγής προς την Ουκρανία, τα μέτρα ενίσχυσης της μακροχρόνιας ανταγωνιστικότητας, της παραγωγικότητας και της οικονομικής ανθεκτικότητας της ΕΕ, η κυβερνοασφάλεια και οι πρωτοβουλίες για την πρόοδο της Ένωσης Κεφαλαιαγορών και της Τραπεζικής Ένωσης επίσης εξετάζονται συνοπτικά στο εν λόγω πλαίσιο.

Οι οικονομικές εξελίξεις στις βαλκανικές και στις υποψήφιες προς ένταξη στην ΕΕ χώρες υπήρξαν αρκετά ανομοιογενείς ως προς το ρυθμό ανόδου του ΑΕΠ, με τις μεγαλύτερες από αυτές τις οικονομίες (Τουρκία και Ουκρανία) να έχουν επιβραδυνθεί, η πρώτη λόγω της σταθεροποιητικής οικονομικής πολιτικής και η δεύτερη λόγω του συνεχιζόμενου πολέμου. Ο πληθωρισμός υποχώρησε σημαντικά το 2024 σε όλες τις οικονομίες πλην της Τουρκίας, ενώ τα ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και τα δημοσιονομικά ελλείμματα γενικά επιδεινώθηκαν. Ο χαμηλός ρυθμός ανάπτυξης της ΕΕ, ο πόλεμος στην Ουκρανία και οι γεωπολιτικές εντάσεις έχουν σημαντικές επιπτώσεις στις χώρες της περιοχής. Στο Πλαίσιο ΙΙ.3 εξετάζεται ο υψηλός βαθμός οικονομικής διασύνδεσης των υποψήφιων προς ένταξη χωρών με την ΕΕ σε όρους εξωτερικού εμπορίου και ξένων άμεσων επενδύσεων.

2 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΔΙΕΘΝΩΣ ΚΑΙ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ ΚΑΙ ΠΑΡΕΜΒΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

2.1 Παγκόσμια οικονομία

Η παγκόσμια οικονομία αναπτύσσεται με σχεδόν σταθερό ρυθμό την τελευταία διετία, όμως η εξέλιξη των οικονομικών επιδόσεων διαφέρει σημαντικά μεταξύ των μεγαλύτερων οικονομιών. Ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ εκτιμάται από το ΔΝΤ ότι επιβραδύνθηκε οριακά σε 3,2% το 2024 από 3,3% το 2023, καθώς η δραστηριότητα στις προηγμένες οικονομίες διατήρησε τη δυναμική της, ενώ στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες επιβραδύνθηκε (βλ. Πίνακα ΙΙ.1). Η παγκόσμια οικονομική μεγέθυνση συνεχίζει να υπολείπεται του μέσου όρου της περιόδου 2000-2019 (3,7%), με εξαίρεση την περίοδο της ισχυρής μεταπανδημικής ανάκαμψης, κυρίως λόγω της ομαλοποίησης των ρυθμών ανάπτυξης της Κίνας. Το διεθνές εμπόριο, που ανέκαμψε ταχύτερα των προσδοκιών παρά το αυξημένο κόστος μεταφοράς, τόνωσε την εξωτερική ζήτηση σε πολλές οικονομίες, υποκαθιστώντας εν μέρει την υποτονική εγχώρια ζήτηση στην οικονομική δραστηριότητα.

Πίνακας ΙΙ.1 Βασικά μακροοικονομικά μεγέθη της παγκόσμιας οικονομίας

	Αριθμός κρατών	Μερίδιο (%) στο ΑΕΠ[1]	ΑΕΠ (ετήσιες % μεταβολές όγκου)			Πληθωρισμός[2] (ετήσιες % μεταβολές)			Δημοσιονομικό αποτέλεσμα[3] (% του ΑΕΠ)			Ακαθάριστο δημόσιο χρέος (% του ΑΕΠ)			Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)		
			2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Παγκόσμιο σύνολο	196	100,0	3,3	3,2	3,3	6,7	5,8	4,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1. Προηγμένες οικονομίες	41	40,7	1,7	1,7	1,9	4,6	2,6	2,2	-4,7	-5,0	-4,5	108,7	109,4	111,0	0,2	0,4	0,4
ΗΠΑ		15,0	2,9	2,8	2,7	4,1	3,0	1,9	-7,1	-7,6	-7,3	118,7	121,0	124,1	-3,3	-3,3	-3,1
Ιαπωνία		3,5	1,5	-0,2	1,1	3,3	2,2	2,0	-4,2	-6,1	-3,1	249,7	251,2	248,7	3,6	3,8	3,6
Ην. Βασίλειο		2,2	0,3	0,9	1,4	7,3	2,5	2,7	-5,7	-5,6	-4,5	100,0	103,0	104,8	-2,0	-2,8	-2,6
Ζώνη του ευρώ	20	11,9	0,4	0,9	0,9	5,4	2,4	2,3	-3,6	-3,2	-3,2	87,4	87,7	88,4	1,5	2,6	2,0
2. Αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες	155	59,3	4,4	4,2	4,2	8,0	7,9	5,9	-5,3	-5,6	-5,5	68,5	69,9	71,9	0,6	0,4	0,3
Κίνα		18,7	5,2	4,8	4,6	0,2	0,4	1,7	-7,0	-7,4	-7,6	84,4	90,1	93,8	1,4	1,4	1,6
Ρωσία		7,9	8,2	6,5	6,5	5,4	4,4	4,1	-8,3	-7,8	-7,6	83,0	83,1	82,6	-0,7	-1,1	-1,3

Πηγές: ΔΝΤ, World Economic Outlook database και *Fiscal Monitor*, Οκτώβριος 2024, και *WEO Update*, Ιανουάριος 2025. Για το Ηνωμένο Βασίλειο: ΟΟΣΑ, *Economic Outlook*, 4.12.2024, και *Interim Report*, 17.3.2025. Για τη ζώνη του ευρώ: ΕΚΤ, "Μακροοικονομικές προβολές εμπειρογνωμόνων της ΕΚΤ για τη ζώνη του ευρώ", Μάρτιος 2025.
Σημείωση: Για το 2024 εκτιμήσεις και για το 2025 προβλέψεις.
1 Ποσοστό συμμετοχής στο παγκόσμιο ΑΕΠ το 2023, με βάση τις ισοτιμίες αγοραστικών δυνάμεων (PPP).
2 ΕνΔΤΚ για τη ζώνη του ευρώ και ΔΤΚ για τις λοιπές περιπτώσεις. Μέσα επίπεδα έτους.
3 Της γενικής κυβέρνησης.

Η αβεβαιότητα σχετικά με την οικονομική πολιτική που θα ακολουθηθεί, ιδίως όσον αφορά το διεθνές εμπόριο και λιγότερο τα δημόσια οικονομικά, έχει αυξηθεί σημαντικά από το δεύτερο εξάμηνο του 2024, αποτελώντας αναμφίβολα τον κυριότερο ανασχετικό παράγοντα τόσο για την προσφορά όσο και για τη ζήτηση, εγχώρια και διεθνή. Οι παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές συνθήκες, σύμφωνα με το ΔΝΤ, χαλάρωσαν στη διάρκεια του 2024, καθώς ξεκίνησε κύκλος μείωσης των βασικών επιτοκίων, ενώ οι αποτιμήσεις των μετοχών ανήλθαν σε νέα υψηλά επίπεδα κατά το τελευταίο τρίμηνο του έτους.[4] Όμως, η επιβολή δασμών από τις ΗΠΑ στο Μεξικό, στον Καναδά, στην Κίνα και στην ΕΕ στις αρχές του 2025 προκαλεί ήδη διόρθωση στις χρηματιστηριακές αγορές, καθώς προβλέπεται ότι θα έχει επιπτώσεις στο διεθνές περιβάλλον και στην κερδοφορία των επιχειρήσεων.

Στις προηγμένες οικονομίες ως σύνολο, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ εκτιμάται από το ΔΝΤ ότι παρέμεινε στο 1,7% το 2024, αλλά με σημαντικές διαφοροποιήσεις μεταξύ των μεγαλύτερων οικονομιών. Η οικονομία των ΗΠΑ, αν και επιβραδύνθηκε οριακά, συνέχισε να καταγράφει τον υψηλότερο ρυθμό μεταξύ των μεγάλων προηγμένων οικονομιών. Οι οικονομίες της Ιαπωνίας και της Γερμανίας βρέθηκαν τελικά σε μικρή ύφεση. Στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο και στο Ηνωμένο Βασίλειο, οι ρυθμοί ανόδου του ΑΕΠ, αν και επιταχύνθηκαν το 2024, παρέμειναν πολύ χαμηλοί.

Στις ΗΠΑ το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 2,8% το 2024, έναντι 2,9% το 2023. Η εγχώρια ζήτηση παραμένει ισχυρή, στηριζόμενη στο αποτέλεσμα πλούτου από την αυξημένη αξία των περιουσιακών στοιχείων και από τις γενικά υποστηρικτικές χρηματοπιστωτικές συνθήκες. Η ισχυρή αγορά εργασίας και η βελτίωση του διαθέσιμου εισοδήματος λόγω της υποχώρησης του πληθωρισμού ενίσχυσαν την ιδιωτική κατανάλωση, η οποία επιταχυνόταν διαρκώς κατά τη διάρκεια του έτους καθώς ανέκαμπταν οι δαπάνες για αγαθά, ιδίως για διαρκή, ενώ οι δαπάνες για υπηρεσίες παρέμεναν υψηλές. Σε ετήσια βάση, η ιδιωτική κατανάλωση επιταχύνθηκε σε 2,8% το 2024 από 2,5% το 2023. Οι ιδιωτικές επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου, παρά την κάμψη του δ΄ τριμήνου,

4 Βλ. IMF, *World Economic Outlook Update*, "Global Financial Markets Update", 17.1.2025.

επιταχύνθηκαν σε 4% το 2024 έναντι σχεδόν στασιμότητας το 2023, επηρεαζόμενες θετικά, εκτός των προαναφερθεισών ευνοϊκότερων χρηματοπιστωτικών συνθηκών, από τις νομοθετικές πρωτοβουλίες Inflation Reduction Act (IRA) και CHIPS and Science Act για την ενίσχυση της βιομηχανικής πολιτικής.[5] Ο δωδεκάμηνος ρυθμός μεταβολής του δείκτη τιμών καταναλωτή (ΔΤΚ) είχε διακυμάνσεις στη διάρκεια του έτους, αλλά σε μέσα επίπεδα έτους υποχώρησε κατά μία περίπου ποσοστιαία μονάδα έναντι του 2023. Το ποσοστό ανεργίας αυξήθηκε οριακά κατά τη διάρκεια του έτους και το Δεκέμβριο διαμορφώθηκε σε 4,1%. Η βελτίωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών, ως απόρροια κυρίως της μείωσης του βασικού επιτοκίου της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ (Fed) το Σεπτέμβριο και το Νοέμβριο του 2024, αναμένεται να στηρίξει την εγχώρια ζήτηση το 2025. Σύμφωνα με το ΔΝΤ (Ιανουάριος 2025), η αύξηση του ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα επιβραδυνθεί ελαφρώς μόνο, σε 2,7%, το 2025, καθώς η χαλαρότερη νομισματική πολιτική και η ισχυρή αγορά εργασίας θα αντισταθμίζουν τους καθοδικούς κινδύνους. Η συνέχιση των γεωπολιτικών εντάσεων και οι επιπτώσεις από την επιβολή δασμών των ΗΠΑ σε άλλες χώρες, καθώς και τα αναμενόμενα αντίποινα από αυτές αποτελούν σημαντικούς κινδύνους για την ανάπτυξη και τον πληθωρισμό, ενώ θετικά μπορεί να επιδράσει η παράταση της ισχύος των φορολογικών ελαφρύνσεων που είχαν τεθεί σε εφαρμογή το 2017. Ήδη οι νεότερες εκτιμήσεις του ΟΟΣΑ (Μάρτιος 2025), που ενσωματώνουν τις επιπτώσεις των δασμών που επιβλήθηκαν, προβλέπουν μεγαλύτερη επιβράδυνση από ό,τι η εκτίμηση του ΔΝΤ, με το ΑΕΠ να αυξάνεται κατά 2,2% το 2025 και κατά 1,6% το 2026.

Στην Ιαπωνία η οικονομία βρέθηκε τελικά σε οριακή ύφεση το 2024, καθώς, παρά την αύξηση της δημόσιας κατανάλωσης, η ιδιωτική κατανάλωση παρέμεινε στάσιμη λόγω του υψηλού πληθωρισμού της ενέργειας και των ειδών διατροφής, ενώ οι επενδύσεις επιβραδύνθηκαν και οι καθαρές εξαγωγές εκτιμάται ότι είχαν αρνητική συμβολή στο ΑΕΠ. Για το 2025 προβλέπεται ανάκαμψη, με την αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ να εκτιμάται από το ΔΝΤ και τον ΟΟΣΑ σε 1,1%.

Στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες ως σύνολο, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ εκτιμάται από το ΔΝΤ ότι επιβραδύνθηκε σε 4,2% το 2024 από 4,4% το 2023, εντούτοις οι εξελίξεις διαφέρουν σημαντικά από χώρα σε χώρα. Στην Κίνα σημειώθηκε επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ το 2024 (σε 4,8% από 5,2% το 2023), η οποία αναμένεται ότι θα συνεχιστεί και το 2025, καθώς η ανάκαμψη της βιομηχανικής παραγωγής και των εξαγωγών και τα νέα δημοσιονομικά μέτρα στήριξης που ανακοινώθηκαν το Νοέμβριο δεν μπορούν να υπεραντισταθμίσουν την εξασθένηση της ιδιωτικής κατανάλωσης, η οποία επηρεάζεται δυσμενώς από την εν εξελίξει διόρθωση της αγοράς ακινήτων. Στην Ινδία, παρά την επιβράδυνση της οικονομίας, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ υπήρξε ισχυρός (6,5% το 2024) και θα παραμείνει στα επίπεδα αυτά και το 2025, αποτελώντας κινητήρια δύναμη ανάπτυξης για ολόκληρη τη Νοτιοανατολική Ασία. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του ΔΝΤ για το 2024, στην Αργεντινή η ύφεση βάθυνε σε -2,8% από -1,6% το 2023, στη Βραζιλία η έντονη οικονομική δραστηριότητα επιταχύνθηκε κι άλλο, σε 3,7% από 3,2% το 2023, ενώ στο Μεξικό εκτιμάται ότι σημειώθηκε αισθητή επιβράδυνση σε 1,8% από 3,3% το 2023.

Ο παγκόσμιος πληθωρισμός συνέχισε να αποκλιμακώνεται κατά τη διάρκεια του 2024, ως αποτέλεσμα της περιοριστικής νομισματικής πολιτικής και της σταδιακής εξάλειψης των επιπτώσεων από τις διαταραχές στη συνολική προσφορά (αύξηση κόστους λόγω υψηλότερων τιμών, αναγκαστικών διαφοροποιήσεων στα δίκτυα προμήθειας ενέργειας κ.λπ.) εξαιτίας της ενεργειακής κρίσης. Η υποχώρηση του ρυθμού ανόδου των τιμών ήταν μεγαλύτερη στις προηγμένες οικονομίες, παρά την εμμονή του πυρήνα του πληθωρισμού, κυρίως λόγω του πληθωρισμού στον τομέα των υπηρεσιών που παραμένει υψηλός σε πολλές μεγάλες οικονομίες. Παρά τη μικρή χαλάρωση στην αγορά εργασίας και το χαμηλό ρυθμό αύξησης της παραγωγικότητας, οι ονομαστικές αποδοχές συνέχισαν να αυξάνονται το 2024 με ρυθμό περί το 4% στις μεγαλύτερες

5 Υπάρχουν και αντίθετες απόψεις για την επίδρασή τους στις επενδύσεις: βλ. Tax Foundation, "White House Right on Importance of Business Investment, Wrong on Relevant Policy", 10.7.2024.

προηγμένες οικονομίες με σκοπό την αναπλήρωση των απωλειών του πραγματικού εισοδήματος που επλήγη από τον αυξημένο πληθωρισμό κατά την περίοδο 2021-2023. Ο πληθωρισμός στις προηγμένες οικονομίες με βάση τον ΔΤΚ, σύμφωνα με το ΔΝΤ, υποχώρησε περαιτέρω σε 2,6% το 2024 από 4,6% το 2023, ενώ στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες παρέμεινε υψηλός και σχεδόν στάσιμος στο 7,8%.

Οι κίνδυνοι για την παγκόσμια οικονομία παραμένουν σοβαροί. Τα γεωπολιτικά ρήγματα, ο γεωοικονομικός κατακερματισμός και οι νέες τάσεις προστατευτισμού μπορεί να προκαλέσουν εκ νέου άνοδο στις τιμές των εισαγόμενων προϊόντων, πλήττοντας το διεθνές εμπόριο και τις επενδύσεις και υποσκάπτοντας την παραγωγικότητα και την ανθεκτικότητα των οικονομιών μακροπρόθεσμα. Τυχόν διαταράξεις στην αντιπληθωριστική προσπάθεια των κεντρικών τραπεζών ενδέχεται να επιβραδύνουν ή και να αναστείλουν τον κύκλο μείωσης των επιτοκίων επιτείνοντας την αβεβαιότητα, δυσχεραίνοντας την αποκατάσταση των δημοσιονομικών αποθεμάτων και αυξάνοντας τους κινδύνους για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Σημαντικές προκλήσεις για την οικονομική πολιτική των κρατών αποτελούν: (α) η επιστροφή στη δημοσιονομική σταθερότητα με σκοπό την εξασφάλιση της βιωσιμότητας των δημόσιων οικονομικών και τη δημιουργία περιθωρίων ασφαλείας για αντιμετώπιση πιθανών κινδύνων στο μέλλον, (β) ιδίως στην ΕΕ, η υλοποίηση μεταρρυθμίσεων και η ενίσχυση των παραγωγικών επενδύσεων στην έρευνα και την καινοτομία με σκοπό την αντιμετώπιση της χαμηλής ανόδου της παραγωγικότητας και τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας και (γ) η προσήλωση στην πολυμερή συνεργασία και στους πολυμερείς κανόνες διεθνούς εμπορίου για τον τερματισμό των εμπορικών συγκρούσεων και του προστατευτισμού με σκοπό την κοινή αντιμετώπιση των μεγάλων προκλήσεων και απειλών του μέλλοντος.

Διεθνές εμπόριο και διεθνείς τιμές βασικών εμπορευμάτων

Οι γεωπολιτικές εντάσεις και η αβεβαιότητα αναφορικά με τις εμπορικές πολιτικές των μεγαλύτερων κρατών συνεχίζουν να διαμορφώνουν τη δυναμική του παγκόσμιου εμπορίου την τελευταία τριετία. Οι παράγοντες αυτοί, παρότι αποτελούν πλέον εγγενές χαρακτηριστικό της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας, ενδέχεται να έχουν σοβαρότερες επιπτώσεις στην παγκόσμια οικονομία και τον πληθωρισμό σε περίπτωση περαιτέρω εντατικοποίησης των πολιτικών προστατευτισμού, με τη μορφή μιας νέας ακολουθίας δασμολογικών μέτρων. Ήδη, το α΄ τρίμηνο του 2025 οι ΗΠΑ ανακοίνωσαν και έθεσαν σε εφαρμογή μια σειρά δασμολογικών μέτρων αρχικώς έναντι του Καναδά, του Μεξικού και της Κίνας και στη συνέχεια έναντι των εξαγωγών σιδήρου και αλουμινίου της ΕΕ. Όπως αναμενόταν, όλες αυτές οι οικονομίες απάντησαν με ανάλογα αντίμετρα. Οι καθοδικοί κίνδυνοι από την ευρεία κλιμάκωση του εμπορικού προστατευτισμού αφορούν ενδεχόμενες διαταράξεις στις διεθνείς αλυσίδες εφοδιασμού, μείωση των διεθνών εμπορευματικών ροών μεταξύ ανταγωνιστικών κρατών, αύξηση της οικονομικής αβεβαιότητας παγκοσμίως και επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομικής ανάπτυξης.

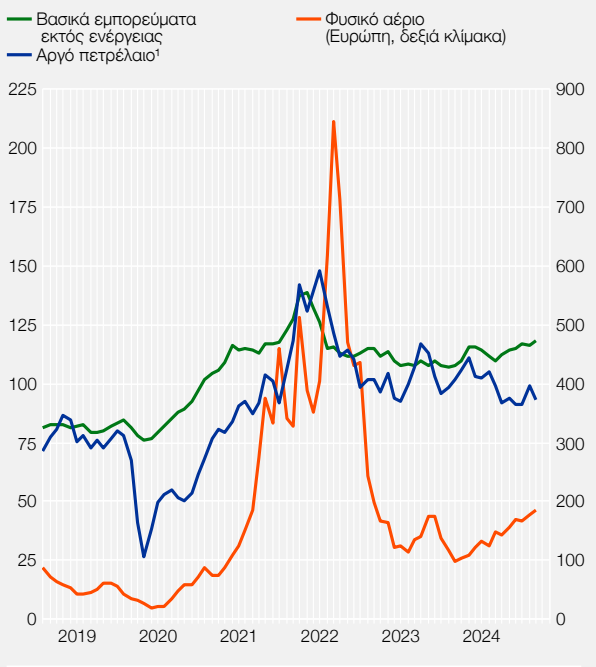
Η αύξηση του όγκου του διεθνούς εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών εκτιμάται ότι επιταχύνθηκε σε 3,4% το 2024 από 0,7% το 2023. Το διεθνές εμπόριο υπηρεσιών αυξήθηκε εντονότερα κατά 7% και των αγαθών κατά 2%. Παρά την επιβολή αυστηρότερων εμπορικών περιορισμών μεταξύ γεωπολιτικά αντίθετων συνασπισμών κρατών, το 2024 οι αυξημένες εμπορικές ροές εντός του ίδιου συνασπισμού και το εμπόριο με τρίτες, ουδέτερες χώρες φαίνεται να αντιστάθμισαν τις αρνητικές συνέπειες αυτών των εμπορικών περιορισμών. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του ΔΝΤ (Ιανουάριος 2025), η αύξηση του όγκου του διεθνούς εμπορίου θα επιβραδυνθεί σε 3,2% το 2025, δηλ. θα υπολείπεται σημαντικά από το μέσο όρο της περιόδου 2000-2019 (4,9%).

Οι διεθνείς τιμές της ενέργειας συνέχισαν να υποχωρούν το 2024, παρά τις διακυμάνσεις στην εξέλιξη των γεωπολιτικών εντάσεων. Η ένοπλη σύγκρουση και η εντεινόμενη κρίση στη Μέση Ανατολή, οι διακοπές στη λειτουργία των διυλιστηρίων στη Ρωσία, οι αρχικά θετικότερες προσδοκίες για την οικονομία της Κίνας, καθώς και η απόφαση για εκούσια μείωση της παραγωγής από τον ΟΠΕΚ+, ώθησαν πρόσκαιρα τη μέση διεθνή τιμή του αργού πετρελαίου όλων των τύπων στα 88,1 δολ. ΗΠΑ ανά βαρέλι τον Απρίλιο του 2024 (βλ. Διάγραμμα ΙΙ.2). Στη συνέχεια

όμως, υπό το βάρος της ασθενούς διεθνούς ζήτησης και εξαιτίας, μεταξύ άλλων, της οικονομικής επιβράδυνσης της Κίνας και της Ινδίας, η τιμή του αποκλιμακώθηκε σταδιακά στα 72,3 δολ. ΗΠΑ το Δεκέμβριο του 2024, τη χαμηλότερη τιμή από τον Ιούνιο του 2021. Σύμφωνα με την Παγκόσμια Τράπεζα, το 2024 η μέση τιμή του αργού πετρελαίου διαμορφώθηκε στα 78,7 δολ. ΗΠΑ ανά βαρέλι, μειωμένη κατά 2,5% έναντι του 2023. Σύμφωνα με εκτιμήσεις του ΔΝΤ (Ιανουάριος 2025), αναμένεται να υποχωρήσει περαιτέρω στα 69,8 δολ. ΗΠΑ ανά βαρέλι το 2025, ως αποτέλεσμα αφενός της χαμηλότερης ζήτησης εκ μέρους της Κίνας, η οικονομία της οποίας αναμένεται να επιβραδυνθεί περαιτέρω, και αφετέρου της αύξησης της προσφοράς από χώρες εκτός του ΟΠΕΚ+.

Διάγραμμα ΙΙ.2 Διεθνείς τιμές βασικών εμπορευμάτων (Ιανουάριος 2019 - Φεβρουάριος 2025)

(δείκτες αγοραίων τιμών, μηνιαία στοιχεία, 2010=100)



Πηγή: Παγκόσμια Τράπεζα.
1 Μέση διεθνής τιμή τριών τύπων (UK Brent, West Texas Intermediate και Dubai).

Η αγορά φυσικού αερίου το 2024 χαρακτηρίστηκε από χαμηλότερα επίπεδα διεθνών τιμών, με σημαντική όμως μεταβλητότητα στη διάρκεια του έτους. Ο ετήσιος μέσος όρος της τιμής του φυσικού αερίου όλων των τύπων παρουσίασε πτώση κατά 15% συγκριτικά με το 2023 και κατά 63,5% σε σχέση με τα ιστορικώς υψηλά επίπεδα του 2022. Η τιμή του φυσικού αερίου στην Ευρώπη το 2024, μολονότι αυξανόταν σχεδόν συνεχώς κατά τη διάρκεια του έτους, σε μέσα επίπεδα έτους σημείωσε πτώση κατά 16,4% (βλ. Διάγραμμα ΙΙ.2). Η μείωση της ενεργειακής ζήτησης στην Ευρώπη, κυρίως λόγω ηπιότερων καιρικών συνθήκων, σε συνδυασμό με την ύπαρξη μιας επαρκώς εφοδιασμένης αγοράς, οδήγησε στη δημιουργία υψηλών επιπέδων ενεργειακών αποθεμάτων και στις αρχές του 2024 άσκησε καθοδικές πιέσεις στη μέση ετήσια τιμή του φυσικού αερίου στην Ευρώπη. Ωστόσο, έπειτα από το α΄ τρίμηνο, η μέση μηνιαία τιμή του φυσικού αερίου παρουσίασε ανοδική τάση καθ' όλη τη διάρκεια του υπόλοιπου έτους. Η σχετικά μικρή αύξηση της προσφοράς υγροποιημένου φυσικού αερίου (LNG) παγκοσμίως, κατά 2,5% το 2024 έναντι 8% κατά μέσο όρο την πενταετία 2016-2020, οι υφιστάμενες γεωπολιτικές εντάσεις κα τα ακραία φυσικά φαινόμενα τροφοδότησαν τη μεταβλητότητα των τιμών του LNG καθ' όλη τη διάρκεια του έτους.

Οι διεθνείς τιμές των βιομηχανικών μετάλλων παρουσίασαν το 2024 σημαντικές διακυμάνσεις, λόγω της αλληλεπίδρασης διαφόρων παραγόντων. Το 2024 ξεκίνησε με άνοδο των διεθνών τιμών τους, εξαιτίας κυρίως της αισιοδοξίας αναφορικά με την οικονομία της Κίνας, αλλά και της συνεχιζόμενης ανάπτυξης της αγοράς ηλεκτρικών οχημάτων παγκοσμίως. Αντίθετα, το δεύτερο εξάμηνο του 2024 οι ανησυχίες για επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας και του τομέα των ακινήτων της Κίνας οδήγησαν σε μειωμένη ζήτηση βιομηχανικών μετάλλων, προκαλώντας διόρθωση των τιμών. Σε μέσα επίπεδα έτους, η τιμή των βασικών μετάλλων αυξήθηκε κατά 2,8% έναντι του 2023, ενώ το Δεκέμβριο του 2024 ήταν υψηλότερη κατά 3,5% σε σύγκριση με το Δεκέμβριο του 2023. Οι διεθνείς τιμές των τροφίμων σημείωσαν πτώση κατά 7,6% σε μέσα επίπεδα έτους, κυρίως λόγω της αύξησης της παραγωγής και των αποθεμάτων.

Συνολικά, η μέση διεθνής τιμή των βασικών εμπορευμάτων πλην των καυσίμων αυξήθηκε κατά 3,4% το 2024 (σε δολ. ΗΠΑ), έναντι μείωσης κατά 5,7% το 2023. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του ΔΝΤ (Ιανουάριος 2025), η τιμή των βασικών εμπορευμάτων αναμένεται να ενισχυθεί, κυρίως λόγω της κλιματικής αλλαγής που θα επηρεάσει αρνητικά μεγάλο μέρος της παγκόσμιας παραγωγής.

Δημοσιονομική πολιτική

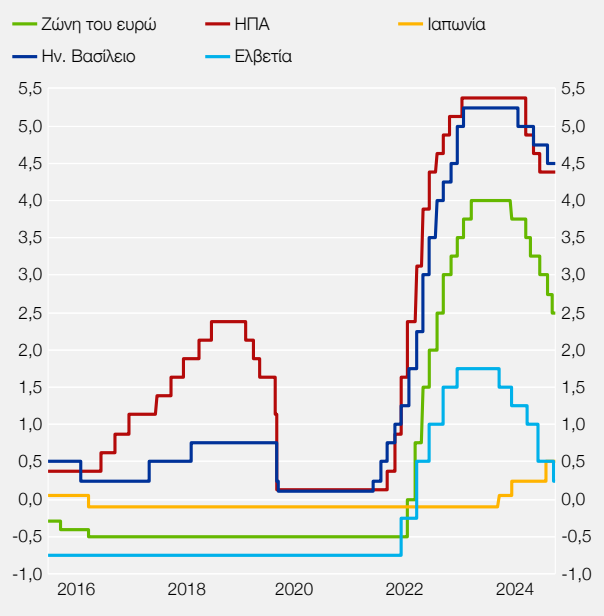
Το 2024 η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής, μετρούμενη από το διαρθρωτικό πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης, αντιστράφηκε σε περιοριστική στις προηγμένες οικονομίες ως σύνολο και σε επεκτατική στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες. Εντούτοις, το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης διευρύνθηκε ελαφρώς σε 5,0% και 5,6% του ΑΕΠ αντίστοιχα στις δύο ομάδες οικονομιών σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του ΔΝΤ (Οκτώβριος 2024). Μικρή επιδείνωση παρουσίασε και ο λόγος του ακαθάριστου χρέους της γενικής κυβέρνησης προς το ΑΕΠ, ο οποίος εκτιμάται ότι διαμορφώθηκε σε 109% στις προηγμένες και σε 70% στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες (βλ. Πίνακα ΙΙ.1). Το 2025 αναμένεται πιο περιοριστική κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής στις περισσότερες οικονομίες, συμπεριλαμβανομένων των ΗΠΑ. Ωστόσο, οι νέες πολιτικές και οι γεωπολιτικές εξελίξεις έχουν, από τις αρχές του έτους, αυξήσει σημαντικά την αβεβαιότητα αναφορικά με τη δημοσιονομική πολιτική που τελικώς θα ασκηθεί, κυρίως από τις μεγαλύτερες οικονομίες, με τη Γερμανική Βουλή να εγκρίνει στα μέσα Μαρτίου μακροχρόνιο σχέδιο στρατιωτικών δαπανών ύψους 1 τρισεκ. ευρώ. Μεσοπρόθεσμα, παρά το γενικό περιβάλλον πίεσης για αυξημένες δημόσιες επενδύσεις που σχετίζονται με την πράσινη και την ψηφιακή μετάβαση, την εθνική ασφάλεια, τη γήρανση του πληθυσμού και την ενίσχυση της παραγωγικότητας, η δημοσιονομική εξυγίανση παραμένει αναγκαία σε πολλές οικονομίες, ώστε να αναπληρωθούν τα δημοσιονομικά αποθέματα ασφαλείας με τρόπο φιλικό προς την ανάπτυξη και να βελτιωθούν οι προοπτικές της βιωσιμότητας του χρέους.

Νομισματική πολιτική

Η νομισματική πολιτική παρέμεινε περιοριστική το 2024 στις περισσότερες οικονομίες, παρά τη σταδιακή μείωση των επιτοκίων πολιτικής που αποφάσισαν οι κεντρικές τράπεζες ανά τον κόσμο, λαμβάνοντας υπόψη τη σημαντική αποκλιμάκωση του πληθωρισμού, τη βαθμιαία εξασθένηση των μισθολογικών πιέσεων και, σε ορισμένες χώρες, την υποτονική οικονομική δραστηριότητα. Το 2025 ο παγκόσμιος κύκλος νομισματικής πολιτικής εκτιμάται ότι θα είναι λιγότερο συγχρονισμένος σε ένα περιβάλλον που χαρακτηρίζεται από έντονη πολιτική και οικονομική αβεβαιότητα και αποκλίνουσες προοπτικές για τον πληθωρισμό και την ανάπτυξη μεταξύ των χωρών. Οι νομισματικές αρχές παραμένουν προσηλωμένες στην επίτευξη του στόχου τους για τον πληθωρισμό, παρακολουθώντας στενά, μεταξύ άλλων, τις εξελίξεις στο παγκόσμιο εμπόριο και τις επιπτώσεις από την επιβολή δασμών στο κόστος της ενέργειας και των λοιπών εισαγομένων. Τυχόν νέα άνοδος του πληθωρισμού ή των πληθωριστικών προσδοκιών θα μπορούσε να καθυστερήσει την περαιτέρω μείωση των επιτοκίων ή και να αντιστρέψει την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής προς πιο περιοριστική, συνθέτοντας νέες προκλήσεις για τη δημοσιονομική βιωσιμότητα και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

Διάγραμμα ΙΙ.3 Βασικά επιτόκια κεντρικών τραπεζών (1 Ιανουαρίου 2016 - 28 Μαρτίου 2025)

(ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχεία)



Πηγές: Ζώνη του ευρώ: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, επιτόκιο διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων. ΗΠΑ: Ομοσπονδιακή Τράπεζα ΗΠΑ, επιτόκιο-στόχος για τα ομοσπονδιακά κεφάλαια. Ιαπωνία: LSEG, κύριο επιτόκιο πολιτικής. Ηνωμένο Βασίλειο: Τράπεζα της Αγγλίας, επιτόκιο συμφωνιών επαναγοράς. Ελβετία: κεντρική τράπεζα της Ελβετίας, επιτόκιο πολιτικής.

Το 2024 η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (Fed) μείωσε το εύρος-στόχο του βασικού της επιτοκίου τρεις φορές, κατά 100 μονάδες βάσης (μ.β.) συνολικά, καθορίζοντάς το από το Δεκέμβριο του 2024 σε 4,25%-4,50% και τηρώντας έκτοτε στάση αναμονής. Η Τράπεζα της Αγγλίας, μετά από δύο ισόποσες μειώσεις κατά 25 μ.β. κάθε φορά στη διάρκεια του προηγούμενου

έτους, μείωσε περαιτέρω το βασικό της επιτόκιο σε 4,5% το Φεβρουάριο του 2025. Στην ευρωζώνη το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ προέβη σε τέσσερις μειώσεις των βασικών επιτοκίων πέρυσι και σε άλλες δύο φέτος, δηλαδή συνολική μείωση 150 μ.β., διαμορφώνοντας το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων σε 2,50% από το Μάρτιο του 2025 (βλ. Διάγραμμα ΙΙ.3). Ταυτόχρονα, το Ευρωσύστημα συνέχισε τη μείωση των χαρτοφυλακίων του προγράμματος αγοράς στοιχείων ενεργητικού (APP) και του έκτακτου προγράμματος αγοράς στοιχείων ενεργητικού λόγω πανδημίας (PEPP) με μετρημένο και προβλέψιμο ρυθμό. Στις 18 Δεκεμβρίου 2024 οι τράπεζες αποπλήρωσαν τα εναπομένοντα ποσά που είχαν δανειστεί στο πλαίσιο των στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης, ολοκληρώνοντας έτσι αυτό το τμήμα της διαδικασίας ομαλοποίησης του ισολογισμού του Ευρωσυστήματος. Η κεντρική τράπεζα της Ελβετίας συνέχισε τη μείωση του επιτοκίου πολιτικής της σε 0,5% το Δεκέμβριο του 2024 και σε 0,25% στις 20 Μαρτίου 2025. Σε αντίθεση με τις λοιπές προηγμένες οικονομίες, η Τράπεζα της Ιαπωνίας αύξησε το επιτόκιο πολιτικής της από -0,10% το Φεβρουάριο του 2024 σε 0,50% τον Ιανουάριο του 2025, το υψηλότερο από το 2008.

2.2 Ζώνη του ευρώ

Η οικονομία της ευρωζώνης, αν και επιταχύνθηκε το 2024, συνέχισε να παρουσιάζει χαμηλό ρυθμό ανάπτυξης. Θετικά συνέβαλαν η επιτάχυνση του διεθνούς εμπορίου, η ισχυρή αγορά εργασίας και η χαλάρωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών, ενώ ανασχετικά επέδρασαν η γεωπολιτική αβεβαιότητα και η πολιτική αστάθεια σε ορισμένες μεγάλες οικονομίες. Η σχετικά βελτιωμένη καταναλωτική εμπιστοσύνη και η αύξηση της καταναλωτικής δαπάνης των νοικοκυριών και του δημοσίου τόνωσαν την εγχώρια ζήτηση, ωστόσο οι επενδύσεις υποχώρησαν. Ο τομέας των υπηρεσιών, ιδίως ο τουρισμός, συνέβαλε σημαντικά στην ανάπτυξη, ενώ ο τομέας της μεταποίησης αντιμετώπισε προκλήσεις λόγω της χαμηλής εγχώριας και διεθνούς ζήτησης και του αυξημένου ρυθμιστικού βάρους. Η αγορά εργασίας παρέμεινε ανθεκτική, με σταθερά επίπεδα απασχόλησης και με την ανεργία σε ιστορικά χαμηλό επίπεδο να συμβάλλει στη στήριξη της κατανάλωσης. Ο πληθωρισμός στην ευρωζώνη συνέχισε γενικά να υποχωρεί, από 2,9% το Δεκέμβριο του 2023 σε 2,4% το Δεκέμβριο του 2024, προσεγγίζοντας περαιτέρω το στόχο της ΕΚΤ. Η εξέλιξη αυτή επέτρεψε στην ΕΚΤ να προχωρήσει σε τέσσερις μειώσεις επιτοκίων κατά τη διάρκεια του 2024, στηρίζοντας έτσι την οικονομική ανάκαμψη. Παρά τις θετικές αυτές εξελίξεις, οι εξωτερικοί κίνδυνοι, όπως η παρατεταμένη πολιτική και γεωπολιτική αβεβαιότητα και οι επιπτώσεις από την επιβολή δασμών και αντιποίνων στο διεθνές εμπόριο, αναμένεται να συνεχίσουν να πλήττουν την εύθραυστη ανάκαμψη το 2025. Στις πρόσφατες προβλέψεις των εμπειρογνωμόνων της ΕΚΤ (Μάρτιος 2025), οι προοπτικές για το ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ αναθεωρήθηκαν προς τα κάτω κατά 0,2 ποσ. μον. τόσο για το 2025 όσο και για το 2026. Έτσι, το ΑΕΠ της ευρωζώνης αναμένεται να αυξηθεί κατά 0,9% το 2025 και κατά 1,2% το 2026. Η αναθεώρηση αυτή αντανακλά την ισχυρότερη επίδραση της αβεβαιότητας, κυρίως μέσω των ασθενέστερων εξαγωγών και, σε μικρότερο βαθμό, της μειωμένης επενδυτικής δραστηριότητας. Επιπλέον, αντικατοπτρίζει τις προσδοκίες ότι οι προκλήσεις ανταγωνιστικότητας θα διαρκέσουν πιθανότατα περισσότερο από ό,τι αρχικά εκτιμήθηκε.

Η οικονομική δραστηριότητα στην ευρωζώνη ενισχύθηκε συγκριτικά με το 2023, αντανακλώντας τη βελτίωση του οικονομικού κλίματος, την αυξημένη ιδιωτική κατανάλωση και την αποκλιμάκωση του πληθωρισμού. Το πρώτο εξάμηνο του 2024 η κυριότερη συμβολή στην ανάπτυξη προήλθε κυρίως από τον εξωτερικό τομέα με πολύ θετικές τις καθαρές εξαγωγές, ενώ το δεύτερο εξάμηνο από την κατανάλωση και τις επενδύσεις. Το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 0,3% το α΄ τρίμηνο και κατά 0,2% το β΄ τρίμηνο, ενώ το γ΄ τρίμηνο κατέγραψε επιτάχυνση σε 0,4%, τον υψηλότερο ρυθμό που παρατηρήθηκε τα τελευταία δύο χρόνια. Ωστόσο, το δ΄ τρίμηνο ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ επιβραδύνθηκε σε 0,2%, αντανακλώντας τη συρρίκνωση των δύο μεγαλύτερων οικονομιών της ζώνης του ευρώ, της Γερμανίας (-0,2%) και της Γαλλίας (-0,1%). Στο σύνολο του 2024, το ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ αυξήθηκε κατά 0,9%, έναντι 0,4% το 2023. Μεσοπρόθεσμα, το πραγματικό ΑΕΠ αναμένεται να καταγράψει θετικούς ρυθμούς μεταβολής, υποστηριζόμενο από την αύξηση των πραγματικών εισοδημάτων και την ανάκαμψη των επενδύσεων λόγω εξασθένησης των επιπτώσεων της νομισματικής πολιτικής στο κόστος δανεισμού.

Η ιδιωτική κατανάλωση ήταν σχετικά υποτονική το πρώτο εξάμηνο του 2024, ενώ στη συνέχεια κατέγραψε σημαντική επιτάχυνση, με ρυθμό αύξησης 0,6% το γ΄ τρίμηνο έναντι του προηγούμενου τριμήνου. Αυτή η ανάκαμψη αποδίδεται στη σταδιακή μείωση του ποσοστού αποταμίευσης των νοικοκυριών και στη βελτίωση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος. Η ενίσχυση του εισοδήματος προήλθε κυρίως από την ισχυρή αύξηση των μισθών, αλλά και από την άνοδο των εισοδημάτων από αυτοαπασχόληση και από χρηματοοικονομικά και μη χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία. Αυτές οι εξελίξεις συνέβαλαν καθοριστικά στη στήριξη της κατανάλωσης, ενισχύοντας τη συνολική οικονομική δραστηριότητα. Ο τριμηνιαίος ρυθμός αύξησης της κατανάλωσης μετριάστηκε το δ΄ τρίμηνο του έτους (0,4%) σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο, καθώς εξέλιπαν οι ευνοϊκοί, πρόσκαιροι παράγοντες που τη στήριξαν το καλοκαίρι. Συνολικά για το 2024, η ιδιωτική κατανάλωση εκτιμάται ότι αυξήθηκε κατά 1,0%, έναντι 0,5% το 2023. Το 2025 η περαιτέρω αποκλιμάκωση του πληθωρισμού και η αύξηση των ονομαστικών μισθών αναμένεται να ενισχύσουν τα πραγματικά εισοδήματα και την κατανάλωση, η οποία εκτιμάται ότι θα επιταχυνθεί σε 1,4%. Η δημόσια κατανάλωση, παρά τις περαιτέρω μειώσεις στα μέτρα στήριξης για την αντιμετώπιση του πληθωρισμού και τις αυξήσεις των άμεσων φόρων και των εισφορών κοινωνικής ασφάλισης που συνοδεύουν το δημοσιονομικό περιορισμό, συνέβαλε στην επιτάχυνση της ανάπτυξης το 2024, καταγράφοντας αύξηση κατά 2,8% έναντι 1,4% το 2023. Το 2025 η δημόσια κατανάλωση εκτιμάται ότι θα επιβραδυνθεί σε 1,2%.

Οι επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου της ευρωζώνης το πρώτο εξάμηνο του 2024 συρρικνώθηκαν σημαντικά, εξαιτίας του υψηλού κόστους δανεισμού, της γεωπολιτικής αβεβαιότητας και της ασθενούς ζήτησης στην αγορά κατοικίας. Ωστόσο, το γ΄ τρίμηνο σημείωσαν ανάκαμψη με τριμηνιαίο ρυθμό ανόδου 1,8%, λόγω της αύξησης των δαπανών για δημόσιες υποδομές, των επενδύσεων σε πράσινη τεχνολογία και της σχετικής βελτίωσης του επενδυτικού κλίματος, καθώς ο μειούμενος πληθωρισμός άρχισε να τροφοδοτεί προσδοκίες μείωσης των επιτοκίων. Το δ΄ τρίμηνο επιβραδύνθηκαν με ρυθμό αύξησης 0,6% έναντι του προηγούμενου τριμήνου. Οι συνολικές επενδύσεις στη ζώνη του ευρώ τελικά μειώθηκαν κατά 1,9% το 2024, έναντι αύξησης κατά 1,7% το 2023. Τα ισχυρά οικονομικά αποτελέσματα των επιχειρήσεων, η βελτίωση των πιστωτικών συνθηκών και η ώθηση από το ευρωπαϊκό μέσο ανάκαμψης NextGenerationEU δημιουργούν ευνοϊκές προϋποθέσεις για ανάκαμψη των επενδύσεων το 2025.

Οι εξαγωγές της ζώνης του ευρώ, οι οποίες σημείωσαν έντονη ανοδική τάση κατά το πρώτο εξάμηνο του 2024, κυρίως λόγω της ενίσχυσης των εξαγωγών υπηρεσιών, παρουσίασαν κάμψη το γ΄ τρίμηνο. Η επιβράδυνσή τους επιβεβαιώνει τις συνεχιζόμενες προκλήσεις ανταγωνιστικότητας που αντιμετωπίζουν οι εξαγωγείς της ζώνης του ευρώ, ακόμη και εν μέσω ανάκαμψης της παγκόσμιας ζήτησης. Το δ΄ τρίμηνο οι εξαγωγές παρέμειναν σχεδόν στάσιμες και οι σχετικές εκτιμήσεις υποδηλώνουν ότι θα συνεχίσουν να είναι υποτονικές στο άμεσο μέλλον. Το 2024 το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ ως συνόλου εκτιμάται ότι διευρύνθηκε σε 2,6% του ΑΕΠ, από 1,6% το 2023, αντανακλώντας την άνοδο των εξαγωγών, αλλά και τη σταθεροποίηση των εισαγωγών λόγω της υποτονικής εγχώριας ζήτησης. Οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ αυξήθηκαν κατά 1,0% το 2024, έναντι μείωσης κατά 0,8% το 2023. Η συμβολή των καθαρών εξαγωγών στο ΑΕΠ ήταν ελαφρώς θετική το 2024, καθώς ο όγκος των εξαγωγών αυξήθηκε, ενώ εκείνος των εισαγωγών παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητος. Για το 2025 όμως προβλέπεται ταχύτερη άνοδος των εισαγωγών σε σχέση με τις εξαγωγές, καθώς, σύμφωνα με τις πρόσφατες προβολές της ΕΚΤ, ο ρυθμός αύξησης των εξαγωγών για το 2025 αναμένεται να επιβραδυνθεί κάπως λόγω της σημαντικής αβεβαιότητας σχετικά με τις εμπορικές πολιτικές διεθνώς.

Η αγορά εργασίας παρέμεινε ανθεκτική το 2024, αν και η δυναμική της απασχόλησης δείχνει να εξασθενεί σε σύγκριση με προηγούμενα έτη, καθώς παράγοντες που επέδρασαν θετικά στην αύξηση της ζήτησης εργασίας υποχωρούν. Το ποσοστό των κενών θέσεων εργασίας υποχώρησε σε 2,5% το γ΄ και το δ΄ τρίμηνο από 2,6% το β΄ τρίμηνο και 2,9% το α΄ τρίμηνο του 2024. Ο ρυθμός αύξησης της απασχόλησης επιβραδύνθηκε σε 1,0% το 2024 από 1,4% το 2023, ενώ για το 2025 προβλέπεται περαιτέρω επιβράδυνσή του σε 0,4%. Η ανεργία ως ποσοστό του

εργατικού δυναμικού παρέμεινε σε ιστορικώς χαμηλά επίπεδα κατά τη διάρκεια του 2024, ενώ για το σύνολο του έτους αποκλιμακώθηκε περαιτέρω σε 6,4% (από 6,6% το 2023). Στα επιμέρους κράτη-μέλη, σύμφωνα με τα πιο πρόσφατα μηνιαία στοιχεία (Ιανουάριος 2025), κυμάνθηκε από 3,0% στη Μάλτα έως 10,4% στην Ισπανία. Εκτός από την Ισπανία, η οποία έχει την υψηλότερη ανεργία μεταξύ των κρατών της ζώνης του ευρώ, οι δύο χώρες που ακολουθούν είναι η Φινλανδία και η Ελλάδα με ποσοστό ανεργίας ίσο με 8,7%. Για το 2025 εκτιμάται οριακή μείωση του ποσοστού ανεργίας της ζώνης του ευρώ σε 6,3%.

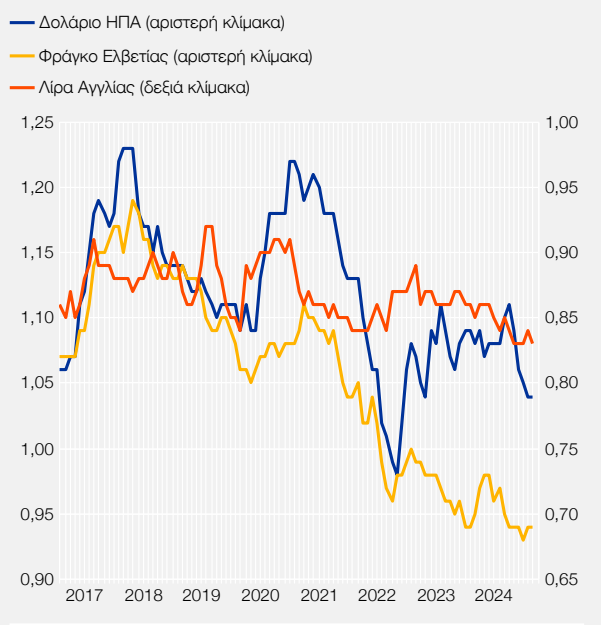
Ο γενικός πληθωρισμός παρουσίασε περαιτέρω μείωση το 2024. Η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού αποδίδεται σε ένα σύνολο αλληλεπιδρώντων παραγόντων. Παρά τις διακυμάνσεις που παρατηρήθηκαν, η μείωση των τιμών της ενέργειας και των τροφίμων συνέβαλε καθοριστικά στη χαλάρωση των πληθωριστικών πιέσεων, ενώ η περιοριστική νομισματική πολιτική της ΕΚΤ διαδραμάτισε κρίσιμο ρόλο στη σταθεροποίηση των πληθωριστικών προσδοκιών. Επιπλέον, ο χαμηλός ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ ή και η ύφεση σε οικονομίες, όπως η Γερμανία, η Αυστρία και η Φινλανδία, οδήγησαν σε συγκράτηση της συνολικής ζήτησης, ενισχύοντας περαιτέρω την επιβράδυνση του πληθωρισμού. Παρά ταύτα, η διαρκής αύξηση των μισθών εξακολούθησε να αποτελεί παράγοντα ανοδικών πιέσεων στις τιμές. Η άνοδος του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας παρέμεινε υψηλή, αν και υποχώρησε σε 4,5% το 2024 από 6,3% το 2023 λόγω επιβράδυνσης των μισθολογικών αυξήσεων και ελαφράς ανάκαμψης της παραγωγικότητας της εργασίας. Ο πληθωρισμός στην ευρωζώνη, μετρούμενος με τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ), μειώθηκε από 2,8% τον Ιανουάριο του 2024 σε 2,4% το Δεκέμβριο, ενώ σε μέσα επίπεδα έτους ήταν 2,4% το 2024, έναντι 5,4% το 2023. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των εμπειρογνωμόνων της ΕΚΤ (Μάρτιος 2025), θα υποχωρήσει οριακά σε 2,3% το 2025, κυρίως ως αποτέλεσμα της αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού των ειδών διατροφής, ενώ η άρση των μέτρων στήριξης έναντι της ενεργειακής κρίσης θα ασκήσει πρόσκαιρα ανοδικές πιέσεις στον πληθωρισμό της ενέργειας. Στις αρχές του 2025 ο πληθωρισμός σημείωσε πρόσκαιρη οριακή άνοδο και διαμορφώθηκε σε 2,5% τον Ιανουάριο, από 2,4% το Δεκέμβριο, και μειώθηκε σε 2,3% το Φεβρουάριο, με τα είδη διατροφής και τις υπηρεσίες να σημειώνουν τους υψηλότερους ετήσιους ρυθμούς μεταβολής των τιμών τους σε σχέση με τις άλλες συνιστώσες και με τον πληθωρισμό της ενέργειας να μειώνεται. Παράλληλα, ο πυρήνας του πληθωρισμού, δηλ. ο γενικός δείκτης χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής, σε μέσα επίπεδα έτους ήταν 2,8% το 2024, έναντι 4,9% το 2023, κυρίως εξαιτίας της υποτονικής οικονομικής δραστηριότητας και της επιβραδυνόμενης αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Το 2025 εκτιμάται ότι θα μειωθεί σε 2,2%.

Το 2024 η πιστωτική επέκταση προς την οικονομία της ευρωζώνης παρέμεινε αναιμική, λόγω του υψηλού κόστους δανεισμού, της υποτονικής οικονομικής δραστηριότητας και των αυστηρών πιστοδοτικών κριτηρίων των τραπεζών. Το συνολικό χρηματοδοτικό περιβάλλον εξακολούθησε να είναι περιοριστικό, με τα μέσα επιτόκια των νέων επιχειρηματικών δανείων και των νέων στεγαστικών δανείων, αν και μειωμένα, να διαμορφώνονται το Δεκέμβριο σε 4,4% και 3,4% αντίστοιχα. Ο ρυθμός αύξησης του τραπεζικού δανεισμού προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις επιταχύνθηκε σε 1,7% το Δεκέμβριο του 2024 από 0,2% τον Ιανουάριο. Ομοίως, ο ρυθμός αύξησης των δανείων προς τα νοικοκυριά, από 0,3% τον Ιανουάριο, διαμορφώθηκε σε 1,1% το Δεκέμβριο, το υψηλότερο επίπεδο του έτους. Ο τραπεζικός δανεισμός προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά επιταχύνθηκε περαιτέρω το πρώτο δίμηνο του 2025. Σύμφωνα με την Έρευνα Τραπεζικών Χορηγήσεων της ΕΚΤ για το δ΄ τρίμηνο του 2024, οι τράπεζες της ζώνης του ευρώ ανέφεραν νέα καθαρή αυστηροποίηση των κριτηρίων χορήγησης πιστώσεων (δανείων ή πιστωτικών γραμμών) προς τις επιχειρήσεις, η οποία οφείλεται στους υψηλότερους κινδύνους που σχετίζονται με τις οικονομικές προοπτικές και στη χαμηλότερη ανοχή των τραπεζών στον κίνδυνο.[6] Στα δάνεια προς τα νοικοκυριά δεν υπήρξε μεταβολή των κριτηρίων για αγορά κατοικίας μετά από τρία τρίμηνα χαλάρωσης, αλλά υπήρξε περαιτέρω αυστηροποίηση αυτών για την καταναλωτική πίστη. Για το πρώτο εξάμηνο του 2025, οι τράπεζες αναμένουν ότι τα πι-

6 Βλ. Πλαίσιο VI.3 “Η Έρευνα Τραπεζικών Χορηγήσεων” στην παρούσα Έκθεση.

Διάγραμμα ΙΙ.4 Ισοτιμίες δολαρίου ΗΠΑ, λίρας Αγγλίας και φράγκου Ελβετίας έναντι του ευρώ (Ιανουάριος 2017 - Φεβρουάριος 2025)

(μηνιαία στοιχεία, μέσα επίπεδα μηνός)



Πηγή: ΕΚΤ.

στοδοτικά κριτήρια θα συνεχίσουν να είναι αυστηρά για τους περισσότερους κλάδους της οικονομίας, εκτός από τις υπηρεσίες. Επίσης, αναμένουν μειωμένη ζήτηση δανείων σε όλες τις κατηγορίες δανείων εκτός από τα στεγαστικά, για τα οποία αναμένουν μέτρια αύξηση.

Η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής, όπως αυτή μετρείται από το κυκλικά διορθωμένο πρωτογενές δημοσιονομικό αποτέλεσμα, εκτιμάται ότι έγινε σημαντικά πιο περιοριστική το 2024, έπειτα από μια ήπια χαλάρωση το 2023, κυρίως λόγω της απόσυρσης μεγάλου μέρους των μέτρων στήριξης που είχαν ληφθεί για την αντιμετώπιση του υψηλού ενεργειακού κόστους και του πληθωρισμού. Σύμφωνα με τις προβολές των εμπειρογνωμόνων της ΕΚΤ (Μάρτιος 2025), εκτιμάται ότι το δημοσιονομικό έλλειμμα στην ευρωζώνη μειώθηκε από 3,6% του ΑΕΠ το 2023 σε 3,2% το 2024, ενώ σε διαρθρωτικούς όρους περιορίστηκε κατά 0,8 ποσ. μον. σε 3,0% του ΑΕΠ. Αντίθετα, το δημόσιο χρέος εκτιμάται ότι αυξήθηκε ελαφρώς σε 87,7% του ΑΕΠ το 2024, από 87,4% το προηγούμενο έτος, και προβλέπεται να συνεχίσει την οριακά ανοδική του πορεία τα τρία επόμενα χρόνια. Η τάση αυτή αποδίδεται στο γεγονός ότι τα πρωτογενή δημοσιονομικά ελλείμματα, αν και μειούμενα, εξακολουθούν να αντισταθμίζουν τη μειωτική συμβολή την οποία έχει στο χρέος η θετική διαφορά μεταξύ του ρυθμού αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ και του επιτοκίου δανεισμού.

Η ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ (έναντι 41 εμπορικών εταίρων) ανατιμήθηκε κατά 1,9% το 2024 σε μέσα επίπεδα έτους, σε συνέχεια της ανατίμησης κατά 4,9% το 2023. Ενώ για την ανατίμηση του 2023 η κύρια αιτία ήταν οι αυξήσεις των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ και ο περιορισμός της επιτοκιακής διαφοράς έναντι άλλων κεντρικών τραπεζών, για το 2024 σχετίζεται με την καλύτερη πορεία της οικονομίας της ευρωζώνης σε σχέση με τους εμπορικούς εταίρους της. Όσον αφορά τις διμερείς ισοτιμίες, το ευρώ, παρότι υποτιμήθηκε σημαντικά το τελευταίο τρίμηνο του έτους έναντι του δολαρίου ΗΠΑ, σε μέσα επίπεδα έτους το 2024 κατέγραψε οριακή ανατίμηση κατά 0,1%, έπειτα από ανατίμηση κατά 2,7% το 2023. Έναντι της λίρας Αγγλίας και του ελβετικού φράγκου το ευρώ υποτιμήθηκε κατά 2,7% και 2,0% αντίστοιχα το 2024, ενώ το 2023 είχε ανατιμηθεί κατά 2,0% έναντι της λίρας Αγγλίας και υποτιμηθεί κατά 3,3% έναντι του ελβετικού φράγκου (βλ. Διάγραμμα ΙΙ.4). Οι εξελίξεις αυτές αντανακλούν κυρίως τις μεταβαλλόμενες προσδοκίες για τη νομισματική πολιτική από τις κεντρικές τράπεζες, την αβεβαιότητα για τις γεωπολιτικές εξελίξεις και την εμπορική πολιτική μεγάλων κρατών, καθώς και τις διαφορές ως προς τις οικονομικές επιδόσεις στις εν λόγω περιοχές.

Η οικονομία της ευρωζώνης αντιμετωπίζει μια σειρά από ανοδικούς και καθοδικούς κινδύνους που θα μπορούσαν να επηρεάσουν την αναπτυξιακή της πορεία τα επόμενα χρόνια. Οι επίμονες γεωπολιτικές εντάσεις και οι συνακόλουθες διαταράξεις της εφοδιαστικής αλυσίδας και αστάθειες των τιμών της ενέργειας αποτελούν σημαντικές απειλές για την οικονομική ανάκαμψη. Επιπλέον, οι επιδράσεις με χρονική υστέρηση από την προηγηθείσα αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής ενδέχεται να επηρεάσουν ανασταλτικά για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα από ό,τι αναμένεται την κατανάλωση και τις επενδύσεις, ενώ οι προσπάθειες δημοσιονομικής εξυγίανσης σε ορισμένα κράτη-μέλη θα μπορούσαν να επιδράσουν αρνητικά στη ζήτηση. Ένας περαιτέρω καθοδικός κίνδυνος συνδέεται με τις επιπτώσεις της επιβολής επιπλέον δασμών από τις ΗΠΑ, που θα μπορούσαν να διαταράξουν ακόμη περισσότερο τις εμπορικές ροές και

να επηρεάσουν δυσμενώς τις εξαγωγές της ευρωζώνης, ιδίως σε βασικούς βιομηχανικούς κλάδους. Οι διαρθρωτικές αδυναμίες, όπως η υποτονική αύξηση της παραγωγικότητας και οι δημογραφικές προκλήσεις, αποτελούν επιπλέον ευπάθειες μακροπρόθεσμα. Από την άλλη πλευρά, οι ανοδικοί κίνδυνοι περιλαμβάνουν μια ισχυρότερη από την αναμενόμενη ανάκαμψη της εγχώριας ζήτησης, υποστηριζόμενη από τις ανθεκτικές αγορές εργασίας και τις αυξήσεις του πραγματικού εισοδήματος χάρη στην περαιτέρω μείωση του πληθωρισμού. Επιπλέον, μια ταχύτερη ανάκαμψη του παγκόσμιου εμπορίου και των επενδύσεων, ιδίως εάν ενισχυθεί η εξωτερική ζήτηση εκ μέρους βασικών εμπορικών εταίρων, θα μπορούσε να παράσχει πρόσθετη στήριξη στις εξαγωγές της ευρωζώνης. Η επιτάχυνση της ψηφιακής και πράσινης μετάβασης μπορεί επίσης να οδηγήσει σε αύξηση της παραγωγικότητας, προωθώντας μια πιο βιώσιμη μακροπρόθεσμη ανάπτυξη. Οι συνολικές οικονομικές προοπτικές παραμένουν αβέβαιες, εξαρτώμενες από την αλληλεπίδραση των παραγόντων αυτών.

Πλαίσιο ΙΙ.1

ΤΕΧΝΗΤΗ ΝΟΗΜΟΣΥΝΗ: ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΚΑΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ

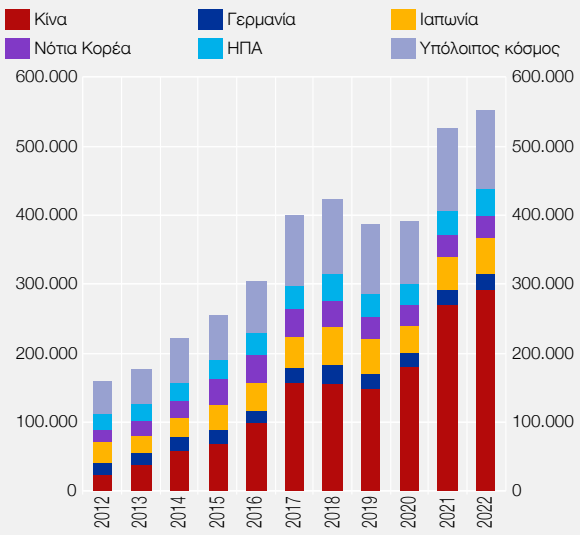
Η παραγωγικότητα στην Ευρώπη έχει επιβραδυνθεί σημαντικά τα τελευταία 40 χρόνια, με το χάσμα παραγωγικότητας της ζώνης του ευρώ έναντι των ΗΠΑ και της Κίνας να διευρύνεται μετά το 2009,[1,2] τάση που εντάθηκε περαιτέρω μετά την πανδημία COVID-19.

Το παρόν πλαίσιο εξετάζει τις πρόσφατες εξελίξεις αναφορικά με την ενσωμάτωση της τεχνητής νοημοσύνης (ΤΝ) στην παραγωγική διαδικασία, διερευνά τις δυνητικές επιδράσεις της στην παραγωγικότητα, στην ανάπτυξη, στον πληθωρισμό και στην αγορά εργασίας και αναλύει τις συνακόλουθες προκλήσεις πολιτικής. Η ΤΝ είναι ένα σύνολο τεχνολογιών της πληροφορικής που μιμούνται στοιχεία της ανθρώπινης συμπεριφοράς και ευφυΐας, όπως η μάθηση, η επίλυση προβλημάτων, ο σχεδιασμός και η δημιουργικότητα. Έχει πολλαπλές εφαρμογές σε ολόκληρο το φάσμα των κλάδων της οικονομίας και των κοινωνικών δραστηριοτήτων και δεν υπάρχει ένας ενιαίος, καθολικά αποδεκτός ορισμός αυτής. Για το λόγο αυτό, δεν υπάρχει ακόμη ενιαία μεθοδολογία μέτρησης και είναι δύσκολο να εκτιμηθεί ο βαθμός υιοθέτησής της και κατά συνέπεια να ποσοτικοποιηθεί με βεβαιότητα ο οικονομικός της αντίκτυπος.

Εφαρμογές τεχνητής νοημοσύνης διεθνώς και θεσμικό πλαίσιο στην ΕΕ

Η ΤΝ σταδιακά έχει διεισδύσει σε διάφορες πτυχές της οικονομικής δραστηριότητας και την τελευταία δεκαετία έχει προκαλέσει διαρθρωτικές μεταβολές σε αρκετούς επιμέρους κλάδους. Επιπρόσθετα, η χρήση της ΤΝ επεκτείνεται στην κοινωνική και την πολιτιστική ζωή, ωστόσο η επίδρασή της δεν είναι πάντοτε άμεσα μετρήσιμη σε οικονομικούς όρους. Η ολοένα μεγαλύτερη ενσωμάτωση τεχνολογιών ΤΝ στις υπάρχουσες παραγωγικές διαδικασίες, με την ένταξη αυτοματοποιημένων, προγραμματιζόμενων μηχανημάτων (ρομπότ) που εκτελούν ποικίλες εργασίες σε βιομηχανικά περιβάλλοντα (βλ. Διάγραμμα Α) έχει ανατροφοδοτήσει διεθνώς την εντατική προσπάθεια για καινοτομία, έρευνα και ανάπτυξη για αυτήν. Η επένδυση στην ΤΝ διαχρονικά απορροφά συνεχώς μεγαλύτερο ποσοστό των συνολικών επενδύσεων παγκο-

Διάγραμμα Α Αριθμός βιομηχανικών ρομπότ που είναι εγκατεστημένα διεθνώς (2012 - 2022)

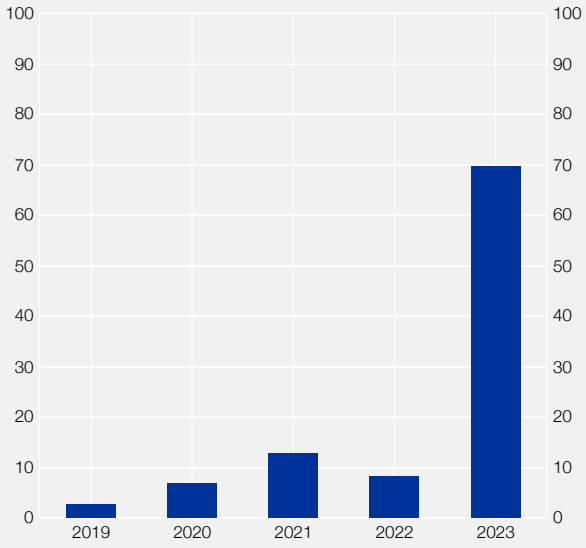


Πηγές: International Federation of Robotics, Stanford Institute for Human-Centered Artificial Intelligence (HAI), *AI Index Report 2024*, και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.

1 Βλ. Draghi M. (2024), "The future of European competitiveness – Part A: A competitiveness strategy for Europe".
2 Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος (2024), *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2024*, Πλαίσιο ΙΙ.3, Διάγραμμα Α, Δεκέμβριος.

Διάγραμμα Β Ποσοστό των παγκόσμιων επενδύσεων σε παραγωγική τεχνητή νοημοσύνη (2019 - 2023)

(% των συνολικών παγκόσμιων επενδύσεων)



Πηγές: Quid via AI Index (2024), U.S. Bureau of Labor Statistics (2024), OWID και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.
Σημειώσεις: Τα δεδομένα είναι εκφρασμένα σε δολάρια ΗΠΑ, σε σταθερές τιμές 2021. Η προσαρμογή του πληθωρισμού βασίζεται στον Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΔΤΚ) των ΗΠΑ. Τα δεδομένα ενδέχεται να υποτιμούν τις συνολικές παγκόσμιες επενδύσεις στην τεχνητή νοημοσύνη, καθώς αποτυπώνουν μόνο ορισμένους τύπους συναλλαγών ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων, εξαιρουμένων άλλων σημαντικών διαύλων και κατηγοριών δαπανών που σχετίζονται με την τεχνητή νοημοσύνη.

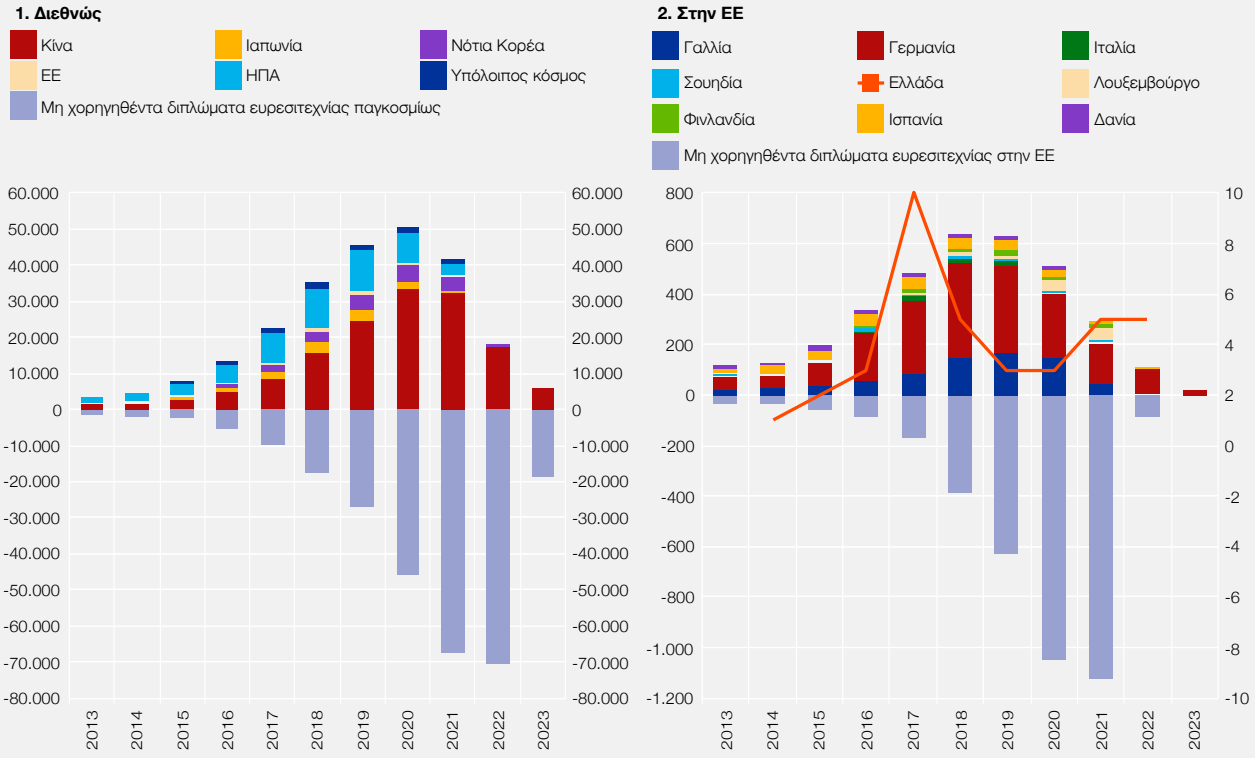
σμίως, οδηγώντας σε εντυπωσιακή έκρηξη των επενδύσεων το 2023 (βλ. Διάγραμμα Β). Η έρευνα και ανάπτυξη διεθνώς επί της ΤΝ αυξάνεται εκθετικά την τελευταία δεκαετία με πρωταγωνιστές την Κίνα και τις ΗΠΑ, ωστόσο τόσο οι προσπάθειες καινοτομίας όσο και ο τελικός αριθμός των διπλωμάτων ευρεσιτεχνίας ΤΝ που χορηγούνται φαίνεται να σημειώνει κάμψη από το 2021 και μετά (βλ. Διάγραμμα Γ1). Στην ΕΕ ο μεγαλύτερος αριθμός διπλωμάτων ευρεσιτεχνίας ΤΝ παρατηρείται στη Γερμανία και τη Γαλλία, ενώ ο αριθμός τους για την Ελλάδα είναι χαμηλός, αλλά αυξάνεται με κάποια χρονική υστέρηση από το 2021 και μετά (βλ. Διάγραμμα Γ2).

Η ικανότητα της ΤΝ να αναλύει μεγάλα σύνολα δεδομένων έχει φέρει επανάσταση στις διαδικασίες λήψης αποφάσεων σε κλάδους όπως ο χρηματοπιστωτικός, αναφορικά με την αξιολόγηση του πιστωτικού κίνδυνου,[3] το μάρκετινγκ, όσον αφορά την ανάλυση της συμπεριφοράς και των προτιμήσεων των καταναλωτών για τη βελτιστοποίηση των στρατηγικών στόχευσης,[4] και ο τομέας της υγείας, μεταξύ άλλων για την έγκαιρη διάγνωση, την ανακάλυψη νέων φαρμάκων και την εξατομίκευση των σχημάτων θεραπείας.[5] Επιπρόσθετα, η ΤΝ έχει διευκολύνει την ανάπτυξη καινοτόμων προϊόντων και υπηρεσιών που ανταποκρίνονται στις εξελισσόμενες ανάγκες των καταναλωτών. Χαρακτηριστικά παραδείγματα είναι οι εφαρμογές που εξατομικεύουν την εμπειρία ηλεκτρονικών αγορών για τον καταναλωτή ή αυτές που συμβάλλουν στην αποτροπή δόλιων πρακτικών,[6] τα αυτόνομα οχήματα και τα βελτιστοποιημένα συστήματα διαχείρισης της κυκλοφορίας στον τομέα των μεταφορών,[7] καθώς και οι διαδραστικές εμπειρίες στον τομέα της ψυχαγωγίας.[8]

Το ευρύ πεδίο εφαρμογής της ΤΝ δημιούργησε, εντός της ΕΕ, την ανάγκη για ένα νομοθέτημα που να ρυθμίζει την ΤΝ με βάση τους δυνητικούς κινδύνους που ενέχει η διαρκώς αυξανομένη χρήση της. Έτσι, εκδόθηκε ο Κανονισμός (ΕΕ) 2024/1689 (EU AI Act), ο οποίος αποτελεί την πρώτη παγκόσμια ολοκληρωμένη προσπάθεια να εξισορροπήσει τα οφέλη και τους κινδύνους της ΤΝ, με τη δημιουργία του κατάλληλου νομικού πλαισίου που προωθεί την καινοτομία, αλλά ταυτόχρονα προστατεύει τα θεμελιώδη δικαιώματα και την ασφάλεια. Πιο συγκεκριμένα, κατηγοριοποιεί τα συστήματα ΤΝ με βάση το επίπεδο κινδύνου που ενέχουν για την κοινωνία. Τα συστήματα που θεωρούνται ότι έχουν μη αποδεκτό επίπεδο κινδύνου απαγορεύονται, ενώ εκείνα με υψηλό κίνδυνο υπόκεινται σε αυστηρές ρυθμιστικές παρεμβάσεις. Ο διασυνοριακός χαρακτήρας του[9] θα μπορούσε να τον καταστήσει παγκόσμιο πρότυπο, επηρεάζοντας σημαντικά τον τρόπο με τον οποίο άλλες χώρες προσεγγίζουν τη διακυβέρνηση της ΤΝ.

3 Βλ. Lessmann, S., B. Baesens, H.-V. Seow and L.C. Thomas (2015), “Benchmarking state-of-the-art classification algorithms for credit scoring: An update of research”, *European Journal of Operational Research*, 247(1), 124-136.
4 Βλ. Davenport, T.H., A. Guha, D. Grewal and T. Bressgott (2020), “How artificial intelligence will change the future of marketing”, *Journal of the Academy of Marketing Science*, 48(1), 24-42.
5 Βλ. Jiang, F. et al. (2017), “Artificial intelligence in healthcare: past, present and future", *Stroke and Vascular Neurology*, 2(4), 230-243.
6 Βλ. Ricci, F., L. Rokach and B. Shapira (2011), “Introduction to Recommender Systems Handbook”, in: Ricci, F., L. Rokach, B. Shapira and P. Kantor (eds), *Recommender Systems Handbook*, Springer, Boston, MA.
7 Βλ. Bojarski, M. et al. (2016), “End to end learning for self-driving cars”.
8 Βλ. Yannakakis, G.N. and J. Togelius (2018), *Artificial Intelligence and Games*, Springer.
9 Παρότι πρόκειται για κανονισμό της ΕΕ, ο αντίκτυπός του αναμένεται να γίνει αισθητός παγκοσμίως, διότι οι εταιρίες που δραστηριοποιούνται σε παγκόσμιο επίπεδο θα πρέπει να συμμορφωθούν με αυτόν εάν επιθυμούν να προσφέρουν προϊόντα ή υπηρεσίες ΤΝ στην αγορά της ΕΕ.

Διάγραμμα Γ Αριθμός διπλωμάτων ευρεσιτεχνίας ΤΝ διεθνώς και στην ΕΕ



Πηγές: Center for Security and Emerging Technology και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.

Δίαυλοι επίδρασης της τεχνητής νοημοσύνης στην ανάπτυξη και τον πληθωρισμό

Για την ποσοτικοποίηση της επίδρασης της ΤΝ σε όρους αύξησης της παραγωγικότητας, η υπάρχουσα ακαδημαϊκή βιβλιογραφία έχει υιοθετήσει δύο εναλλακτικούς τρόπους προσέγγισης. Ο πρώτος την προσεγγίζει ως μια "τεχνολογία γενικού σκοπού" (general purpose technology – GPT), με οριζόντια αποτελέσματα στη συνολική παραγωγικότητα παρόμοια με εκείνα της εκτεταμένης ανάπτυξης των Τεχνολογιών Πληροφορικής και Επικοινωνιών ή της εισαγωγής της ηλεκτρικής ενέργειας στην παραγωγή.[10] Ειδικότερα, οι GPTs είναι τεχνολογίες που επηρεάζουν ταυτόχρονα πολλούς τομείς, βελτιώνονται συνεχώς και δίνουν ώθηση σε συμπληρωματικές καινοτομίες.[11] Ο δεύτερος τρόπος ποσοτικοποίησης δανείζεται στοιχεία μικροθεμελίωσης, διασπά την οικονομική δραστηριότητα σε ένα σύνολο μεμονωμένων παραγωγικών δραστηριοτήτων (εργασιών) και εξετάζει πώς η ΤΝ μπορεί να συμπληρώσει ή ακόμη και να υποκαταστήσει κάποιες από αυτές. Έπειτα, η μακροοικονομική επίδραση προσδιορίζεται από το γινόμενο του ποσοστού των επιμέρους εργασιών που επηρεάζονται από την ΤΝ μέσα σε μια οικονομία επί τη μέση μείωση κόστους που επιτυγχάνεται ανά εργασία λόγω της ΤΝ. Η διαδικασία αυτή βοηθά να προσδιοριστεί ποσοτικά ο βαθμός στον οποίο η ΤΝ επιδρά στην παραγωγικότητα και εν τέλει συμβάλλει στην ανάπτυξη.[12]

10 Βλ. Brynjolfsson, E. and A. McAfee (2014), *The Second Machine Age: Work, Progress, and Prosperity in a Time of Brilliant Technologies*, W.W. Norton & Company.

11 Βλ.Bresnahan, T.F. and M. Trajtenberg (1995), "General purpose technologies: 'Engines of growth'?", *Journal of Econometrics*, 65(1), 83-108.

12 Το ερευνητικό έργο των Acemoglu and Restrepo (2018, 2019) και Acemoglu (2024) αποκλίνει από την αυστηρή έννοια της μικροθεμελίωσης, ωστόσο υιοθετεί κάποια στοιχεία της. Υποδειγματοποιεί την οικονομία ως ένα σύνολο επιμέρους εργασιών που υλοποιούνται από τους συντελεστές παραγωγής, δηλ. την εργασία και το κεφαλαίο. Πολλά από τα υποδείγματά τους, αν και ενσωματώνουν διαφορετικούς τύπους εργασίας (π.χ. εξειδικευμένη έναντι ανειδίκευτης), εξακολουθούν να βασίζονται σε ένα πλαίσιο "αντιπροσωπευτικού νοικοκυριού". Αυτή η υβριδική προσέγγιση αποκλίνει από την αυστηρή αρχή των μικροθεμελίων της μοντελοποίησης ετερογενών ατόμων. Βλ. (α) Acemoglu, D. and P. Restrepo (2018), "Artificial intelligence, automation and work", NBER Working Paper No. 24196, (β) Acemoglu, D. and P. Restrepo (2019) "Automation and New Tasks: How Technology Displaces and Reinstates Labor", *Journal of Economic Perspectives*, 33, 3-30, και Acemoglu, D. (2024), "The simple macroeconomics of AI," NBER Working Paper No. 32487.

Ο πλήρης οικονομικός αντίκτυπος της ΤΝ είναι πιθανόν να αναδειχθεί σε βάθος δεκαετιών. Οι τρέχουσες εκτιμήσεις ενδέχεται να μην αποτυπώνουν πλήρως τις μακροπρόθεσμες επιδράσεις, όπως συμβαίνει με την προσπάθεια ποσοτικοποίησης ριζικών καινοτομιών και διαρθρωτικών αλλαγών σε μια οικονομία. Η σχετική βιβλιογραφία[13] εκτιμά ότι η ετήσια επίδραση της ΤΝ στην παραγωγικότητα κυμαίνεται από 0,07% έως 1,3%, με διάμεση τιμή 0,68% για την επόμενη δεκαετία, με ετερογενή αντίκτυπο μεταξύ των τομέων και μεταξύ των οικονομιών. Στο πιο αισιόδοξο 50% των εκτιμήσεων συγκλίνουν μελέτες που υιοθετούν την πρώτη προσέγγιση, ενώ στο πιο απαισιόδοξο 50% συγκλίνουν μελέτες που ακολουθούν τη δεύτερη προσέγγιση ανάλυσης των επιδράσεων της ΤΝ. Η θετική επίδραση στην παραγωγικότητα μεταφράζεται σε επιτάχυνση του ρυθμού μεγέθυνσης του ΑΕΠ ανάλογα με το επίπεδο ανάπτυξης μιας οικονομίας. Οι ανεπτυγμένες οικονομίες υπερτερούν ως προς την υπάρχουσα υλικοτεχνική υποδομή και το επίπεδο εκπαίδευσης του εργατικού δυναμικού σε σχέση με τις λιγότερο ανεπτυγμένες οικονομίες, που απλώς έχουν το πλεονέκτημα της θέσης εκκίνησης. Το ήδη υπάρχον γόνιμο έδαφος δίνει ιδιαίτερη μόχλευση στις ανεπτυγμένες οικονομίες για ταχύτερη ενσωμάτωση νέων τεχνολογιών και συνεπώς μεγαλύτερα οφέλη στην ανάπτυξη. Τέλος, η ταυτοποίηση της αιτιώδους συνάφειας μεταξύ της μεταβολής της παραγωγικότητας και του ρυθμού μεταβολής του ΑΕΠ είναι δύσκολη, δεδομένου ότι η παραγωγικότητα αποτελεί συνιστώσα του ΑΕΠ, αλλά η σχέση ανατροφοδότησης μεταξύ τους δεν μπορεί να αποκλειστεί.

Για την ποσοτικοποίηση της επίδρασης της ΤΝ στον πληθωρισμό, τα μακροοικονομικά υποδείγματα ενσωματώνουν προσδιοριστικούς παράγοντες όπως η αύξηση της παραγωγικότητας, η δυναμική της αγοράς εργασίας και οι πληθωριστικές προσδοκίες τόσο των καταναλωτών όσο και των επιχειρήσεων σε μια οικονομία.[14] Η αύξηση της παραγωγικότητας λειτουργεί αποπληθωριστικά μέσω του διαύλου της συγκράτησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Ωστόσο, οι συνθήκες ανταγωνισμού στην αγορά εργασίας και ο βαθμός υποκατάστασης μεταξύ των συντελεστών παραγωγής επηρεάζουν το ισοζύγιο μεταβολών σε μισθούς και κέρδη και, κατά συνέπεια, διαμορφώνουν τις τελικές πληθωριστικές πιέσεις. Σημαντικό ρόλο για τον ποσοτικό προσδιορισμό της επίδρασης της ΤΝ στον πληθωρισμό διαδραματίζουν το συναφές με αυτήν ενεργειακό κόστος και οι μεταβολές στις συνθήκες ανταγωνισμού. Η παγκόσμια αύξηση της ζήτησης ενέργειας, λόγω της υπολογιστικής ισχύος που απαιτείται για τη διατήρηση της επαυξημένης χρήσης της ΤΝ, και η ευχέρεια διακριτικής τιμολόγησης από την πλευρά των επιχειρήσεων, εξαιτίας της δυνατότητας ανάλυσης σε πραγματικό χρόνο της ζήτησης των καταναλωτών και της ελαστικότητας των τιμών, αποτελούν ανοδικούς κινδύνους για τον πληθωρισμό.

Αγορά εργασίας και τεχνητή νοημοσύνη: ζήτηση, προσφορά και εργασιακή εμπειρία

Η ραγδαία εξέλιξη της ΤΝ επιφέρει βαθιές και πολυεπίπεδες αλλαγές στη δομή και τη λειτουργία της αγοράς εργασίας. Η αυτοματοποίηση και η εφαρμογή έξυπνων συστημάτων στις διαδικασίες παραγωγής μεταβάλλουν τόσο τη ζήτηση όσο και την προσφορά εργασίας, επηρεάζουν την ποιότητα της εργασιακής εμπειρίας και αναδιαμορφώνουν το τοπίο των επαγγελμάτων. Η ΤΝ επηρεάζει τη ζήτηση εργασίας μέσω της αντικατάστασης υφιστάμενων θέσεων και της δημιουργίας νέων ρόλων που απαιτούν υψηλές δεξιότητες και εξειδίκευση. Η αυτοματοποίηση πλήττει κυρίως επαγγέλματα χαμηλής ειδίκευσης[15] σε τομείς με επαναλαμβανόμενες εργασίες, όπως η μεταποίηση,

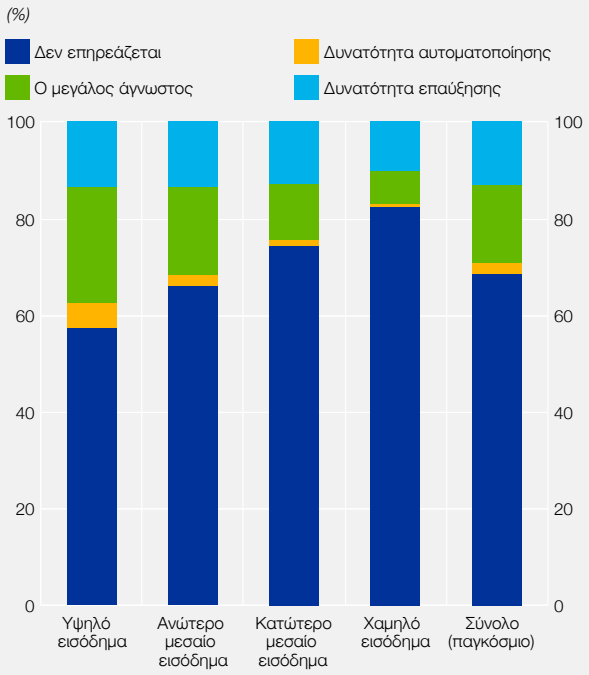
13 Ο ενδιαφερόμενος αναγνώστης μπορεί να ανατρέξει στις παρακάτω μελέτες για να δει εναλλακτικούς τρόπους ποσοτικοποίησης. Βλ. (α) Guerrón-Quintana, P., T. Mikami and J. Nosal (2024), "The macroeconomic implications of the Gen-AI economy", (β) Aghion, P. and S. Bunel (2024), "AI and growth: Where do we stand?", (γ) Aghion, P., B.F. Jones and C.I. Jones (2018), "Artificial intelligence and economic growth", NBER Working Paper No. 23928, (δ) Schoenherr, T., S.M. Wagner and H.C. Pfohl (2020), "The impact of artificial intelligence on gross domestic product", *International Journal of Production Economics*, 225, 107573, (ε) Babina, T., A. Fedyk, A. He and B. Yan (2024), "Artificial intelligence, firm growth, and innovation", διαθέσιμο στο SSRN 4302257, (στ) Baily, M.N., J. Manyika and S. Gupta (2023), "The macroeconomic impact of artificial intelligence", McKinsey Global Institute, και (ζ) Goldman Sachs (2023), "The economic impact of generative AI: The future of work".

14 Σε πρόσφατη μελέτη της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών (BIS) διαπιστώνεται ότι η επίδραση στον πληθωρισμό εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τον τρόπο με τον οποίο τα νοικοκυριά και οι επιχειρήσεις προβλέπουν τον αντίκτυπο της ΤΝ στην παραγωγικότητα. Μη αναμενόμενες αυξήσεις στην παραγωγικότητα ασκούν καθοδική πίεση στις τιμές βραχυχρόνια, ενώ οι αναμενόμενες αυξήσεις της παραγωγικότητας ωθούν τιμές προς τα άνω. Βλ. Aldasoro, I., S. Doerr, L. Gambacorta and D. Rees (2024), "The impact of artificial intelligence on output and inflation", BIS Working Paper No. 1179.

15 (α) Σύμφωνα με έρευνα των Frey and Osborne (2017), έως και το 47% των θέσεων εργασίας στις ΗΠΑ διατρέχει κίνδυνο αυτοματοποίησης, με τη μεγαλύτερη απειλή να εντοπίζεται σε διοικητικές και υποστηρικτικές εργασίες. Βλ. Frey C.B. and M. Osborne (2017), "The future of employment: How susceptible are jobs to computerisation", *Technological Forecasting and Social Change*, 114, 254-280. Βλ. επίσης (β) Acemoglu and Restrepo (2019), όπ.π. και (γ) Gmyrek, P., J. Berg and D. Bescond (2023), "Generative AI and jobs: A global analysis of potential effects on job quantity and quality", ILO Working Paper No. 96.

το λιανικό εμπόριο και η διοικητική υποστήριξη, λόγω της χρήσης ρομπότ, ταμειακών μηχανών αυτοεξυπηρέτησης και βοηθών διαλόγου (chatbots).[16] Αντίθετα, επαγγέλματα που απαιτούν ανθρώπινη αλληλεπίδραση, όπως οι υπηρεσίες υγείας και οι υπηρεσίες καθαρισμού, παραμένουν λιγότερο εκτεθειμένα.[17]

Διάγραμμα Δ Ποσοστό των θέσεων εργασίας που ενδέχεται να επηρεαστούν από την παραγωγική ΤΝ, ανά χώρα-ομάδα εισοδήματος



Πηγή: International Labour Organization (ILO).
Σημείωση: Υπάρχει μια κατηγορία επαγγελμάτων που βρίσκονται στο μεταίχμιο (ο "Μεγάλος Άγνωστος", όπως αποκαλούνται) με την έννοια ότι θα μπορούσαν είτε να μετασχηματιστούν μέσω της ενίσχυσης της εργασίας είτε να αντικατασταθούν από ΤΝ.

Ο κίνδυνος αντικατάστασης σταδιακά επεκτείνεται και σε πιο σύνθετες εργασίες, όπως η νομική ανάλυση και οι ιατρικές διαγνώσεις, αυξάνοντας την ανάγκη για διαρκή εκπαίδευση και αναβάθμιση δεξιοτήτων. Αν και η αυτοματοποίηση δημιούργησε νέες θέσεις εργασίας υψηλής ειδίκευσης, όπως στον προγραμματισμό και στην ανάλυση δεδομένων,[18] η συνεχής εξέλιξη της ΤΝ θέτει διαρκώς υπό αμφισβήτηση τις δεξιότητες που απαιτούνται ακόμη και σε αυτούς τους τομείς, μειώνοντας κυρίως τη ζήτηση για ορισμένες υποστηρικτικές θέσεις. Ωστόσο, σε αυτούς τους τομείς η ΤΝ λειτουργεί κυρίως συμπληρωματικά, ενισχύοντας την παραγωγικότητα[19] και επιτρέποντας στους εργαζομένους να επικεντρωθούν σε πιο δημιουργικά και στρατηγικά καθήκοντα. Η σύμπραξη ανθρώπου-μηχανής ενισχύει τη δημιουργικότητα, βελτιώνει τη διαδικασία λήψης αποφάσεων και διευκολύνει τη συνεργασία, οδηγώντας σε πιο αποδοτικές και ευέλικτες ομάδες.[20] Παράλληλα, η ΤΝ διανοίγει νέες επαγγελματικές προοπτικές, ιδιαίτερα σε τομείς όπως η επιστήμη των δεδομένων, η μηχανική μάθηση, η ανάπτυξη αλγορίθμων και η κυβερνοασφάλεια. Επιπλέον, η πρόοδος στην ανάπτυξη αυτόνομων οχημάτων, έξυπνων πόλεων και ρομποτικών συστημάτων δημιουργεί νέες απαιτήσεις για εξειδικευμένο εργατικό δυναμικό.[21]

Σύμφωνα με τη Διεθνή Οργάνωση Εργασίας (ILO), η εργασία διατρέχει μεγαλύτερο κίνδυνο αυτοματοποίησης στις χώρες υψηλού εισοδήματος καθώς αυτές διαθέτουν πιο προηγμένα τεχνολογικά συστήματα και μεγάλο αριθμό κλάδων και δραστηριοτήτων, ενώ οι χώρες χαμηλού εισοδήματος επηρεάζονται λιγότερο λόγω της υψηλής εξάρτησής τους από την ανθρώπινη εργασία σε τομείς όπως η γεωργία και οι μεταφορές (βλ. Διάγραμμα Δ).[22] Σύμφωνα με την ILO, τα οφέλη από την ΤΝ φαίνεται ότι κατανέμονται άνισα, με τις χώρες υψηλού εισοδήματος και τις προνομιούχες από πλευράς δεξιοτήτων ομάδες να επωφελούνται περισσότερο, ενώ οι χώρες χαμηλού εισοδήματος περιορίζονται από τις ανεπαρκείς υποδομές.[23]

16 Βλ. (α) OECD (2024), “How is AI changing the way workers perform their jobs and the skills they require?”, Policy Brief, και (β) McKinsey & Company (2023), “The economic potential of generative AI: The next productivity frontier”.
17 Βλ. World Economic Forum (2025), *The Future of Jobs Report* 2025.
18 Βλ. Lin, J. (2011), “Technological adaptation, cities, and New Work”, *Review of Economics and Statistics*, 93(2), 554-74.
19 Η σύμπραξη ανθρώπου-μηχανής, αν και απαιτεί αρχικές επενδύσεις και αναπροσαρμογές στις επιχειρήσεις, μπορεί να κάνει την παραγωγικότητα να φαίνεται χαμηλότερη αρχικά, αλλά μόλις οι αλλαγές αυτές αποδώσουν, η παραγωγικότητα αυξάνεται γρήγορα. Αυτό το μοτίβο ονομάζεται “καμπύλη παραγωγικότητας J” και σημαίνει ότι η πρόοδος στην αρχή μπορεί να φαίνεται πιο αργή από ό,τι είναι στην πραγματικότητα. Βλ. Brynjolfsson, E., D. Rock and C. Syverson (2021), “The Productivity J-curve: How intangibles complement general purpose technologies”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, 13(1), 333-372.
20 Βλ. McKinsey Global Institute (2018), “AI, automation, and the future of work: Ten things to solve for”, και World Economic Forum (2025), όπ.π.
21 Βλ. World Economic Forum (2023), *The Future of Jobs Report 2023*, και (2025), όπ.π.
22 Υπάρχει επίσης μια κατηγορία επαγγελμάτων που βρίσκονται στο μεταίχμιο (ο “Μεγάλος Άγνωστος”, όπως αποκαλούνται) με την έννοια ότι θα μπορούσαν είτε να μετασχηματιστούν μέσω της ενίσχυσης της εργασίας είτε να αντικατασταθούν από ΤΝ.
23 Βλ. Gmyrek, P., J. Berg and D. Bescond (2023), “Generative AI and Jobs: A global analysis of potential effects on job quantity and quality”, ILO Working Paper No. 96.

Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) εκτιμά ότι το 40% των θέσεων εργασίας παγκοσμίως θα επηρεαστεί από την ΤΝ, με τις προηγμένες οικονομίες να αντιμετωπίζουν εντονότερες προκλήσεις όπως η αντικατάσταση παραδοσιακών επαγγελμάτων και η ανάγκη ανακατανομής του εργατικού δυναμικού. Ιδιαίτερα στις αναπτυσσόμενες οικονομίες, η έλλειψη πρόσβασης σε προγράμματα αναβάθμισης δεξιοτήτων αυξάνει τον κίνδυνο ανεργίας.[24] Αυτή η ανισότητα θα μπορούσε να επιδεινώσει το ψηφιακό χάσμα και την ανισοκατανομή του παγκόσμιου εισοδήματος.[25] Επίσης, σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ, περίπου το 14% των θέσεων εργασίας στις χώρες του ΟΟΣΑ αντιμετωπίζει υψηλό κίνδυνο αυτοματοποίησης και το 32% είναι πιθανόν να υποστεί σημαντικές αλλαγές, ενώ οι θέσεις εργασίας που απαιτούν λιγότερα προσόντα διατρέχουν μεγαλύτερο κίνδυνο.[26]

Αξιοσημείωτο είναι επίσης το συμπέρασμα της έκθεσης του World Economic Forum (WEF) για το μέλλον των θέσεων εργασίας, η οποία προβλέπει ότι μεταξύ 2025 και 2030 οι διαρθρωτικές αλλαγές στην αγορά εργασίας από τις ευρύτερες εξελίξεις, αλλά και την αυτοματοποίηση και την υιοθέτηση της ΤΝ θα έχουν ως αποτέλεσμα να επηρεαστεί το 22% των σημερινών θέσεων εργασίας. Αυτό περιλαμβάνει τη δημιουργία 170 εκατομμυρίων νέων θέσεων εργασίας (14% της σημερινής απασχόλησης) και τον εκτοπισμό (offshoring) 92 εκατομμυρίων θέσεων εργασίας (8% της σημερινής απασχόλησης), οδηγώντας σε καθαρό όφελος 78 εκατομμυρίων νέων θέσεων εργασίας (7% της σημερινής απασχόλησης) με τελική θετική επίδραση στην απασχόληση.[27]

Επιπλέον, η ΤΝ επηρεάζει θετικά την προσφορά εργασίας, καθώς συμβάλλει στην αναβάθμιση των δεξιοτήτων, τη βελτίωση της υγείας και την αποτελεσματικότερη αντιστοίχιση εργαζομένων με θέσεις εργασίας. Στον τομέα της εκπαίδευσης, τεχνολογίες όπως οι “AI tutors” βελτιώνουν τις μαθησιακές επιδόσεις, εξατομικεύοντας την εμπειρία του μαθητή και ενισχύοντας δεξιότητες όπως η κριτική σκέψη και η δημιουργικότητα. Τεχνολογίες όπως η εμβυθιστική μάθηση (immersive learning) προσφέρουν ρεαλιστικά σενάρια και προσομοιώσεις, ενισχύοντας την ανάπτυξη αυτών των δεξιοτήτων σε ασφαλή περιβάλλοντα.[28] Όσον αφορά την υγεία των εργαζομένων, η ΤΝ επιταχύνει τη διάγνωση και θεραπεία ασθενειών, μειώνοντας τις απουσίες λόγω προβλημάτων υγείας και οδηγώντας έτσι σε ένα πιο παραγωγικό εργατικό δυναμικό. Στην εύρεση εργασίας, πλατφόρμες ΤΝ βελτιώνουν την αντιστοίχιση των δεξιοτήτων με τις απαιτήσεις της αγοράς, συμβάλλοντας στη μείωση της ανεργίας και διευκολύνοντας τη μετάβαση σε νέους ρόλους μέσω εργαλείων πρόβλεψης μελλοντικών τάσεων.[29]

Η ΤΝ αναδιαμορφώνει τη συνολική εργασιακή εμπειρία, μειώνοντας το φόρτο των επαναλαμβανόμενων εργασιών και βελτιώνοντας την ακρίβεια στη λήψη αποφάσεων. Από την άλλη πλευρά, εντείνει το εργασιακό άγχος μέσω της αλγοριθμικής επιτήρησης, της αύξησης των απαιτήσεων προσαρμογής και της συνεχούς αξιολόγησης της απόδοσης των εργαζομένων. Επιπρόσθετα, η ΤΝ διευρύνει τις μισθολογικές ανισότητες, καθώς ενισχύει τις αποδοχές των εργαζομένων υψηλής εξειδίκευσης, ενώ αυξάνει τον κίνδυνο εκτοπισμού ή στασιμότητας των μισθών για θέσεις χαμηλής εξειδίκευσης.[30,31] Παράλληλα, εντείνει την εργασιακή πόλωση, αυξάνοντας τη ζήτηση για εξειδικευμένες και χαμηλής ειδίκευσης θέσεις που απαιτούν αλληλεπίδραση, ενώ αποδυναμώνει τη ζήτηση για θέσεις

24 Βλ. Brollo, F. et al. (2024), “Broadening the gains from generative AI: The role of fiscal policies”, IMF Staff Discussion Note No. 2024/002.
25 Βλ. Cazzaniga, M. et al. (2024), “Gen-AI: Artificial Intelligence and the future of work”, IMF Staff Discussion Note No. 2024/001.
26 Βλ. OECD (2019), *Artificial Intelligence in Society.*
27 Βλ. World Economic Forum (2025), όπ.π.
28 Βλ. Dede, C., A. Etemadi and T. Forshaw (2021), “Intelligence augmentation: Upskilling humans to complement AI”, *Next Level Lab Brief Series*, The Next Level Lab at the Harvard Graduate School of Education. President and Fellows of Harvard College: Cambridge, MA.
29 Βλ. Broecke, S. (2023), “Artificial intelligence and labour market matching”, OECD Social, Employment and Migration Working Paper No. 284, OECD Publishing.
30 Βλ. (α) Acemoglu, D. and P. Restrepo (2022), “Tasks, automation, and the rise in US wage inequality”, *Econometrica*, 90, 1973-2016, (β) Autor, D. (2019), “Work of the Past, Work of the Future”, *AEA Papers and Proceedings*, 109, 1-32, και (γ) Cornelli, G., J. Frost and S. Mishra (2023), “Artificial intelligence, services globalisation and income inequality”, BIS Working Paper No. 1135.
31 Βλ. Georgieff, A. (2024), “Artificial intelligence and wage inequality”, OECD Artificial Intelligence Paper No. 13, OECD Publishing.

μεσαίας ειδίκευσης (π.χ. διοικητικοί υπάλληλοι). Οι ανισότητες πρόσβασης σε εκπαίδευση και τεχνολογικές δεξιότητες επιτείνουν το πρόβλημα, επηρεάζοντας ιδιαίτερα τις ευάλωτες κοινωνικές ομάδες.[32]

Συμπεράσματα

Οι βασικές παράμετροι που διαμορφώνουν το τελικό μέγεθος της εκτιμώμενης ωφέλειας μιας οικονομίας από την ΤΝ είναι: (1) οι δυνατότητες της ΤΝ, όπως αυτές θα καθορίζονται από την ταχύτητα των τεχνολογικών εξελίξεων, και (2) ο ρυθμός και η έκταση υιοθέτησης της ΤΝ στην οικονομία.

Η ΤΝ συμβάλλει στην αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας αλλά και της συνολικής παραγωγικότητας, η οποία έχει καθοριστική σημασία για την εξέλιξη του κατά κεφαλήν διαθέσιμου εισοδήματος των οικονομιών. Η αποτελεσματική ενσωμάτωση της ΤΝ εξαρτάται από την άρση διαρθρωτικών, υλικοτεχνικών και ρυθμιστικών εμποδίων, καθώς και από τη διευκόλυνση της ανακατανομής μεταξύ εργασίας και κεφαλαίου.

Οι κυριότεροι οικονομικοί κίνδυνοι εντοπίζονται στην υποβάθμιση της ανειδίκευτης εργασίας, στο αυξανόμενο ενεργειακό κόστος και στις επιπτώσεις στην τιμολογιακή πολιτική των επιχειρήσεων. Αν και η συνολική επίδραση της ΤΝ στην οικονομική ανάπτυξη εκτιμάται θετική, ενδέχεται να είναι πιο σταδιακή από τις αρχικές προβλέψεις.

Ο διαρθρωτικός μετασχηματισμός της αγοράς εργασίας αναμένεται να επιταχυνθεί, με τις θέσεις χαμηλής πολυπλοκότητας να καθίστανται περισσότερο ευάλωτες στην αυτοματοποίηση, ενώ τα επαγγέλματα που απαιτούν εξειδικευμένες δεξιότητες θα ενισχύονται. Η τελική έκβαση εξαρτάται από το βαθμό ενσωμάτωσης της ΤΝ και τις επενδύσεις στην εκπαίδευση και στην αναβάθμιση δεξιοτήτων. Πάντως, σύμφωνα με το World Economic Forum, τη McKinsey, το Oxford Economics και άλλους ερευνητικούς φορείς, η δημιουργία νέων θέσεων εργασίας που αποδίδεται γενικά στην ΤΝ εκτιμάται ότι θα υπερβεί την απώλεια των υφιστάμενων.

Σε κάθε περίπτωση, η ομαλή ενσωμάτωση της ΤΝ στην αγορά εργασίας απαιτεί στοχευμένες πολιτικές που θα ενισχύουν τη διά βίου μάθηση και την επανεκπαίδευση των εργαζομένων, ιδιαίτερα όσων απασχολούνται σε επαγγέλματα υψηλού κινδύνου αυτοματοποίησης. Η επένδυση σε εκπαιδευτικά προγράμματα και η προώθηση της τεχνολογικής κατάρτισης κρίνονται απαραίτητες για τη μείωση των κοινωνικών ανισοτήτων και τη διευκόλυνση της μετάβασης στη νέα ψηφιακή οικονομία.

32 Σύμφωνα με μια άλλη μελέτη, η εισαγωγή της ΤΝ δεν φαίνεται να επιφέρει σημαντικές μεταβολές στις μισθολογικές ανισότητες. Βλ. Goos, M., A. Manning and A. Salomons (2014), “Explaining job polarization: routine-biased technological change and offshoring”, *American Economic Review*, 104(8), 2509-2526.

Πλαίσιο ΙΙ.2

ΠΑΡΕΜΒΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΗΝ ΕΕ ΚΑΙ ΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Πόλεμος Ρωσίας-Ουκρανίας

Το 2024 η ΕΕ υιοθέτησε τρεις πρόσθετες δέσμες οικονομικών και ατομικών περιοριστικών μέτρων κατά της Ρωσίας με στόχο την περαιτέρω αποδυνάμωση της οικονομικής και τεχνολογικής βάσης της χώρας, λόγω της συνέχισης του πολέμου που διεξήγαγε κατά της Ουκρανίας. Τα μέτρα αυτά περιλάμβαναν μεταξύ άλλων αυστηρότερους περιορισμούς στο διμερές εμπόριο αγαθών μεταξύ της ΕΕ και της Ρωσίας, απαγόρευση των υπηρεσιών επαναφόρτωσης ρωσικού υγροποιημένου φυσικού αερίου στο έδαφος της ΕΕ και απαγόρευση πρόσβασης σε λιμένες και παροχής υπηρεσιών που σχετίζονται με τις θαλάσσιες μεταφορές για πλοία που ανήκουν στο “σκιώδη στόλο” της Ρωσίας και καταστρατηγούν τις κυρώσεις εναντίον της. Στις 24 Φεβρουαρίου 2025, τρία χρόνια μετά την εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία και με τις συνομιλίες για τον τερματισμό του πολέμου να βρίσκονται σε εξέλιξη, το Συμβούλιο της ΕΕ ενέκρινε μια ακόμα ευρεία δέσμη οικονομικών και ατομικών περιοριστικών μέτρων κατά της Ρωσίας. Η δέσμη αυτή επέκτεινε τις απαγορεύσεις που αφορούν το σκιώδη στόλο και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα της Ρωσίας, καθώς και τους περιορισμούς στις εξαγωγές αγαθών και τεχνολογιών

προς τη Ρωσία. Επίσης, ανέστειλε τις άδειες ραδιοτηλεοπτικής μετάδοσης για οκτώ επιπλέον ρωσικά μέσα ενημέρωσης σε μια προσπάθεια να αντιμετωπιστεί η παραπληροφόρηση. Από την έναρξη του πολέμου οι δέσμες κυρώσεων της ΕΕ ανέρχονται σε 16 συνολικά και αφορούν πάνω από 2.400 άτομα και οντότητες στη Ρωσία και σε τρίτες χώρες που τη στηρίζουν.

Ταυτόχρονα, συνεχίστηκε η στρατιωτική, ανθρωπιστική και οικονομική αρωγή προς την Ουκρανία. Η αναστολή του συνόλου των εμπορικών περιορισμών για τις ουκρανικές εξαγωγές προς την ΕΕ ανανεώθηκε έως τον Ιούνιο του 2025. Το Μάρτιο του 2024 τέθηκε σε ισχύ το Μέσο Διευκόλυνσης για την Ουκρανία, που προβλέπει επιχορηγήσεις και δάνεια ύψους έως και 50 δισεκ. ευρώ για τη στήριξη της ανάκαμψης, της ανοικοδόμησης και του εκσυγχρονισμού της Ουκρανίας για την περίοδο 2024-2027. Επίσης, τον Οκτώβριο του 2024 το Συμβούλιο της ΕΕ υιοθέτησε νέα δέσμη χρηματοδοτικής συνδρομής προς την Ουκρανία, η οποία συνίσταται σε: (α) μηχανισμό συνεργασίας της ΕΕ και των εταίρων της στην Ομάδα G7 για την από κοινού χορήγηση δανείων ύψους έως 45 δισεκ. ευρώ στην Ουκρανία, όπως συμφωνήθηκε στην G7 τον Ιούνιο του 2024 με τη θέσπιση της πρωτοβουλίας "Δάνεια επιτάχυνσης των έκτακτων εσόδων" (Extraordinary Revenue Acceleration Loans), και (β) έκτακτο δάνειο μακροοικονομικής χρηματοδοτικής συνδρομής (ΜΧΣ) ύψους έως 35 δισεκ. ευρώ, το οποίο καλύπτει τη συνεισφορά της ΕΕ στα παραπάνω δάνεια. Η αποπληρωμή αυτών των δανείων θα διευκολυνθεί από μελλοντικές ροές έκτακτων εσόδων προερχόμενων από τα ακινητοποιημένα (immobilised) ρωσικά κρατικά περιουσιακά στοιχεία, οι οποίες θα καταστούν διαθέσιμες στην Ουκρανία. Στόχος είναι το δάνειο ΜΧΣ να εκταμιευθεί το 2025 και να αποπληρωθεί εντός 45 ετών. Από την έναρξη του πολέμου η ΕΕ, τα κράτη-μέλη της και τα ευρωπαϊκά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα έχουν παράσχει συνολικά περίπου 139 δισεκ. ευρώ σε επιχορηγήσεις και δάνεια προς την Ουκρανία.

Το Μάρτιο του 2025 οι ηγέτες και οι ηγέτιδες της ΕΕ υπογράμμισαν την ανάγκη για μια συνολική, δίκαιη και διαρκή ειρήνη που βασίζεται στις αρχές του Χάρτη των Ηνωμένων Εθνών και του διεθνούς δικαίου. Τόνισαν την ετοιμότητα της ΕΕ να συμβάλει περαιτέρω στις εγγυήσεις ασφάλειας (από κοινού με ομονοούντες εταίρους και εταίρους στο ΝΑΤΟ), μεταξύ άλλων διερευνώντας τη χρήση μέσων της ευρωπαϊκής Κοινής Πολιτικής Ασφάλειας και Άμυνας.

Ανταγωνιστικότητα, παραγωγικότητα και οικονομική ανθεκτικότητα

Η ενίσχυση της μακροχρόνιας ανταγωνιστικότητας και της παραγωγικότητας της ΕΕ αναδείχθηκε σε μείζονα προτεραιότητα πολιτικής το 2024 υπό τη νέα γεωπολιτική πραγματικότητα και τις σύνθετες διεθνείς προκλήσεις. Η έκθεση Letta[1] για την ολοκλήρωση της Ενιαίας Αγοράς τον Απρίλιο του 2024 και η έκθεση Draghi[2] για το μέλλον της ευρωπαϊκής ανταγωνιστικότητας το Σεπτέμβριο του 2024 έθεσαν τις βάσεις για την εκπόνηση ενός νέου Ευρωπαϊκού Σχεδίου Ευημερίας (European Prosperity Plan). Παράλληλα, το Σεπτέμβριο του 2024, θεσπίστηκε κανονισμός έκτακτης ανάγκης και ανθεκτικότητας στην εσωτερική αγορά με σκοπό την προετοιμασία της ΕΕ έναντι μελλοντικών κρίσεων και τη συντονισμένη αντιμετώπισή τους σε εθνικό και ενωσιακό επίπεδο.

Συνοπτικά, οι προτεραιότητες της Ευρωπαϊκής Επιτροπής κατά το θεσμικό κύκλο 2024-2029 για την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας εστιάζουν σε: (α) περαιτέρω βάθυνση της Ενιαίας Αγοράς, ιδίως στον ενεργειακό, στο χρηματοπιστωτικό και στον τηλεπικοινωνιακό τομέα, (β) αύξηση των συλλογικών επενδύσεων, με την κινητοποίηση τόσο δημόσιας όσο και ιδιωτικής χρηματοδότησης, και εξορθολογισμό του ρυθμιστικού πλαισίου, (γ) ανοικτή και βιώσιμη εμπορική πολιτική, σε συνδυασμό με διαφοροποιημένες και ασφαλείς στρατηγικές αλυσίδες εφοδιασμού, και (δ) προώθηση της καινοτομίας και των δεξιοτήτων σε καίριες ψηφιακές και πράσινες τεχνολογίες. Σε αυτό το πλαίσιο, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή παρουσίασε τον Ιανουάριο του 2025 την "Πυξίδα Ανταγωνιστικότητας", ένα χάρτη πορείας για τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας που μετουσιώνει τις συστάσεις της έκθεσης Draghi σε συγκεκριμένες δράσεις για την καινοτομία, την απανθρακοποίηση της βιομηχανίας και την οικονομική ασφάλεια και ανθεκτικότητα. Στη συνέχεια, δημοσίευσε το Φεβρουάριο του 2025 τη Συμφωνία για Καθαρή Βιομηχανία (Clean Industrial Deal), ένα επιχειρηματικό σχέδιο που επικεντρώνεται στις ενεργοβόρες βιομηχανίες και τις πράσινες τεχνολογίες της ΕΕ, με στόχο τη μείωση του ενεργειακού κόστους, την τόνωση της ζήτησης για προϊόντα

1 Letta, E. (2024), "Much more than a market".
2 Draghi, M. (2024), "The future of European competitiveness".

φιλικά προς το περιβάλλον, την ενίσχυση της χρηματοδότησης για πράσινες επενδύσεις, καθώς και τη διασφάλιση της πρόσβασης των βιομηχανιών τόσο σε κρίσιμες πρώτες ύλες – μέσω, επίσης, αποδοτικότερης χρήσης και επαναχρησιμοποίησης αυτών – όσο και σε ειδικευμένο εργατικό δυναμικό.

Επίσης, το Φεβρουάριο του 2025 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή υπέβαλε δύο νομοθετικές δέσμες "Omnibus", με στόχο την απλούστευση της υφιστάμενης νομοθεσίας στους τομείς της εταιρικής βιωσιμότητας και των επενδύσεων αντίστοιχα. Το Μάρτιο του 2025 οι δέσμες αυτές συζητήθηκαν στο Συμβούλιο της ΕΕ ως θέμα προτεραιότητας και με υψηλό επίπεδο φιλοδοξίας, με σκοπό την οριστικοποίησή τους το συντομότερο δυνατόν εντός του τρέχοντος έτους.

Το μέλλον της Ένωσης Κεφαλαιαγορών

Οι ανοικτές, εύρυθμες και ενοποιημένες ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές είναι σημαντικές για τη βάθυνση της Ενιαίας Αγοράς, τη βελτίωση των πηγών χρηματοδότησης για τις νεοφυείς, αναπτυσσόμενες και μικρομεσαίες επιχειρήσεις και την παροχή ελκυστικών ευκαιριών αποταμίευσης προς τα νοικοκυριά. Αναγνωρίζοντας τη συμβολή των παραπάνω στην αύξηση των επενδύσεων, της ανταγωνιστικότητας και της καινοτομίας στην Ευρώπη, το Συμβούλιο της ΕΕ ανέλαβε κατά το 2024 σειρά πολιτικών πρωτοβουλιών ώστε να επιταχυνθούν οι εργασίες και να συντελεστεί πραγματική πρόοδος σε αυτό το πεδίο, με βάση και τις συστάσεις της έκθεσης Noyer[3] (Απρίλιος 2024) για την ανάπτυξη των ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών. Ως βασικές προτεραιότητες αναδείχθηκαν η εναρμόνιση των εθνικών πλαισίων περί αφερεγγυότητας των επιχειρήσεων, η περαιτέρω σύγκλιση της εποπτείας των κεφαλαιαγορών στην ΕΕ, η συγχώνευση υποδομών παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών και η ανάπτυξη των ευρωπαϊκών αγορών τιτλοποιήσεων και λιανικής επενδυτικής. Μεταξύ των ειδικότερων αποφάσεων που ελήφθησαν το 2024 και μειώνουν τη γραφειοκρατία ήταν δέσμη μέτρων για την απλοποίηση της διαδικασίας εισαγωγής στα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια εταιριών κάθε μεγέθους, συμπεριλαμβανομένων των μικρομεσαίων, καθώς και βελτιωμένοι κανόνες για τις υπηρεσίες εκκαθάρισης στην ΕΕ με τον εξορθολογισμό και τη συντόμευση των διαδικασιών, τη βελτίωση της συνοχής των κανόνων και την ενίσχυση της εποπτείας των κεντρικών αντισυμβαλλομένων. Τέλος, το Συμβούλιο της ΕΕ εξέδωσε δύο νομοθετικές πράξεις που ενισχύουν το ρόλο του ασφαλιστικού και αντασφαλιστικού κλάδου στην παροχή μακροπρόθεσμων ιδιωτικών κεφαλαίων στις ευρωπαϊκές επιχειρήσεις για επενδύσεις, καθώς και την ανθεκτικότητά του έναντι σοβαρής οικονομικής δυσχέρειας.[4] Γενικά, η δημιουργία μιας ευρωπαϊκής Ένωσης Αποταμιεύσεων και Επενδύσεων είναι προς τη σωστή κατεύθυνση, καθώς μπορεί να εξασφαλίσει την ομαλή ροή επενδύσεων κινητοποιώντας τόσο τις αποταμιεύσεις της ΕΕ όσο και ξένο κεφάλαιο.

Τραπεζική Ένωση

Τον Ιούνιο του 2024 το Συμβούλιο της ΕΕ συμφώνησε επί διαπραγματευτικής εντολής σχετικά με την επανεξέταση του πλαισίου διαχείρισης κρίσεων και ασφάλισης καταθέσεων (Crisis Management and Deposit Insurance – CMDI) για τις τράπεζες, ανοίγοντας έτσι το δρόμο για την έναρξη των συνομιλιών με το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο. Επίσης, το Μάιο του 2024 αποφασίστηκαν νέοι κανόνες για την αύξηση της ανθεκτικότητας των τραπεζών σε οικονομικούς κλυδωνισμούς, οι οποίοι μεταφέρουν τα πρότυπα της Βασιλείας ΙΙΙ στη νομοθεσία της ΕΕ και επικαιροποιούν τις νομοθετικές πράξεις που αφορούν τις κεφαλαιακές απαιτήσεις των τραπεζών. Το κύριο χαρακτηριστικό των μεταρρυθμίσεων είναι η εισαγωγή ενός "κατώτατου ορίου κεφαλαιακών απαιτήσεων" που περιορίζει τον κίνδυνο υπέρμετρων μειώσεων των κεφαλαιακών απαιτήσεων των τραπεζών και καθιστά τις απαιτήσεις αυτές πιο συγκρίσιμες. Πέρα από την υλοποίηση των προτύπων της Βασιλείας ΙΙΙ, οι νέοι κανόνες εναρμονίζουν τις ελάχιστες απαιτήσεις που ισχύουν για τη χορήγηση άδειας λειτουργίας σε υποκαταστήματα τραπεζών τρίτων χωρών και την εποπτεία των δραστηριοτήτων τους στην ΕΕ. Επίσης, καθιερώνουν ένα μεταβατικό καθεστώς προληπτικής εποπτείας για τα κρυπτοστοιχεία και εισάγουν τροποποιήσεις για την ενίσχυση της διαχείρισης των περιβαλλοντικών, κοινωνικών και σχετικών με τη διακυβέρνηση κινδύνων από τις τράπεζες.

Σύμφωνο-ορόσημο για τη μετανάστευση και το άσυλο

Το Μάιο του 2024 το Συμβούλιο της ΕΕ θέσπισε 10 νομοθετικές πράξεις με τις οποίες αναμορφώνεται πλήρως το ευρωπαϊκό πλαίσιο για τη διαχείριση του ασύλου και της μετανάστευσης. Οι νέοι κανόνες θα συμβάλουν στην

3 Noyer, C. (2024), "Developing European Capital Markets to finance the future: Proposals for a Savings and Investment Union".

4 Βλ. επίσης Πλαίσιο VII.1 στην παρούσα έκθεση.

εύτακτη διαχείριση των αφίξεων μεταναστών, θα δημιουργήσουν αποτελεσματικές και ενιαίες διαδικασίες και θα διασφαλίσουν το δίκαιο επιμερισμό των βαρών μεταξύ των κρατών-μελών. Επίσης, τον Απρίλιο του 2024 το Συμβούλιο ενέκρινε την ενιαία άδεια εργασίας και διαμονής για υπηκόους τρίτων χωρών, που αποσκοπεί στην προσέλκυση των δεξιοτήτων και των ταλέντων που χρειάζεται η ΕΕ ιδιαίτερα για την ψηφιακή μετάβαση, καθώς και στην αντιμετώπιση των ελλείψεων εργατικού δυναμικού σε συγκεκριμένους κλάδους.

Κυβερνοασφάλεια

Με τον κυβερνοχώρο ως πεδίο στρατηγικού ανταγωνισμού, οι κίνδυνοι για την ασφάλεια και την άμυνα της ΕΕ αυξάνονται σε μια εποχή που οι γεωπολιτικές εντάσεις και η εξάρτηση από τις ψηφιακές τεχνολογίες εντείνονται. Οι κυβερνοεπιθέσεις μπορεί να επηρεάσουν πληροφοριακά συστήματα που σχετίζονται με κρίσιμες υποδομές και λειτουργίες, όπως αυτές του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Το 2024 το Συμβούλιο της ΕΕ εξέδωσε κανονισμούς σχετικά με τις απαιτήσεις ασφάλειας για τα ψηφιακά προϊόντα, καθώς και την ενίσχυση των ικανοτήτων κυβερνοασφάλειας στην ΕΕ, με στόχο να καταστεί η Ευρώπη ανθεκτικότερη στις κυβερνοαπειλές και να ενισχυθούν οι μηχανισμοί συνεργασίας.

3 ΟΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΙΣ ΒΑΛΚΑΝΙΚΕΣ ΚΑΙ ΥΠΟΨΗΦΙΕΣ ΠΡΟΣ ΕΝΤΑΞΗ ΣΤΗΝ ΕΕ ΧΩΡΕΣ

Το 2024 οι εξελίξεις ως προς τους ρυθμούς μεταβολής του ΑΕΠ υπήρξαν αρκετά ανομοιογενείς ανάμεσα στις οικονομίες της περιοχής, με τις μεγαλύτερες από αυτές (Τουρκία και Ουκρανία) να έχουν επιβραδυνθεί, ενώ τα Δυτικά Βαλκάνια, με εξαίρεση το Μαυροβούνιο, διατήρησαν τους ρυθμούς ανάπτυξης παρά την υποχώρηση της εξωτερικής ζήτησης. Ο πληθωρισμός συνέχισε να μειώνεται σε όλες τις οικονομίες πλην της Τουρκίας, ενώ το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ) και το δημοσιονομικό έλλειμμα γενικά σε όλες τις χώρες επιδεινώθηκαν. Οι γεωπολιτικές εξελίξεις έχουν, εύλογα, έντονο αντίκτυπο στην οικονομία της Ουκρανίας, ενώ στην Τουρκία η υιοθέτηση περισσότερο "ορθόδοξης" νομισματικής πολιτικής μετά το Μάιο του 2023 έχει οδηγήσει σε μικρή, αλλά σταθερή αποκλιμάκωση του υπερπληθωρισμού.

Στη Βουλγαρία, παρά την εκτιμώμενη επιτάχυνση του ΑΕΠ στο 2,4% το 2024, η οικονομική ανάπτυξη παρέμεινε συγκρατημένη σε σχέση με το παρελθόν, καθώς η πολιτική αστάθεια (έλλειψη κυβερνητικής σταθερότητας) οδήγησε σε καθυστερήσεις στην απορρόφηση ευρωπαϊκών κονδυλίων στο πλαίσιο του εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας. Το ΙΤΣ, αν και περιορίστηκε ως ποσοστό του ΑΕΠ, παρέμεινε πλεονασματικό, ενώ το ποσοστό ανεργίας διατηρήθηκε χαμηλό στο 4,3%. Ο πληθωρισμός υποχώρησε κατά 6 ποσ. μον. και διαμορφώθηκε σε 2,5% το 2024, παρόλο που οι αποδοχές ανά εργαζόμενο συνέχισαν να αυξάνονται με διψήφιο ρυθμό (13,7%). Το 2025 αναμένεται μικρή επιτάχυνση του ρυθμού μεγέθυνσης του ΑΕΠ, με την ιδιωτική κατανάλωση να συνεχίζει να αποτελεί τη βασική συνιστώσα, υποστηριζόμενη από τα υψηλότερα πραγματικά διαθέσιμα εισοδήματα ως αποτέλεσμα της σημαντικής αποκλιμάκωσης των πληθωριστικών πιέσεων (βλ. Πίνακα ΙΙ.2). Το δημοσιονομικό έλλειμμα ως ποσοστό του ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα διευρυνθεί περαιτέρω το 2025, κυρίως λόγω της αύξησης των δαπανών για μισθούς και συντάξεις και των δημόσιων επενδύσεων, αλλά θα παραμείνει κάτω του 3% του ΑΕΠ.

Στη Ρουμανία ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης εξασθένησε τα τελευταία τρίμηνα, με αποτέλεσμα να εκτιμάται ότι, στο σύνολο του έτους, θα επιβραδυνθεί σε 1,4%. Κατά το 2024 η βιομηχανική παραγωγή, οι κατασκευές και οι υπηρεσίες πληροφορικής και μεταφορών απώλεσαν σημαντικό μέρος της δυναμικής τους, κυρίως λόγω της υποτονικής εξωτερικής ζήτησης σε συνδυασμό με την ταχεία αύξηση του κόστους παραγωγής (κυρίως μισθολογικού και ενεργειακού). Το 2025 προβλέπεται βελτίωση, με επάνοδο του ρυθμού ανάπτυξης στο επίπεδο του 2023, χάρη στη σταδιακή ανάκαμψη της εξωτερικής ζήτησης, την περαιτέρω χαλάρωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών και την ισχυρή ιδιωτική κατανάλωση, σε συνδυασμό με την αύξηση

Πίνακας ΙΙ.2 Μακροοικονομικοί και τραπεζικοί δείκτες βαλκανικών και υποψήφιων προς ένταξη στην ΕΕ χωρών

	ΑΕΠ (ετήσιες % μεταβολές όγκου)			Πληθωρισμός (μέσος, ετήσιες % μεταβολές)[3]			Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)			Δημοσιονομικό αποτέλεσμα (% του ΑΕΠ)			Πιστωτική επέκταση (ετήσιες % μεταβολές)[3]			Δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας (%)		Μη εξυπηρετούμενα δάνεια (%)	
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2022	2023	2024[2]	2023	2024	2023	2024
Βουλγαρία[1]	1,9	2,4	2,9	8,6	2,5	2,3	0,9	0,3	-0,2	-2,0	-2,6	-2,8	12,0	14,6	17,9	21,4	22,5	3,6	3,6
Ρουμανία[1]	2,4	1,4	2,5	9,7	5,5	3,9	-7,3	-8,3	-7,6	-6,5	-8,0	-7,9	12,8	8,3	11,5	22,8	24,1	2,3	2,6
Χώρες υπό ένταξη στην ΕΕ																			
Γεωργία	7,5	8,5	5,8	2,5	1,2	3,2	-5,6	-4,4	-3,9	-1,9	-2,3	-2	12,1	17,11	17	22	24	3,7	2,6
Μολδαβία	0,7	2,6	3,8	13,4	4,7	4,8	-11,5	-10,4	-9,0	-5,2	-4,5	-3,4	-7,7	20,2		29,9	28,8	7,1	4,8
Ουκρανία	5,3	3,5	2,8	12,8	5,7	9,2	-5,1	-8,7	-14,6	-19,6	-18,6	-19,1	-3,5	-1	12,7	12,24	15,72	37,35	32,34
Τουρκία	5,1	3,0	3,2	53,9	58,5	30,8	-3,7	-1,3	-1,6	-5,2	-4,5	-3,6	56,0	55,7	43,6	18,5	17,0	1,6	1,7
Δυτικά Βαλκάνια (ΔΒ)																			
Αλβανία	3,9	3,8	3,6	4,8	2,3	3,2	-0,9	-3,1	-3,2	-0,4	-2,3	-2,4	11,2	1,0	2,3	19,6	19,3	4,7	4,7
Βοσνία-Ερζεγοβίνη	1,9	2,3	2,4	6,1	2,0	1,8	-2,3	-2,8	-3,5	-1,1	-2,6	-2,5	4,2	5,0	10,1	19,5	19,6	3,8	3,5
Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας	2,1	2,0	2,6	9,4	3,4	2,2	0,4	-2,5	-2,3	-4,6	-4,8	-4,1	9,6	5,9	13,8	18,2	18,9	2,8	3,1
Μαυροβούνιο	6,3	3,9	4,2	8,6	3,8	4,1	-11,2	-12,5	-12,4	0,4	-2,9	-3,9	6,1	10,0	-6,4	20,1	19,3	5,0	4,0
Σερβία	3,8	3,9	4,2	12,4	4,7	3,7	-2,4	-5,1	-5,4	-2,1	-2,9	-3,0	10,9	-5,7	-3,0	21,4	-	3,2	2,9
Μέσος όρος ΔΒ	3,6	3,2	3,4	8,3	3,2	3,0	-3,3	-5,2	-5,4	-1,6	-3,1	-3,2	8,4	3,2	3,4	19,8	19,3	3,9	3,6

Πηγές: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *European Economic Forecast*, *Autumn 2024*, Νοέμβριος 2024, και *EU Candidate Countries' & Potential Candidates' Economic Quarterly (CCEQ) – Western Balkans and Türkiye*, *3rd Quarter 2024,* και εθνικές κεντρικές τράπεζες.
Σημείωση: Για το 2024 εκτιμήσεις και για το 2025 προβλέψεις.
1 Στη Βουλγαρία και στη Ρουμανία η πιστωτική επέκταση αφορά τον ιδιωτικό τομέα, ενώ στις υπόλοιπες χώρες αφορά το σύνολο.
2 Τελευταίος διαθέσιμος μήνας.
3 Οι μέσοι όροι του πληθωρισμού και της πιστωτικής επέκτασης δεν συμπεριλαμβάνουν την Τουρκία (λόγω ακραίας απόκλισης).

των δημόσιων επενδύσεων λόγω της ταχύτερης απορρόφησης των ευρωπαϊκών κονδυλίων. Το υψηλό δημοσιονομικό έλλειμμα εκτιμάται ότι διευρύνθηκε σημαντικά στο 8,0% του ΑΕΠ.

Από τον Ιανουάριο του 2025 η Βουλγαρία και η Ρουμανία εντάχθηκαν ως πλήρη μέλη στη ζώνη Σένγκεν,[7] γεγονός που αναμένεται ότι θα έχει θετικό αντίκτυπο στο εμπόριο, τον τουρισμό και την ανταγωνιστικότητα, μειώνοντας το κόστος των διασυνοριακών συναλλαγών.

Οι οικονομίες των Δυτικών Βαλκανίων[8] κατά το 2024 κατάφεραν, εκτός του Μαυροβουνίου, να διατηρήσουν ή/και να βελτιώσουν ελαφρώς τους ρυθμούς ανάπτυξής τους παρά την υποτονική εξωτερική ζήτηση από τους βασικούς εμπορικούς εταίρους, δηλ. τα κράτη-μέλη της ΕΕ (βλ. Πλαίσιο ΙΙ.3). Κινητήρια δύναμη της ανάπτυξης υπήρξε η εγχώρια ζήτηση, με βασική συνιστώσα την ιδιωτική κατανάλωση, υποστηριζόμενη από τη βελτίωση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος, η οποία με τη σειρά της οφείλεται στην περαιτέρω δραστική αποκλιμάκωση του πληθωρισμού και στην ταυτόχρονη σημαντική αύξηση των μισθών και των συντάξεων. Ο μέσος πληθωρισμός εκτιμάται ότι διαμορφώθηκε σε 3,2% στο τέλος του έτους, έναντι 8,3% το 2023. Η οικονομία της Σερβίας εκτιμάται ότι συνέχισε να αναπτύσσεται με ρυθμό πλησίον του 4% το 2024 με τη σημαντική συμβολή των δημόσιων και των ξένων άμεσων επενδύσεων, ενώ ο πληθωρισμός υποχώρησε κατά σχεδόν 8 ποσ. μον. Στην Αλβανία ο ρυθμός ανάπτυξης παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητος το 2024, ωστόσο τα ελλείμματα, τόσο το δημοσιονομικό όσο και του ΙΤΣ, αυξήθηκαν. Ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ επιταχύνθηκε στη Βοσνία-Ερζεγοβίνη και το Ευρω-

7 Σένγκεν: Απόφαση του Συμβουλίου για άρση των ελέγχων στα χερσαία σύνορα με τη Βουλγαρία και τη Ρουμανία, δελτίο τύπου, 12.12.2024.
8 Αλβανία, Βοσνία-Ερζεγοβίνη, Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας, Μαυροβούνιο και Σερβία.

παϊκό Συμβούλιο ενέκρινε την έναρξη των διαπραγματεύσεων ένταξης με τη χώρα το Μάρτιο του 2024. Στο Μαυροβούνιο η οικονομική δραστηριότητα επιβραδύνθηκε έντονα το πρώτο εξάμηνο του 2024 (3,4% σε ετήσια βάση), κυρίως λόγω της μείωσης της εξαγωγικής δραστηριότητας (ηλεκτρισμού και αλουμινίου) και της υποχώρησης των εσόδων από τον τουρισμό, ωστόσο σε επίπεδο έτους παρέμεινε ισχυρή. Στη Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης εκτιμάται ότι παρέμεινε χαμηλός το 2024 στο 2,0%, επηρεασμένος σε μεγάλο βαθμό από την ύφεση της γερμανικής οικονομίας, η οποία απορροφά περισσότερο από το 40% των εξαγωγών της.

Μεταξύ των υποψήφιων χωρών προς ένταξη στην ΕΕ, η αναπτυξιακή δυναμική της Γεωργίας παρέμεινε ισχυρή το 2024 λόγω της υψηλής εγχώριας ζήτησης, με κύρια συνιστώσα την κατανάλωση, ιδιωτική και δημόσια. Ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ επιταχύνθηκε σε 8,5%, ενώ ο πληθωρισμός υποχώρησε σε 1,2%, δηλ. στο χαμηλότερο ποσοστό μεταξύ όλων των υπό εξέταση οικονομιών για το 2024 (βλ. Πίνακα ΙΙ.2). Το 2025 αναμένεται σχετική επιβράδυνση του υψηλού ρυθμού ανάπτυξης λόγω της εξασθένησης της επίδρασης των μισθολογικών αυξήσεων, αλλά και λόγω των αυξημένων πληθωριστικών πιέσεων ως αποτέλεσμα, μεταξύ άλλων, της μετακύλισης της υποτίμησης του λάρι στις εγχώριες τιμές. Ο πληθωρισμός αναμένεται ότι θα ξεπεράσει προσωρινά το στόχο της κεντρικής τράπεζας (3%) παρά την περιοριστική νομισματική πολιτική.[9] Το έλλειμμα του ΙΤΣ ως ποσοστό του ΑΕΠ περιορίστηκε το 2024, παρά την ισχυρή εγχώρια ζήτηση, με την ανάκαμψη των εξαγωγών μεταλλουργικών προϊόντων να επιδρά θετικά. Οι αυξημένες εισπράξεις των υπηρεσιών (τουρισμός και μεταφορές) και οι ενισχυμένες ροές κεφαλαίων από τις ΗΠΑ και την ΕΕ αναμένεται να περιορίσουν το έλλειμμα στο 3,9% του ΑΕΠ το 2025.[10]

Η οικονομία της Μολδαβίας επιταχύνθηκε σημαντικά το 2024, καθώς σταδιακά ανακάμπτει από το πλήγμα που υπέστη το 2022, όταν σημειώθηκε βαθιά ύφεση (-4,6%) λόγω της εισβολής της Ρωσίας στην Ουκρανία, της εκτίναξης των τιμών της ενέργειας και της σοβαρής ξηρασίας. Η θεαματική αποκλιμάκωση του πληθωρισμού κατά σχεδόν 9 ποσ. μον. το 2024 επέτρεψε τη χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής με σταδιακή μείωση του βασικού επιτοκίου παρέμβασης στο 3,6% το Μάιο του 2024.[11] Το έλλειμμα του ΙΤΣ παραμένει ιδιαίτερα υψηλό (πάνω από 10% του ΑΕΠ), πρωτίστως λόγω μειωμένης εξωτερικής ζήτησης από βασικούς εμπορικούς εταίρους (όπως η Ουκρανία), σε συνδυασμό με την υψηλή εξάρτηση της χώρας από εισαγωγές ενέργειας, κυρίως ρωσικού φυσικού αερίου. Γενικότερα, οι γεωπολιτικοί κίνδυνοι παραμένουν αυξημένοι, ιδίως σε σχέση με τις επιπτώσεις μιας ενδεχόμενης διατάραξης στη διαμετακόμιση φυσικού αερίου μέσω της Ουκρανίας.

Η οικονομία της Ουκρανίας, μετά την καθίζηση που υπέστη κατά 28,8% το 2022, κατάφερε να επιστρέψει σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης το 2023 και το 2024 (5,3% και 3,5% αντίστοιχα). Η συνέχιση του πολέμου[12] και η περαιτέρω όξυνση των καταστροφικών συνεπειών του μεταθέτουν συνεχώς χρονικά τις όποιες προσδοκίες για εκκίνηση των έργων αποκατάστασης των υποδομών, επιστροφή του εργατικού δυναμικού σε παραγωγικές εργασίες και διεύρυνση της εξαγωγικής δραστηριότητας. Ως αποτέλεσμα, αναμένεται περαιτέρω επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης για το 2025. Ο πληθωρισμός αναμένεται ότι θα αυξηθεί εκ νέου το 2025, καθώς οι καταστροφές των υποδομών ενέργειας και οι αυξήσεις των μισθών (λόγω της πολύ μεγάλης

9 Η κεντρική τράπεζα της Γεωργίας στις 29.1.2025 αποφάσισε να διατηρήσει το επιτόκιο παρέμβασης στο 8%, με προοπτική μείωσής του στο 7% στην επόμενη συνεδρίαση του συμβουλίου νομισματικής πολιτικής.

10 Οι προβλέψεις για τη Γεωργία υπόκεινται σε υψηλό βαθμό αβεβαιότητας, με δεδομένη την εγχώρια πολιτική αστάθεια και τις παρατηρούμενες παλινωδίες στην πορεία της χώρας προς την ΕΕ, που επηρεάζουν αρνητικά την εμπιστοσύνη των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών.

11 Ωστόσο, το 2025 η κεντρική τράπεζα, επιδεικνύοντας ισχυρά αντανακλαστικά και σταθερά προσηλωμένη στο στόχο του 5% (±1,5) για τον πληθωρισμό, αποφάσισε να αυξήσει το επιτόκιο παρέμβασης σε 5,6% στις 10.1.2025 και σε 6,5% στις 5.2.2025, προκειμένου να αναχαιτιστούν οι πρωτογενείς και δευτερογενείς πληθωριστικές πιέσεις που προκαλούνται από την απότομη αύξηση των εγχώριων τιμών της ενέργειας κατά το Δεκέμβριο του 2024.

12 Οι τελευταίες γεωπολιτικές εξελίξεις, με τη στροφή της νέας κυβέρνησης των ΗΠΑ στο ουκρανικό ζήτημα, προκαλούν νέες αβεβαιότητες.

έλλειψης εργατικού δυναμικού) επιβαρύνουν το κόστος παραγωγής και τις τιμές.[13] Το δημοσιονομικό έλλειμμα θα παραμείνει υψηλό περί το 20% του ΑΕΠ, λόγω των αμυντικών δαπανών του πολέμου (βλ. Πίνακα ΙΙ.2).

Η στροφή της Τουρκίας, από το Μάιο του 2023, προς μια περισσότερο "ορθόδοξη" αντιπληθωριστική νομισματική πολιτική, υψηλών επιτοκίων και περιορισμού της πιστωτικής επέκτασης άρχισε από το δεύτερο εξάμηνο του 2024 να αποφέρει απτά αποτελέσματα όσον αφορά την τιθάσευση των τιμών, τη μείωση του ελλείμματος του ΙΤΣ, τη δημιουργία υψηλότερων συναλλαγματικών διαθεσίμων και τη συγκράτηση της εγχώριας ζήτησης (ιδιωτικής και δημόσιας).[14] Το 2025 ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός αναμένεται να αποκλιμακωθεί σε 30,8%, από 58,5% το 2024. Το έλλειμμα του ΙΤΣ εκτιμάται ότι περιορίστηκε σημαντικά το 2024 στο 1,3% του ΑΕΠ. Τον περασμένο Οκτώβριο η Ευρωπαϊκή Επιτροπή επισήμανε την αποτελεσματικότητα της "νέας" οικονομικής πολιτικής και αναγνώρισε τα σημαντικά βήματα που έχουν γίνει στον οικονομικό τομέα και στη δημιουργία μιας λειτουργικής οικονομίας της αγοράς, καθώς και το καλό επίπεδο προετοιμασίας της χώρας όσον αφορά το βαθμό ετοιμότητάς της να αντεπεξέλθει στις ανταγωνιστικές πιέσεις και στις δυνάμεις της αγοράς εντός της ΕΕ. Ταυτόχρονα όμως, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή επισήμανε και τη σημαντική καθυστέρηση που επιδεικνύει η χώρα στους τομείς των θεμελιωδών δικαιωμάτων και του κράτους δικαίου, συμπεριλαμβανομένης της ανεξαρτησίας της δικαστικής εξουσίας. Ο διάλογος για το κράτος δικαίου και τα θεμελιώδη δικαιώματα παραμένει αναπόσπαστο μέρος των σχέσεων ΕΕ-Τουρκίας.[15]

Τέλος, τα τραπεζικά συστήματα των υπό εξέταση χωρών, με εξαίρεση της Ουκρανίας, παρέμειναν ισχυρά το 2024, με τους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας και μη εξυπηρετούμενων δανείων να διατηρούνται σε πολύ ικανοποιητικά επίπεδα (βλ. Πίνακα ΙΙ.2).

13 Η κεντρική τράπεζα της Ουκρανίας έκρινε αναγκαία την αύξηση του βασικού επιτοκίου παρέμβασης κατά 100 μ.β. σε 14,5% στις 22.1.2025 και κατά ακόμη 100 μ.β. σε 15,5% στις 7.3.2025, με σκοπό τη διατήρηση της συναλλαγματικής σταθερότητας, την αντιστροφή της ανοδικής τάσης του πληθωρισμού και τον έλεγχο των πληθωριστικών προσδοκιών.

14 Το συμβούλιο νομισματικής πολιτικής της κεντρικής τράπεζας στις 6.3.2025 μείωσε το επιτόκιο παρέμβασης για τρίτη συνεχόμενη φορά κατά 25 μ.β. στο 42,5%, λαμβάνοντας υπόψη την αποκλιμάκωση του πληθωρισμού (ο οποίος υποχώρησε κάτω από το 40% για πρώτη φορά σε σχεδόν δύο χρόνια, στο 39,1% το Φεβρουάριο του 2025, σε δωδεκάμηνη βάση) και τη συγκράτηση της εγχώριας ζήτησης σε 2,6% του ΑΕΠ το 2024 (από 10,5% το 2023).

15 Türkiye 2024 Report, 2024 Communication on EU enlargement policy, 30.10.2024.

Πλαίσιο ΙΙ.3

Η ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΙΑΣΥΝΔΕΣΗΣ ΤΩΝ ΥΠΟΨΗΦΙΩΝ ΠΡΟΣ ΕΝΤΑΞΗ ΧΩΡΩΝ ΜΕ ΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΕΝΩΣΗ ΚΑΙ ΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

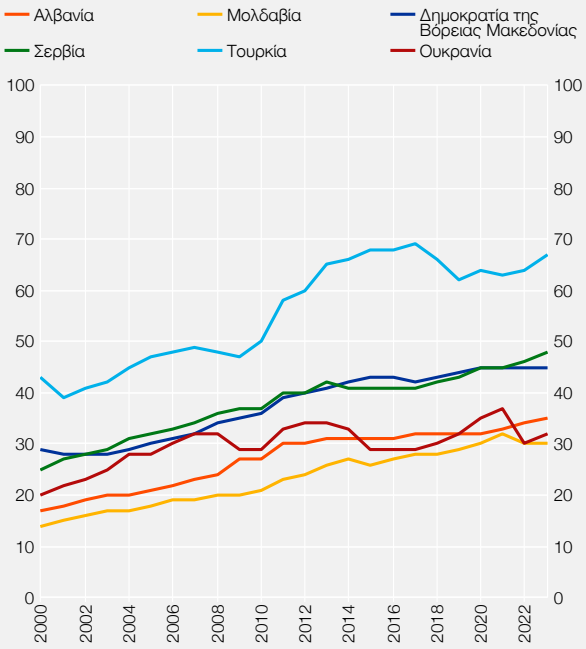
Το νέο σχέδιο ανάπτυξης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τα Δυτικά Βαλκάνια (ΔΒ),[1] στο πλαίσιο του Μηχανισμού Μεταρρύθμισης και Ανάπτυξης, αποσκοπεί μεταξύ άλλων στην επιτάχυνση της οικονομικής σύγκλισης των υποψήφιων προς ένταξη στην Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ) χωρών[2] και της ΕΕ, καθώς τα συνεχιζόμενα εμπορικά ελλείμματά τους και το χαμηλό επίπεδο του κατά κεφαλήν εισοδήματός τους συγκριτικά με τον ευρωπαϊκό μέσο όρο αποτελούν σοβαρή πρόκληση. Η διαδικασία εισοδηματικής σύγκλισης των υποψήφιων χωρών ξεκίνησε από ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα. Το κατά κεφαλήν εισόδημα λ.χ. της Μολδαβίας και της Αλβανίας το 2000 βρισκόταν στο 14% και 17% αντίστοιχα του μέσου όρου των χωρών της ΕΕ, ενώ της Τουρκίας στο 43%. Έκτοτε, όλες οι υποψήφιες χώρες πέτυχαν σημαντική άνοδο του κατά κεφαλήν βιοτικού τους επιπέδου, ενώ η οικονομία της Τουρκίας συνέχισε, παρά τα επεισόδια νομισματικής της αστάθειας, να αναπτύσσεται συγκριτικά ταχύτερα (βλ.

1 Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος (2024), *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2023*, σελ. 68.

2 Δυτικά Βαλκάνια (Αλβανία, Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας, Σερβία, Μαυροβούνιο, Βόσνια-Ερζεγοβίνη), Μολδαβία, Τουρκία και Ουκρανία. Υποψήφια χώρα είναι και η Γεωργία, η οποία όμως δεν εξετάζεται εδώ λόγω μη διαθεσιμότητας στοιχείων.

Διάγραμμα Α Κατά κεφαλήν εισόδημα των υποψήφιων προς ένταξη στην ΕΕ χωρών σε τρέχουσες τιμές (δολάρια ΗΠΑ)

(με βάση τις ισοτιμίες αγοραστικών δυνάμεων (PPP), μέσος όρος ΕΕ-27=100)



Πηγή: IMF, WEO Database, Οκτώβριος 2024.

Διάγραμμα Α). Στην Ουκρανία, λόγω και των εμπόλεμων συνθηκών (η Ρωσία προσάρτησε την Κριμαία το 2014 και εισέβαλε στις νοτιοανατολικές περιοχές το 2022), η πορεία σύγκλισης ανεστάλη, με το κατά κεφαλήν ΑΕΠ το 2023 να βρίσκεται στο επίπεδο του 2007, μόλις στο 32% του ευρωπαϊκού μέσου όρου (βλ. Διάγραμμα Α). Κατά συνέπεια, στις νέες αλλά και σε παλαιότερες υποψήφιες προς ένταξη στην ΕΕ χώρες, αν και πραγματοποιήθηκε εισοδηματική σύγκλιση σε όλο το βάθος της 25ετίας, το χάσμα με τις οικονομίες της ΕΕ παραμένει σημαντικό, με κάποιες εξαιρέσεις.

Το παρόν πλαίσιο έχει ως στόχο να διερευνήσει διαχρονικά το βαθμό της οικονομικής διασύνδεσης των ΔΒ και λοιπών υποψήφιων προς ένταξη χωρών με την ΕΕ σε όρους εξωτερικού εμπορίου και ξένων άμεσων επενδύσεων. Συγκεκριμένα, θα αναδείξει τους βασικούς εταίρους των χωρών, με ειδικότερη έμφαση στη διασύνδεση με την Ελλάδα. Επίσης, θα διερευνήσει τις επιπτώσεις στις εμπορικές σχέσεις τους με την ΕΕ και τη Ρωσία μετά την εισβολή της δεύτερης στην Ουκρανία.

Η εξέλιξη των εμπορικών σχέσεων των υποψήφιων προς ένταξη χωρών με την ΕΕ και την Ελλάδα

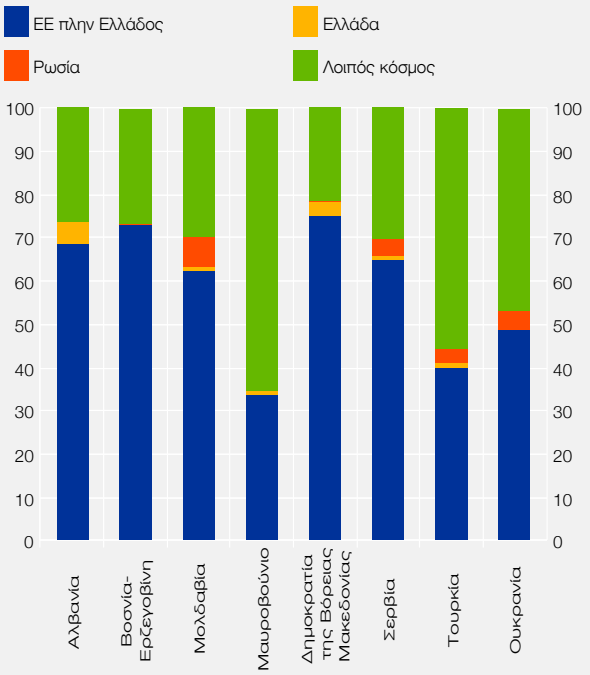
Η ΕΕ φαίνεται ότι αποτελεί τον κυριότερο εμπορικό εταίρο για όλες τις υποψήφιες προς ένταξη χώρες κατά την περίοδο 2019-2023, με τις εξαγωγές τους προς αυτήν να ξεπερνούν το 58% του συνόλου της εξαγωγικής τους δραστηριότητας κατά μέσο όρο και τις εισαγωγές τους από αυτήν να ξεπερνούν το 45% του συνόλου των εισαγωγών τους. Χαμηλότερα ποσοστά εμπορικού ανοίγματος με την ΕΕ παρατηρούνται στην Ουκρανία και την Τουρκία (βλ. Διαγράμματα Β και Γ). Όσον αφορά την Ουκρανία, οι εισαγωγές και οι εξαγωγές σε σχέση με την ΕΕ πριν την εισβολή της Ρωσίας, το 2021, ανέρχονταν σε 39%, ενώ το 2023 οι εισαγωγές αυξήθηκαν σε 51% και οι εξαγωγές σε 65%.

Η Αλβανία, η Βοσνία-Ερζεγοβίνη και η Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας κατέχουν τα υψηλότερα μερίδια εμπορίου με την ΕΕ. Το μερίδιο της ΕΕ στις εξαγωγές της Αλβανίας αποδυναμώνεται από το 2009 και μετά, λόγω σταδιακής συρρίκνωσης των εξαγωγών της στην Ιταλία (βασικός εταίρος), στη Γερμανία και στην Ελλάδα. Ένα μέρος της μείωσης αυτής αντισταθμίστηκε από την ενίσχυση των εξαγωγών της προς την Κίνα. Όσον αφορά τις εισαγωγές της Αλβανίας από την ΕΕ, το αντίστοιχο μερίδιο επίσης αποδυναμώνεται από το 2009 (λόγω συρρίκνωσης των εισαγωγών από τους κύριους εταίρους, Ιταλία και Ελλάδα), ενώ ενισχύεται το μερίδιο εισαγωγών από χώρες εκτός ΕΕ (Κίνα, Τουρκία και ΗΠΑ). Παρόμοια εικόνα με την Αλβανία καταγράφεται και στη Σερβία, τη μεγαλύτερη οικονομία των ΔΒ. Η αποδυνάμωση της εμπορικής θέσης της έναντι της ΕΕ οφείλεται στη συρρίκνωση (α) του μεριδίου των εξαγωγών της προς την Ιταλία και την Ελλάδα, παρά την ενίσχυση του μεριδίου της χώρας στη Γερμανία και στην Ουγγαρία, και (β) του μεριδίου των εισαγωγών από την Ιταλία και τη Σλοβενία, παρά την ενίσχυσή του από την Πολωνία, τη Ρουμανία και την Ισπανία.

Η Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας κατά την ίδια περίοδο καταγράφει σημαντική επιτάχυνση των εξαγωγών της προς την ΕΕ, υποστηριζόμενη από τη στενότερη εμπορική της σχέση με τη Γερμανία. Η εμπορική της σχέση με την Ελλάδα αποδυναμώνεται σταδιακά, διατηρώντας όμως μέχρι και το 2023 αξιόλογο ειδικό βάρος (εισαγωγές από Ελλάδα: 9,4% και εξαγωγές σε Ελλάδα: 3,7% ως προς το σύνολο των εισαγωγών και εξαγωγών αντίστοιχα). Αντίθετα, για όλη την περίοδο καταγράφεται συνεχής υποχώρηση του μεριδίου των εισαγωγών της χώρας από την ΕΕ (Γερμανία, Ιταλία, Σλοβενία, Ελλάδα) και την Ουκρανία. Η Ρωσία δεν αποτελεί σημαντικό εμπορικό εταίρο για τη Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας.

Διάγραμμα Β Γεωγραφική διάρθρωση των εξαγωγών των υποψήφιων προς ένταξη στην ΕΕ χωρών

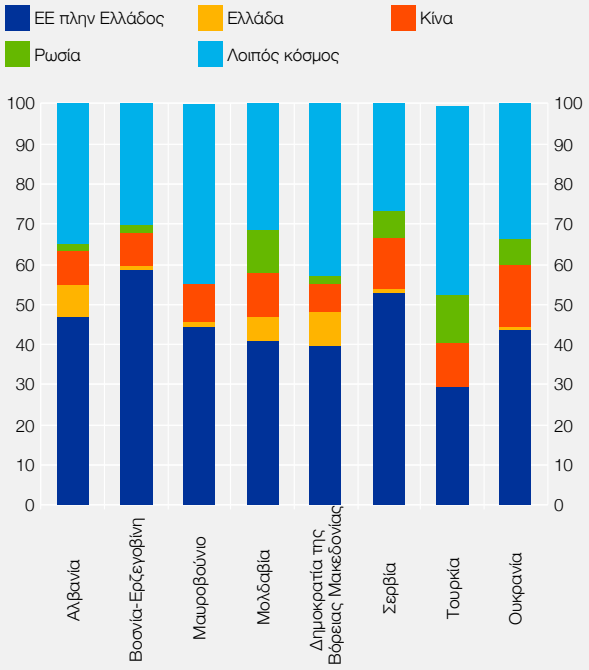
(% του συνόλου, μέσος όρος 2019-2023)



Πηγή: WIIW database.

Διάγραμμα Γ Γεωγραφική διάρθρωση των εισαγωγών των υποψήφιων προς ένταξη στην ΕΕ χωρών

(% του συνόλου, μέσος όρος 2019-2023)



Πηγή: WIIW database.

Σημειώνεται ότι για όλες τις χώρες των ΔΒ πλην της Σερβίας το μερίδιο των εξαγωγών τους προς τη Ρωσία και των εισαγωγών τους από αυτήν σταδιακά μειώνεται και καθίσταται ουσιαστικά αμελητέο μετά την εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία το 2022 και τις εμπορικές κυρώσεις που επιβλήθηκαν. Παράλληλα, όλες οι χώρες των ΔΒ διατηρούν ιδιαίτερα σημαντικές εμπορικές σχέσεις μεταξύ τους.

Η ΕΕ για την Τουρκία, τη μεγαλύτερη οικονομία της περιοχής, αποτελεί σημαντικό, αλλά όχι τον κυριότερο εμπορικό της εταίρο. Το κύριο μερίδιο στις εξαγωγές και εισαγωγές της καταλαμβάνουν οι χώρες εκτός ΕΕ. Το μερίδιο εξαγωγών της χώρας προς την ΕΕ την περίοδο 2019-2023 είναι 41% και αφορά κυρίως τη Γερμανία (8,6%), την Ιταλία (5,0%), τη Γαλλία (4,2%) και την Ολλανδία (3,1%). Εκτός ΕΕ, οι κυριότεροι προορισμοί των εξαγωγών της Τουρκίας κατά την τελευταία πενταετία είναι το Ηνωμένο Βασίλειο (6,0%), οι ΗΠΑ (5,8%) και το Ιράκ (4,9%). Κατά την ίδια περίοδο, το μερίδιο των εισαγωγών της χώρας από την ΕΕ συρρικνώθηκε στο 30,0%, λόγω μείωσης των εισαγωγών της από τους τρεις βασικούς της εταίρους (Γερμανία, Γαλλία, Ιταλία).[3] Αντίθετα, ενισχύθηκε το μερίδιο που κατέχει ο "υπόλοιπος κόσμος" (κύριος εταίρος), λόγω αύξησης των μεριδίων εισαγωγών από τη Ρωσία (11,9%), την Κίνα (11,1%), τις ΗΠΑ (4,8%) και τη Νότιο Κορέα (2,7%) (βλ. Διαγράμματα Β και Γ).

Όπως για την Τουρκία, έτσι και για την Ουκρανία, η ΕΕ δεν αποτελεί τον κύριο εμπορικό της εταίρο. Ωστόσο, το μερίδιο των εξαγωγών της προς την ΕΕ (κυρίως προς Πολωνία, Ρουμανία, Γερμανία και Ολλανδία) τα τελευταία χρόνια (2019-2023), λόγω και των γεωπολιτικών εξελίξεων, αυξήθηκε σημαντικά. Η Κίνα και η Μολδαβία αποτελούν τους βασικούς εταίρους εκτός της ΕΕ στους οποίους εξάγει η Ουκρανία. Κατά την ίδια περίοδο το μερίδιο των εισαγωγών της χώρας από την ΕΕ (κυρίως από Γαλλία, Ελλάδα, Ιταλία, Λιθουανία και Σλοβακία) ενισχύθηκε σημαντικά. Εκτός της ΕΕ η Ουκρανία εισάγει από την Κίνα, την Τουρκία και τις ΗΠΑ. Το μερίδιο εξαγωγών της Μολδαβίας προς την ΕΕ είναι υψηλό. Οι κύριοι εταίροι της είναι η Βουλγαρία, η Τσεχία και η Ρουμανία και, από τις εκτός ΕΕ χώρες, η Ουκρανία. Το μερίδιο των εισαγωγών από την ΕΕ είναι μικρότερο. Αναμενόμενη εξέλιξη

3 Η στροφή της εμπορικής δραστηριότητας της Τουρκίας προς τις εκτός ΕΕ χώρες αντανακλά, σε σημαντικό βαθμό, τις γεωπολιτικές επιλογές και στρατηγικές επιδιώξεις της σε σχέση με τη Ρωσία, την Κίνα και τις γειτονικές αραβικές χώρες.

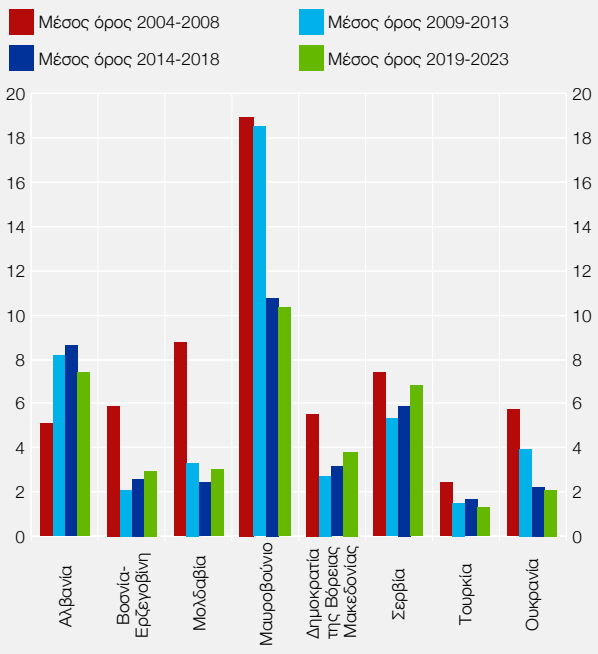
λόγω του πολέμου και των διεθνών κυρώσεων υπήρξε η καταβαράθρωση το 2023 του μεριδίου εξαγωγών και εισαγωγών που κατέχει η Ρωσία στις εμπορικές συναλλαγές της Ουκρανίας και της Μολδαβίας.

Η εξέλιξη των επενδυτικών σχέσεων των υποψήφιων προς ένταξη χωρών με την ΕΕ, την Ελλάδα και τη Ρωσία

Τα ΔΒ δέχθηκαν γενικώς σημαντικά ποσοστά ετήσιων εισροών ξένων άμεσων επενδύσεων (ΞΑΕ) καθ' όλη τη διάρκεια της εικοσαετίας 2004-2023, κατά μέσο όρο από 2% έως και 18% του ΑΕΠ (βλ. Διάγραμμα Δ). Συγκεκριμένα, τα υψηλότερα ποσοστά εισροών κατά την περίοδο αυτή προσέλκυσαν η Αλβανία, το Μαυροβούνιο (λόγω και του μικρού απόλυτου μεγέθους της οικονομίας) και η Σερβία. Τα ποσοστά αυτά κατά μέσο όρο την πενταετία 2019-2023 διαμορφώθηκαν σε 7,4%, 10,3% και 6,8% του ΑΕΠ τους αντίστοιχα. Στη Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας και τη Βοσνία-Ερζεγοβίνη, τα ποσοστά εισροών ΞΑΕ μετά την πρώτη περίοδο 2004-2008 παρουσιάζουν σχετική υποχώρηση στο 3%-4% του ΑΕΠ την περίοδο 2019-2023.

Διάγραμμα Δ Ξένες άμεσες επενδύσεις στις υποψήφιες προς ένταξη στην ΕΕ χώρες ως % του ΑΕΠ

(μέσες ετήσιες εισροές)



Πηγή: WIIW database.

Το ποσοστό εισροών ΞΑΕ στην Τουρκία βαίνει μειούμενο και διαμορφώθηκε στο επίπεδο του 1,3% του ΑΕΠ κατά μέσο όρο την πενταετία 2019-2023, αν και σε απόλυτο μέγεθος το ύψος των ΞΑΕ στην Τουρκία είναι το υψηλότερο μεταξύ όλων των χωρών (10,1 δισεκ. ευρώ ανά έτος, κατά μέσο όρο). Το ελαφρώς μειωμένο ποσοστό εισροών ΞΑΕ στην Τουρκία μπορεί να αποδοθεί έως ένα βαθμό στις σημαντικές προκλήσεις που αντιμετώπιζε η τουρκική οικονομία τα τελευταία χρόνια ως προς τη νομισματική και συναλλαγματική της σταθερότητα.

Όσον αφορά το βαθμό οικονομικής διασύνδεσης της ΕΕ με τις υπό εξέταση χώρες σε όρους ΞΑΕ, καταγράφεται ανάλογη εικόνα με αυτή του εμπορίου (εισαγωγές-εξαγωγές). Σύμφωνα με το Διάγραμμα Ε, η ΕΕ (κυρίως Αυστρία, Γερμανία, Ιταλία και Γαλλία) αποτελεί το σημαντικότερο οικονομικό χώρο προέλευσης ΞΑΕ[4] στις υποψήφιες προς ένταξη χώρες, με το ποσοστό συμμετοχής της ΕΕ στο συνολικό απόθεμα των ΞΑΕ το 2023 να διαμορφώνεται μεταξύ 54,4% (Αλβανία) και 74,9% (Ουκρανία),[5] προσεγγίζοντας τα μερίδια ΞΑΕ της ΕΕ στα ήδη ενταγμένα κράτη-μέλη, Βουλγαρία (74,4%) και Ρουμανία (86,7%).

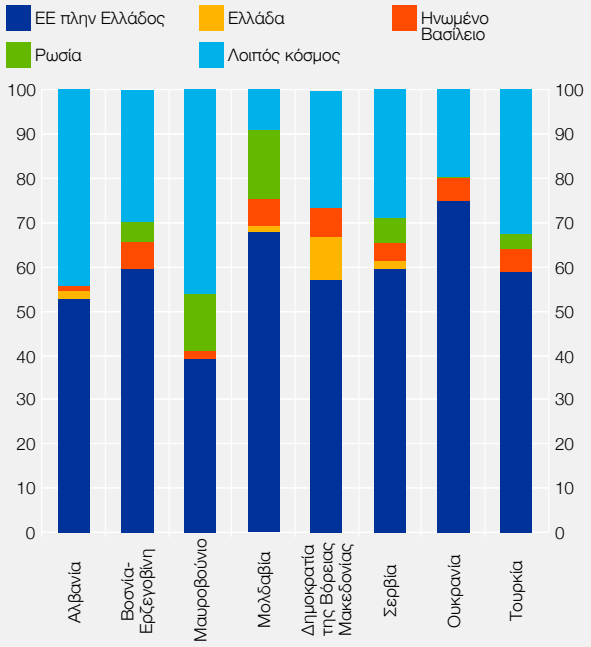
Ωστόσο, τα τελευταία χρόνια ενισχύεται το μερίδιο ΞΑΕ των εκτός ΕΕ χωρών. Ειδικότερα, επενδύουν στην Αλβανία ο Καναδάς, στη Βοσνία-Ερζεγοβίνη η Σερβία και το Ηνωμένο Βασίλειο, στη Μολδαβία η Ρωσία και το Ηνωμένο Βασίλειο, στο Μαυροβούνιο τα Ηνωμένα Εμιράτα, οι ΗΠΑ, το Ηνωμένο Βασίλειο και η Ρωσία, στη Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας το Ηνωμένο Βασίλειο και η Τουρκία, στη Σερβία η Κίνα και το Ηνωμένο Βασίλειο και, τέλος, στην Τουρκία κυρίως το Ηνωμένο Βασίλειο και οι ΗΠΑ.

4 Ο προσδιορισμός της πραγματικής προέλευσης των ΞΑΕ είναι δύσκολος, δεδομένου ότι ορισμένες χώρες της ΕΕ κατέχουν εξέχουσα θέση στα κανάλια παγκόσμιας φοροαποφυγής, με αποτέλεσμα να στρεβλώνονται οι επίσημα καταγεγραμμένες στατιστικές ΞΑΕ (Darvas, Z., M. Demertzis, C. Martins, B. McWilliams, L. Lery Moffat, E. Ribakova and N. Poitiers (2023), "EU trade and investment following Russia's illegal invasion of Ukraine", μελέτη που ζητήθηκε από την Επιτροπή Διεθνούς Εμπορίου (INTA) του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου. Σε παγκόσμιο επίπεδο, έως και το 40% των ΞΑΕ μπορούν να ταξινομηθούν ως "ΞΑΕ-φαντάσματα" (phantom FDI), δηλαδή αυτές οι επενδύσεις χρησιμοποιούν ενδιάμεσες χώρες, επωφελούμενες από φορολογικά πλεονεκτήματα ή από αυξημένη προστασία των επενδυτών, οπότε αποκρύπτεται η πραγματική χώρα προέλευσης των κεφαλαίων (Damgaard, J., T. Elkjaer and N. Johannesen (2024), "What is real and what is not in the global FDI network?", *Journal of International Money and Finance*).

5 Εξαίρεση αποτελεί η περίπτωση του Μαυροβουνίου, όπου το ποσοστό της ΕΕ στο απόθεμα ΞΑΕ της χώρας περιορίστηκε στο 39,4% το 2023 από 54,4% το 2010.

Διάγραμμα Ε Ξένες άμεσες επενδύσεις στις υποψήφιες προς ένταξη στην ΕΕ χώρες ανά χώρα προέλευσης το 2023

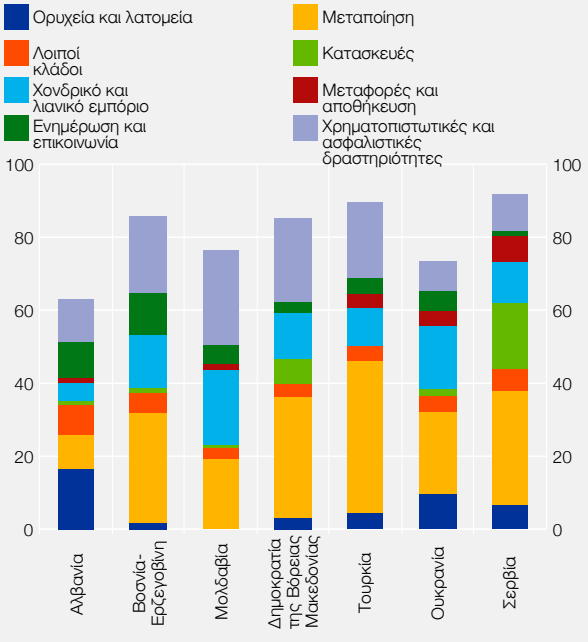
(% του συνολικού αποθέματος)



Πηγή: WIIW database.

Διάγραμμα ΣΤ Κλαδική διάρθρωση του αποθέματος των ξένων άμεσων επενδύσεων στις υποψήφιες προς ένταξη στην ΕΕ χώρες το 2023

(ποσοστά %)



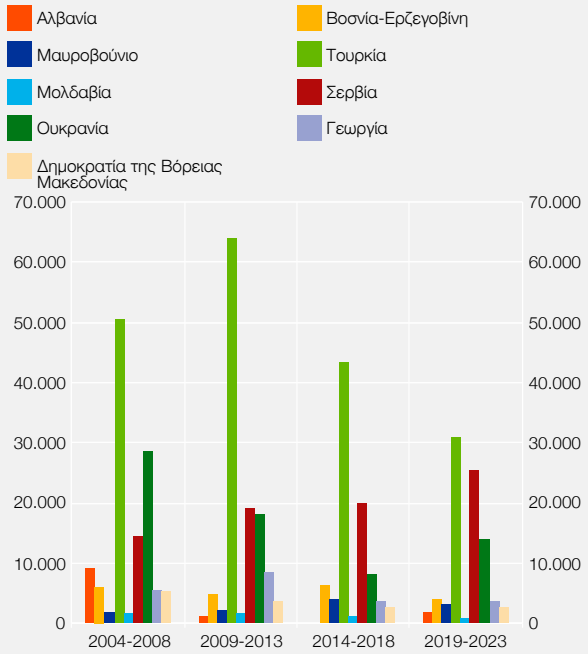
Πηγή: WIIW database.

Η Ελλάδα στο παρελθόν είχε σημαντική επενδυτική δραστηριότητα σε υποψήφιες προς ένταξη χώρες, κυρίως στις χρηματοπιστωτικές και ασφαλιστικές δραστηριότητες και στη μεταποίηση. Παρά τη σταδιακή απόσυρσή της από τις χώρες της περιοχής κατά την περίοδο της οικονομικής κρίσης τη δεκαετία του 2010, διατήρησε την παρουσία της ως ποσοστό του συνολικού υφιστάμενου αποθέματος ΞΑΕ, η οποία το 2023 ήταν στη Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας 10%, στη Βουλγαρία 6,6% και στη Ρουμανία 3,4%.

Από άποψη τομεακής διάρθρωσης το 2023 (βλ. Διάγραμμα ΣΤ), η Τουρκία είναι πρώτη στην προσέλκυση ΞΑΕ από την ΕΕ στον τομέα της μεταποίησης, με ποσοστό 41,7% του συνόλου των ΞΑΕ της από την ΕΕ, και ακολουθούν η Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας (32,8%), η Σερβία (31,3%) και η Βοσνία-Ερζεγοβίνη (30,2%). Σημαντικά ποσοστά ΞΑΕ στο χρηματοπιστωτικό τομέα έχουν προσελκύσει οι περισσότερες από τις εξεταζόμενες χώρες, με πρώτη την Μολδαβία, ακολουθούμενη από τη Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας, τη Βοσνία-Ερζεγοβίνη και την Τουρκία, με ποσοστά άνω του 20%. Στον τομέα της ενέργειας, προηγείται η Αλβανία και ακολουθεί η Μολδαβία. Σύμφωνα με το Διάγραμμα Ζ, διαχρονικά και καθ' όλη την εξεταζόμενη περίοδο, η

Διάγραμμα Ζ Παραγωγικές ξένες άμεσες επενδύσεις (greenfield) στις υποψήφιες προς ένταξη στην ΕΕ χώρες

(ανακοινωθέντα έργα σε εκατ. δολάρια ΗΠΑ)



Πηγή: WIIW database.

Τουρκία, η Ουκρανία και η Σερβία προσελκύουν τις περισσότερες (σε ποσά) παραγωγικές ΞΑΕ τύπου greenfield, δηλαδή επενδύσεις με σκοπό τη δημιουργία νέων παραγωγικών επιχειρήσεων ή νέων εγκαταστάσεων.

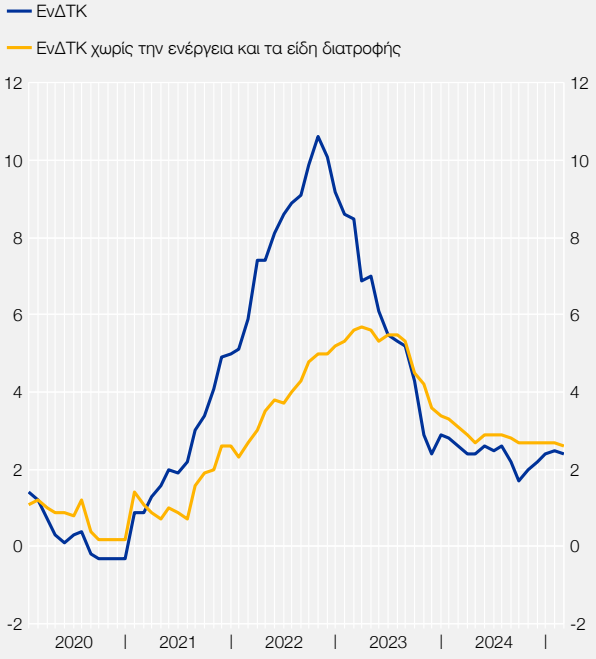
Συμπερασματικά, ο βαθμός διασύνδεσης των υπό ένταξη χωρών με την ενιαία ευρωπαϊκή αγορά έχει ήδη διαμορφωθεί σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα ως προς το εμπόριο και τις ΞΑΕ. Όσον αφορά την Ελλάδα ειδικότερα, η οικονομική διασύνδεσή της με τις βαλκανικές χώρες αποδυναμώθηκε σημαντικά τη δεκαετία της οικονομικής κρίσης. Ο βαθμός οικονομικής σύγκλισης των υπό ένταξη χωρών με την ΕΕ υπολείπεται σημαντικά. Οι ρυθμοί οικονομικής ανάπτυξης των υπό ένταξη χωρών πρέπει να ενισχυθούν περισσότερο, γι' αυτό η ΕΕ ήδη εφαρμόζει το νέο σχέδιο ανάπτυξης για τα Δυτικά Βαλκάνια. Επίσης, η ένταξη αυτών των χωρών στην ΕΕ προϋποθέτει, εκτός της οικονομικής, και τη θεσμική σύγκλιση, κυρίως σε ζητήματα σχετικά με το κράτος δικαίου, την προστασία των ανθρωπίνων δικαιωμάτων κ.λπ., όπου υπάρχει ακόμη μεγάλη απόσταση με την ΕΕ, εξ ου και αργούν να ολοκληρωθούν οι διαπραγματεύσεις στα επιμέρους κεφάλαια του κοινοτικού κεκτημένου. Η επιτάχυνση των θεσμικών μεταρρυθμίσεων θα βελτιώσει τις κοινωνικές συνθήκες και θα δώσει ώθηση στην αποτελεσματικότητα της οικονομίας στα κράτη αυτά, αλλά και θα συμβάλει στην εκπλήρωση των κριτηρίων ένταξης στην ΕΕ, από την οποία αναμένουν να αποκομίσουν ακόμη μεγαλύτερα κοινωνικοοικονομικά οφέλη.

III Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Ο καταγραφόμενος πληθωρισμός και οι περισσότεροι δείκτες του υποκείμενου πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ ακολούθησαν πορεία αποκλιμάκωσης (βλ. Διάγραμμα III.1). Μετά το Σεπτέμβριο του 2023 και μέχρι τις πρώτες ημέρες του Ιουνίου του 2024, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ διατήρησε σταθερά τα βασικά επιτόκια. Καθώς όμως ενισχύθηκε η πεποίθησή του ότι αφενός ο πληθωρισμός συγκλίνει προς το στόχο και αφετέρου η σύγκλιση αυτή θα είναι διατηρήσιμη, κρίθηκε σκόπιμο να μετριαστεί ο βαθμός περιορισμού που ενσωματώνει η ενιαία νομισματική πολιτική. Έτσι τον Ιούνιο, το Σεπτέμβριο, τον Οκτώβριο και το Δεκέμβριο του 2024, το Διοικητικό Συμβούλιο μείωσε, κατά 25 μονάδες βάσης κάθε φορά, τα επιτόκια πολιτικής. Το ίδιο συνέβη στα τέλη Ιανουαρίου και στις αρχές Μαρτίου του 2025. Οι αποφάσεις αυτές του Διοικητικού Συμβουλίου βασίστηκαν στις διαγραφόμενες ευνοϊκές προοπτικές του πληθωρισμού, στη δυναμική του υποκείμενου πληθωρισμού και στη διαπίστωση ότι η επίδραση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής μεταδίδεται απρόσκοπτα στην πραγματική οικονομία της ζώνης του ευρώ. Το Διοικητικό Συμβούλιο κατέστησε σαφές ότι δεν δεσμεύεται ως προς τη μελλοντική πορεία των επιτοκίων πολιτικής. Στην αγορά χρήματος, η υπερβάλλουσα ρευστότητα υποχώρησε λόγω της αποπληρωμής του συνόλου των πράξεων TLTRO III και της ωρίμανσης χρεογράφων που είχαν αγοραστεί από το Ευρωσύστημα στο πλαίσιο των προγραμμάτων αγοράς τίτλων.

Διάγραμμα III.1 Πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2020 - Φεβρουάριος 2025)

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)



Πηγές: Eurostat και ΕΚΤ.

1 ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ[1]

Κατά το 2024 ο καταγραφόμενος πληθωρισμός ακολούθησε ήπια πτωτική τάση. Αντίθετα, ο ρυθμός ανόδου των τιμών των υπηρεσιών διατηρήθηκε σε υψηλά επίπεδα. Οι μισθολογικές αυξήσεις συγκρατήθηκαν, με αποτέλεσμα ο ρυθμός αύξησης του μοναδιαίου κόστους εργασίας να επιβραδυνθεί, αν και παρέμεινε έντονος. Επιπλέον, οι επιχειρήσεις απορροφούσαν έως ένα βαθμό τις μισθολογικές αυξήσεις χωρίς να αναπροσαρμόζουν αντίστοιχα τις τιμές των προϊόντων. Συνολικά, οι εγχώριες πληθωριστικές πιέσεις εξακολουθούσαν να χαρακτηρίζονται από το Διοικητικό Συμβούλιο ως ισχυρές.

Από την άλλη πλευρά, οι περισσότεροι δείκτες μακροπρόθεσμων πληθωριστικών προσδοκιών λάμβαναν τιμές γύρω στο 2%. Σε γενικές γραμμές, η εικόνα αυτή όσον αφορά τις τιμές εξακολούθησε και στις αρχές του 2025.

1 Το κεφάλαιο ενσωματώνει στοιχεία και πληροφορίες διαθέσιμα μέχρι τις 14.3.2025.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ προσδοκούσε (μετά τις αρχές του προηγούμενου έτους και μέχρι και τη συνεδρίαση του Ιανουαρίου του 2025) ο ρυθμός πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ να προσεγγίσει το στόχο του 2% κατά το 2025. Το Διοικητικό Συμβούλιο απέδιδε την προδιαγραφόμενη αποκλιμάκωση του πληθωρισμού σε περαιτέρω εξασθένηση των μισθολογικών αυξήσεων και στη συνέχιση της επίδρασης της περιοριστικής κατεύθυνσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, ταυτόχρονα με εξάλειψη πλέον της επιρροής (α) της ενεργειακής κρίσης (2021-2022), (β) των ελλείψεων παραγωγικών εισροών που δημιούργησαν η πανδημία και οι γεωπολιτικές εξελίξεις (2020-2023), αλλά και (γ) της επανεκκίνησης της οικονομίας μετά την προοδευτική αποδρομή της πανδημίας (2022-2023).

Μετά από διαδοχικά τρίμηνα στασιμότητας κατά το 2023, το ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ κατέγραψε αυξήσεις (σε τριμηνιαία βάση) στη διάρκεια του 2024. Οι συνθήκες στις αγορές εργασίας στη Νομισματική Ένωση ήταν ευνοϊκές καθ' όλο το 2024, αλλά και στις αρχές του 2025, καθώς το ποσοστό ανεργίας κυμάνθηκε σε ιστορικώς χαμηλά επίπεδα, ενώ η απασχόληση συνέχισε να επεκτείνεται, αν και με επιβραδυνόμενο ρυθμό.

Όσον αφορά τις νομισματοπιστωτικές εξελίξεις, το 2024 και στις αρχές του 2025 τα επιτόκια των επιχειρηματικών δανείων και της στεγαστικής πίστης ακολούθησαν κατά βάση καθοδική πορεία. Ο ρυθμός πιστωτικής επέκτασης τόσο προς τις επιχειρήσεις όσο και προς τα νοικοκυριά έβαινε προοδευτικά ενισχυόμενος. Ο ρυθμός μεταβολής της προσφοράς χρήματος με την ευρεία έννοια (M3) ανέκαμψε από πολύ χαμηλά επίπεδα.

Το Μάρτιο του 2024, με δεδομένη την αναμενόμενη εξομάλυνση του ισολογισμού του Ευρωσυστήματος, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε ότι είναι αναγκαίο να αναπροσαρμοστεί το λειτουργικό πλαίσιο άσκησης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Έτσι, το επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων του Ευρωσυστήματος αναγνωρίστηκε ως το βασικό επιτόκιο που προσδιορίζει την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής.

Η πολιτική επιτοκίων του Ευρωσυστήματος κατά το 2024 (και στις αρχές του 2025) βασίστηκε σε μεγάλο εύρος διαθέσιμων οικονομικών στοιχείων και πληροφοριών. Κατ' αρχήν, η εν λόγω πολιτική είχε ως ορίζοντα το διάστημα μεταξύ διαδοχικών συνεδριάσεων του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ, καθώς σε κάθε συνεδρίασή του αφιερωμένη στην απόφαση σχετικά με τα επιτόκια πολιτικής το Διοικητικό Συμβούλιο προέβαινε σε επαναξιολόγηση των συνθηκών στην οικονομία της Νομισματικής Ένωσης. Το Διοικητικό Συμβούλιο διευκρίνισε ότι διαμορφώνει εκτίμηση για την απαιτούμενη ένταση και χρονική διάρκεια της περιοριστικής νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ με γνώμονα (α) τις προοπτικές του πληθωρισμού, (β) τη δυναμική του υποκείμενου πληθωρισμού και (γ) την έκταση στην οποία μπορεί να διαπιστωθεί ότι η επίδραση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής μεταδίδεται στην πραγματική οικονομία της ζώνης του ευρώ. Από τον Απρίλιο του 2024 το Διοικητικό Συμβούλιο υπογραμμίζει ότι δεν είναι δυνατόν να δεσμευθεί ως προς τη μελλοντική πορεία των βασικών επιτοκίων.

Τον Ιούνιο του 2024 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ μείωσε τα βασικά επιτόκια κατά 25 μονάδες βάσης (βλ. Πίνακα III.1). Κρίθηκε ότι είχε φθάσει πλέον η κατάλληλη στιγμή να ελαττωθεί ο βαθμός περιορισμού της νομισματικής πολιτικής, καθώς σε σύγκριση με το Σεπτέμβριο του 2023 (χρονική στιγμή μετά από την οποία, όπως προαναφέρθηκε, τα επιτόκια πολιτικής δεν είχαν μεταβληθεί) ο ρυθμός πληθωρισμού είχε επιβραδυνθεί πάνω από 2,5 ποσοστιαίες μονάδες και οι προοπτικές για τον πληθωρισμό είχαν βελτιωθεί σημαντικά. Ο υποκείμενος πληθωρισμός είχε επίσης υποχωρήσει και οι πληθωριστικές προσδοκίες – ανεξαρτήτως του χρονικού ορίζοντα στον οποίον αναφέρονται – είχαν αναθεωρηθεί προς τα κάτω. Εξάλλου, υπογραμμίστηκε ότι λόγω της αυστηρής κατεύθυνσης την οποία είχε ακολουθήσει η ενιαία νομισματική πολιτική, οι συνθήκες χρηματοδότησης παρέμεναν περιοριστικές, δηλαδή οι προηγηθείσες αυξήσεις των βασικών επιτοκίων είχαν μετακυλιστεί στο κόστος χρηματοδότησης της πραγματικής οικονομίας στη ζώνη του ευρώ.

Πίνακας III.1 Βασικά επιτόκια του Ευρωσυστήματος

(ποσοστά % ετησίως)

Ημερομηνία μεταβολής επιτοκίων[1]		Πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων	Πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης (δημοπρασίες σταθερού επιτοκίου)	Πάγια διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης
2019	18 Σεπτ.	-0,50	0,00	0,25
2022	27 Ιουλ.	0,00	0,50	0,75
	14 Σεπτ.	0,75	1,25	1,50
	2 Νοεμ.	1,50	2,00	2,25
	21 Δεκ.	2,00	2,50	2,75
2023	8 Φεβρ.	2,50	3,00	3,25
	22 Μαρτ.	3,00	3,50	3,75
	10 Μαΐου	3,25	3,75	4,00
	21 Ιουν.	3,50	4,00	4,25
	2 Αυγ.	3,75	4,25	4,50
	20 Σεπτ.	4,00	4,50	4,75
2024	12 Ιουν.	3,75	4,25	4,50
	18 Σεπτ.[2]	3,50	3,65	3,90
	23 Οκτ.	3,25	3,40	3,65
	18 Δεκ.	3,00	3,15	3,40
2025	5 Φεβρ.	2,75	2,90	3,15
	12 Μαρτ.	2,50	2,65	2,90

Πηγή: ΕΚΤ.

1 Οι μεταβολές των επιτοκίων στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων και οριακής χρηματοδότησης ισχύουν όχι από την ημερομηνία της συνεδρίασης του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ κατά την οποία λαμβάνεται η σχετική απόφαση, αλλά από την ημερομηνία που διενεργείται η πρώτη πράξη κύριας αναχρηματοδότησης μετά την απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου (οπότε μεταβάλλεται και το σταθερό επιτόκιο στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης).

2 Με βάση τις αλλαγές που ανακοίνωσε το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ στο λειτουργικό πλαίσιο εφαρμογής της νομισματικής πολιτικής το Μάρτιο του 2024, από τις 18 Σεπτεμβρίου 2024 και μετά, η διαφορά μεταξύ του επιτοκίου στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης και του επιτοκίου στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων μειώθηκε σε 15 μονάδες βάσης. Το επιτόκιο στη διευκόλυνση οριακής αναχρηματοδότησης προσαρμόστηκε ώστε η διαφορά του από το επιτόκιο στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης να παραμείνει αμετάβλητη στις 25 μονάδες βάσης.

Το Σεπτέμβριο του 2024 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε να μειώσει εκ νέου το επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων του Ευρωσυστήματος κατά 25 μονάδες βάσης. Η τότε πιο πρόσφατη αξιολόγηση των προοπτικών του πληθωρισμού είχε επιβεβαιώσει ότι ο στόχος του 2% θα επιτευχθεί εντός του 2025.

Τον Οκτώβριο του 2024 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ μείωσε κατά 25 μονάδες βάσης τα βασικά επιτόκια. Το Διοικητικό Συμβούλιο τόνισε το ρόλο που έπαιξε στην απόφαση για μείωση των επιτοκίων το ότι η διαδικασία αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού προχωρούσε ομαλά, ενώ οι προοπτικές του πληθωρισμού είχαν επηρεαστεί θετικά (α) από τις ενδείξεις που συγκεντρώνονταν για προϊούσα εξασθένηση της οικονομικής δραστηριότητας, καθώς επίσης και (β) από το γεγονός ότι οι συνθήκες χρηματοδότησης δεν είχαν παύσει να είναι περιοριστικές.

Το Δεκέμβριο του 2024 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ μείωσε επίσης κατά 25 μονάδες βάσης τα βασικά επιτόκια. Το Διοικητικό Συμβούλιο επανεπιβεβαίωσε ότι η διαδικασία αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού σημείωνε ομαλή πρόοδο και ότι η πλειονότητα των δεικτών υποκείμενου πληθωρισμού υποδήλωνε σταθεροποίηση του καταγραφόμενου πληθωρισμού περί το μεσοπρόθεσμο στόχο του 2%, η οποία εκτιμάται ότι δεν θα είναι παροδική αλλά θα είναι διατηρήσιμη. Επισημάνθηκε όμως ότι οι συνθήκες χρηματοδότησης καθίσταντο προοδευτικά χαλαρότερες, καθώς η μείωση των επιτοκίων πολιτικής κατά τους προηγούμενους μήνες είχε μεταφραστεί σε αποκλιμάκωση του κόστους δανεισμού των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών. Παρά ταύτα, οι συνθήκες χρηματοδότησης θεωρούνταν ακόμη περιοριστικές, κυρίως επειδή το κόστος εξυπηρέτησης των υφιστάμενων δανείων εξακολουθούσε να αντανακλά τις προηγηθείσες αυξήσεις των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ.

Τα βασικά επιτόκια μειώθηκαν κατά 25 μονάδες βάσης στα τέλη Ιανουαρίου όπως και στις αρχές Μαρτίου του 2025. Τότε το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επανέλαβε ότι η διαδικασία αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού ακολουθούσε ομαλή πορεία. Το Διοικητικό Συμβούλιο σημείωσε ότι ο πληθωρισμός είχε εξελιχθεί ακριβώς όπως αναμενόταν και ότι οι πιο πρόσφατες μακροοικονομικές προβολές ευθυγραμμίζονταν με την αξιολόγηση των προοπτικών του πληθωρισμού που είχε πραγματοποιήσει κατά το πρόσφατο παρελθόν. Το Διοικητικό Συμβούλιο τόνισε ότι οι περισσότεροι δείκτες υποκείμενου πληθωρισμού υποδηλώνουν ότι ο πληθωρισμός πρόκειται να σταθεροποιηθεί σε διατηρήσιμη βάση γύρω από το μεσοπρόθεσμο στόχο του 2%. Υπογραμμίστηκε εκ νέου ότι ο εγχώριος πληθωρισμός παραμένει υψηλός, κυρίως επειδή οι μισθοί και οι τιμές σε ορισμένους τομείς οικονομικής δραστηριότητας προσαρμόζονται με σημαντική καθυστέρηση στην επιτάχυνση του πληθωρισμού η οποία είχε καταγραφεί σε προηγούμενα έτη. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ κρίνει ότι η ενιαία νομισματική πολιτική καθίσταται λιγότερο περιοριστική πλέον. Η εκτίμηση αυτή είναι συνεπής με το ότι το κόστος του νέου δανεισμού για τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά αποκλιμακώνεται και η πιστωτική επέκταση ενισχύεται. Από την άλλη πλευρά, μερίδιο του αποθέματος των πιστώσεων επηρεάζεται ακόμη από τις προγενέστερες αυξήσεις των επιτοκίων, ενώ η πιστωτική επέκταση παραμένει συγκρατημένη.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ προέβη (τον Ιούνιο και το Δεκέμβριο του 2024) σε διεξοδική ανάλυση των αλληλεπιδράσεων μεταξύ νομισματικής πολιτικής και χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Σύμφωνα με την ανάλυση αυτή, οι τράπεζες στη ζώνη του ευρώ εξακολουθούν να είναι ανθεκτικές. Εντούτοις, το Διοικητικό Συμβούλιο θεωρούσε ότι οι κίνδυνοι για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα παρέμεναν οξυμένοι. Επισήμανε πάντως ότι η μακροπροληπτική πολιτική συνιστά την πρώτη γραμμή άμυνας έναντι της ανάπτυξης ευπαθειών στο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Το 2024 η ΕΚΤ κατέγραψε ζημίες στον ισολογισμό της για δεύτερο συνεχές έτος, οι οποίες επηρεάζουν αρνητικά τη διανομή κερδών προς τις εθνικές κεντρικές τράπεζες της ζώνης του ευρώ και αναμένεται να καλυφθούν από μελλοντικά κέρδη. Οι ζημίες συνδέονται με τα μέτρα νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος,[2] τα οποία ήταν απαραίτητα προκειμένου να εκπληρώσει την πρωταρχική του αποστολή για τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών. Η αξιοπιστία των κεντρικών τραπεζών καθορίζεται κυρίως από την ικανότητά τους να εκπληρώνουν τον πρωταρχικό τους σκοπό και να συμβάλλουν στη μακροοικονομική και χρηματοπιστωτική σταθερότητα, ενώ τυχόν ζημίες προσωρινού χαρακτήρα δεν εμποδίζουν την εκπλήρωση της αποστολής τους.

2 Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ: ΧΑΡΑΞΗ ΚΑΙ ΕΦΑΡΜΟΓΗ

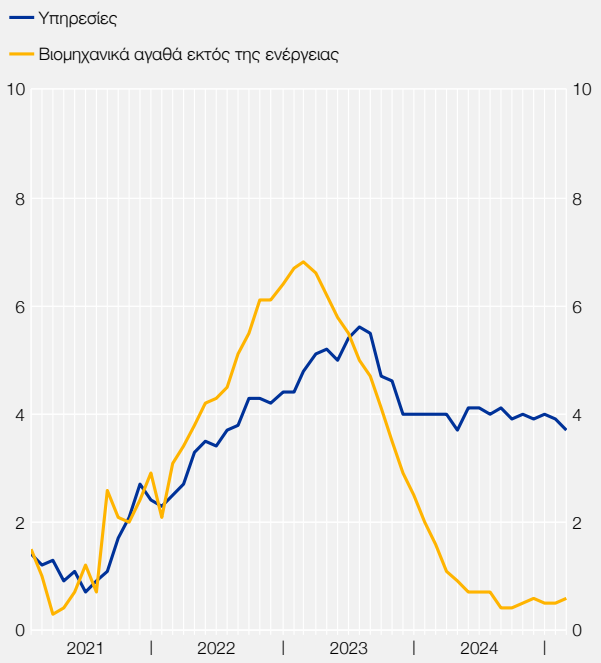
Η ανάλυση των οικονομικών και χρηματοπιστωτικών εξελίξεων στη Νομισματική Ένωση από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ

Η ανάλυση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ κατά το 2024 εστίασε στις παρακάτω εξελίξεις. Ο καταγραφόμενος πληθωρισμός ακολούθησε ήπια πτωτική τάση. Ειδικότερα, ο ρυθμός πληθωρισμού των αγαθών, συμπεριλαμβανομένων των ειδών διατροφής, έβαινε επιβραδυνόμενος κατά το πλείστον. Αντίθετα, ο ρυθμός ανόδου των τιμών των υπηρεσιών παρέμεινε σε υψηλά επίπεδα (βλ. Διάγραμμα ΙΙΙ.2). Οι μισθολογικές αυξήσεις συγκρατήθηκαν, με αποτέλεσμα, παρά την καταγραφείσα συρρίκνωση της παραγωγικότητας της εργασίας κατά το πρώτο εξάμηνο του έτους, ο ρυθμός αύξησης του μοναδιαίου κόστους εργασίας να περιοριστεί, αν και παρέμεινε έντονος (βλ. Διάγραμμα ΙΙΙ.3). Επιπλέον, η ταυτόχρονη συγκράτηση της ανόδου της κερδοφορίας καταδεικνύει ότι οι επιχειρήσεις απορροφούσαν σε κάποια έκταση τις μισθολογικές αυξήσεις χωρίς να αναπροσαρμόζουν αντίστοιχα τις τιμές των προϊόντων. Συνολικά, και κυρίως υπό το φως των μισθολογικών αυξήσεων, οι εγχώριες πληθωριστικές πιέσεις εξακολουθούσαν να χαρακτηρίζονται από το Διοικητικό Συμβούλιο ως ισχυρές. Η εικόνα αυτή διατηρήθηκε κατά το πλείστον και στις αρχές του τρέχοντος έτους.

2 Σχετικά βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2023*, Ειδικό θέμα Κεφαλαίου ΙΙΙ "Η νομισματική πολιτική στη ζώνη του ευρώ και οι επιδράσεις στην κερδοφορία των κεντρικών τραπεζών".

Διάγραμμα III.2 Επιμέρους δείκτες πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2021 - Φεβρουάριος 2025)

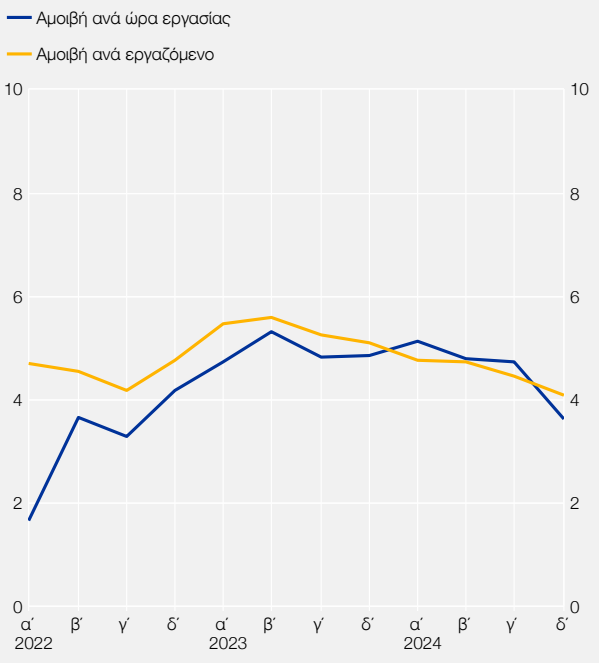
(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)



Πηγές: Eurostat και ΕΚΤ.

Διάγραμμα III.3 Αμοιβή της εργασίας στη ζώνη του ευρώ (α΄ τρίμηνο 2022 - δ΄ τρίμηνο 2024)

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)



Πηγές: Eurostat και ΕΚΤ.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ υπενθύμισε ότι κατά το παρελθόν[3] είχαν ληφθεί σε πολλές χώρες-μέλη της Νομισματικής Ένωσης δημοσιονομικά μέτρα που περιόρισαν τον κίνδυνο η καταγραφείσα τότε απότομη άνοδος των τιμών της ενέργειας[4] να επιβαρύνει υπέρμετρα τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις. Το Διοικητικό Συμβούλιο θεώρησε επιβεβλημένο τα μέτρα αυτά να αρθούν γρήγορα, ειδάλλως, όπως υποστήριξε, θα καθίστατο αναγκαία πρόσθετη αυστηροποίηση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής προκειμένου τα εν λόγω μέτρα να μην προκαλέσουν περαιτέρω πληθωριστικές πιέσεις μεσοπρόθεσμα.

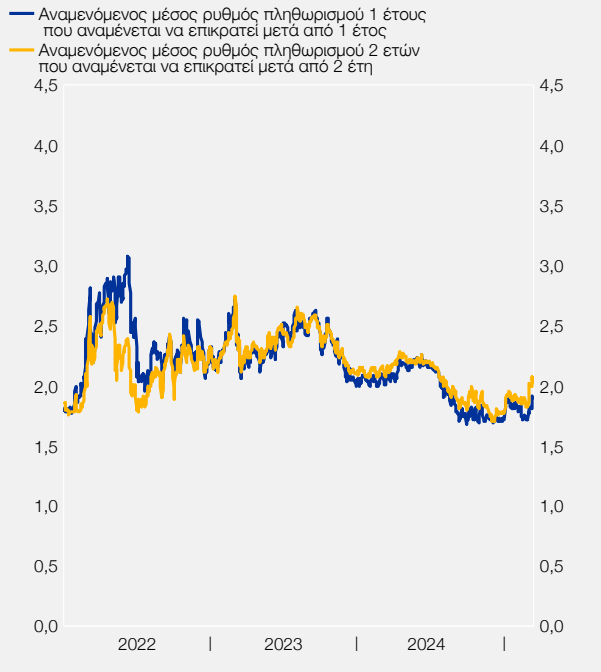
Οι περισσότεροι δείκτες μακροπρόθεσμων πληθωριστικών προσδοκιών λάμβαναν τιμές γύρω στο 2% (βλ. Διαγράμματα III.4 και III.5). Στις αρχές του 2024 το Διοικητικό Συμβούλιο επισήμανε την έντονη αποκλιμάκωση των βραχυπρόθεσμων πληθωριστικών προσδοκιών, ενώ προς τα τέλη του έτους επισημάνθηκε ειδικότερα ότι οι δείκτες του μεσομακροπρόθεσμα αναμενόμενου πληθωρισμού που τεκμαίρονται από τις εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές ακολούθησαν (πτωτική) πορεία σύγκλισης προς το επίπεδο του 2%. Τον Ιανουάριο του 2025 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ σημείωσε την τότε πρόσφατη αντιστροφή της προαναφερθείσας αποκλιμάκωσης των δεικτών αναμενόμενου πληθωρισμού που προκύπτουν από τις χρηματοπιστωτικές αγορές, χωρίς αυτό ωστόσο να σημαίνει ότι η πλειονότητα των δεικτών μακροπρόθεσμα αναμενόμενου πληθωρισμού απέκλινε από το 2%.

Το Δεκέμβριο του 2024 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ διατύπωσε την εκτίμηση ότι ο ρυθμός πληθωρισμού δεν θα μεταβαλλόταν σημαντικά κατά τους εναρκτήριους μήνες του 2025, εν μέρει λόγω του ότι δεν αναμενόταν να επαναληφθούν οι σημαντικές μειώσεις των τιμών της ενέργειας που είχαν καταγραφεί τους προηγούμενους μήνες (δεύτερο εξάμηνο του 2024). Κατόπιν, ο ρυθμός πληθωρισμού προσδοκάτο να προσεγγίσει το στόχο του 2%. Το Διοικητικό

3 Δηλαδή κυρίως κατά το έτος 2022.
4 Το 2021 και το 2022 για τους τελικούς καταναλωτές.

Διάγραμμα III.4 Μεσοπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες στη ζώνη του ευρώ (3 Ιανουαρίου 2022 - 13 Μαρτίου 2025)

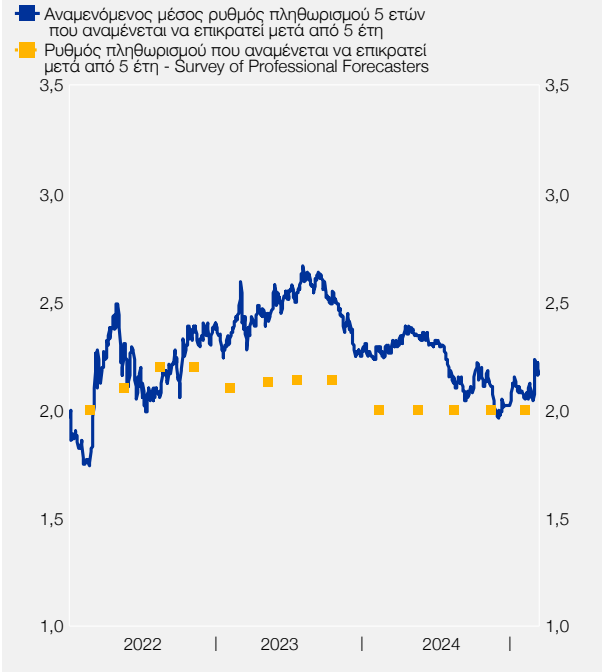
(ποσοστά % ετησίως)



Πηγές: ΕΚΤ και Refinitiv/Reuters Eikon.

Διάγραμμα III.5 Μακροπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες στη ζώνη του ευρώ (3 Ιανουαρίου 2022 - 13 Μαρτίου 2025)

(ποσοστά % ετησίως)



Πηγές: ΕΚΤ και Refinitiv/Reuters Eikon.

Συμβούλιο απέδωσε την προδιαγραφόμενη αποκλιμάκωση του πληθωρισμού στην αναμενόμενη περαιτέρω εξασθένηση των μισθολογικών αυξήσεων και στη συνέχιση μεν της επίδρασης της περιοριστικής κατεύθυνσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, στην εξάλειψη δε πλέον της επιρροής (α) της ενεργειακής κρίσης (2021-2022), (β) των ελλείψεων παραγωγικών εισροών που δημιούργησαν η πανδημία και οι γεωπολιτικές εξελίξεις στο πρόσφατο παρελθόν (2020-2023), αλλά και (γ) της επανεκκίνησης της οικονομίας μετά την προοδευτική αποδρομή της πανδημίας (2022-2023).

Με βάση όμως τις πιο πρόσφατες μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνωμόνων της ΕΚΤ (Μάρτιος 2025), το Διοικητικό Συμβούλιο αναμένει πλέον καταγραφόμενο ρυθμό πληθωρισμού σε ετήσια βάση 2,3% το 2025, 1,9% το 2026 και 2,0% το 2027. Οι αντίστοιχες προβολές για τον πυρήνα του πληθωρισμού είναι 2,2% το 2025, 2,0% το 2026 και 1,9% το 2027 (βλ. Πίνακα III.2).

Όσον αφορά τους ανοδικούς κινδύνους που περιβάλλουν επί του παρόντος τις προοπτικές του πληθωρισμού, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ υπογράμμισε ότι οι τριβές για το διεθνές

Πίνακας III.2 Μακροοικονομικές προβολές για τον πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ

(μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)

	Μάρτιος 2025				Δεκέμβριος 2024				Σεπτέμβριος 2024				Ιούνιος 2024			
	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026
ΕνΔΤΚ	2,4	2,3	1,9	2,0	2,4	2,1	1,9	2,1	5,4	2,5	2,2	1,9	5,4	2,5	2,2	1,9
ΕνΔΤΚ χωρίς ενέργεια και είδη διατροφής	2,8	2,2	2,0	1,9	2,9	2,3	1,9	1,9	4,9	2,9	2,3	2,0	4,9	2,8	2,2	2,0

Πηγή: Μακροοικονομικές προβολές εμπειρογνωμόνων της ΕΚΤ/του Ευρωσυστήματος για τη ζώνη του ευρώ.

εμπόριο εντείνουν την αβεβαιότητα. Το Διοικητικό Συμβούλιο θεωρεί ότι αν σημειωθεί γενική κλιμάκωση των τριβών, είναι πιθανόν να υποτιμηθεί η συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ και το κόστος των εισαγομένων στη ζώνη του ευρώ να διογκωθεί, πράγμα που θα επιβαρύνει τον πληθωρισμό. Δεν πρέπει να παραβλέπεται βέβαια ότι προς την αντίθετη κατεύθυνση θα επιδρούσε στον πληθωρισμό στη Νομισματική Ένωση τυχόν εξασθένηση της ζήτησης για εξαγωγές από τη ζώνη του ευρώ λόγω της επιβολής δασμών ή ανακατεύθυνση προς τη ζώνη του ευρώ προϊόντων εξαγόμενων από χώρες με πλεόνασμα παραγωγικού δυναμικού εφόσον αυτές πληγούν από τους δασμούς. Όσον αφορά τις γεωπολιτικές εντάσεις, το Διοικητικό Συμβούλιο αναγνωρίζει ότι αυτές επηρεάζουν τις αγορές ενέργειας, την εμπιστοσύνη των καταναλωτών και την επενδυτική δραστηριότητα, ωστόσο θεωρεί ότι δεν είναι δυνατόν να προεξοφληθεί η κατεύθυνση αυτής της επίδρασης, κατά πόσον δηλαδή η επίδραση θα είναι αρνητική ή θετική. Το Διοικητικό Συμβούλιο προσέθεσε ότι τα ακραία καιρικά φαινόμενα και γενικότερα η κλιματική κρίση είναι δυνατόν να συντελέσουν σε αύξηση των τιμών των τροφίμων μεγαλύτερη από ό,τι αναμένεται ήδη. Εξάλλου, ο πληθωρισμός μπορεί να διαμορφωθεί υψηλότερα από τα αναμενόμενα επίπεδα αν οι μισθοί ή η κερδοφορία των επιχειρήσεων αυξηθούν περισσότερο από ό,τι ήδη λαμβάνεται υπόψη. Τυχόν άνοδος στις αμυντικές δαπάνες ή στις επενδύσεις για τη δημιουργία υποδομών είναι δυνατόν να οδηγήσει σε επιτάχυνση του πληθωρισμού μέσω διόγκωσης της συνολικής ζήτησης στη Νομισματική Ένωση. Από την άλλη πλευρά, ο πληθωρισμός ενδέχεται να διαμορφωθεί σε χαμηλότερα από τα αναμενόμενα επίπεδα αν η ενιαία νομισματική πολιτική συμβάλει σε μεγαλύτερο περιορισμό της συνολικής ζήτησης από ό,τι ήδη προϋπολογίζεται.

Μετά από διαδοχικά τρίμηνα στασιμότητας στη διάρκεια του 2023, το ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ κατέγραψε αυξήσεις στη διάρκεια του α΄, του β΄ και του γ΄ τριμήνου του 2024 (βλ. Διάγραμμα III.6). Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ εκτιμά ότι ο ρυθμός ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ το δ΄ τρίμηνο ήταν και πάλι θετικός, αλλά μέτριος. Σε διατήρηση χαμηλού ρυθμού ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ συντελεί η εξέλιξη της οικονομικής δραστηριότητας στο μεταποιητικό τομέα, αν και οι πρόσφατες έρευνες πεδίου υποδεικνύουν βελτίωση. Το Διοικητικό Συμβούλιο τόνισε το Μάρτιο του 2025 ότι ο υψηλός βαθμός αβεβαιότητας που επικρατεί τόσο στη Νομισματική Ένωση όσο και παγκοσμίως αποθαρρύνει τις επενδύσεις, ενώ τα υφιστάμενα προβλήματα όσον αφορά τη διεθνή ανταγωνιστικότητα της ζώνης του ευρώ συγκρατούν τις εξαγωγές. Εφόσον όμως δεν χειροτερεύσουν οι τριβές στις διεθνείς εμπορικές σχέσεις, η παγκόσμια ζήτηση θα ενισχυθεί και στο μέτρο τούτο θα στηριχθεί η εξαγωγική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ. Το Διοικητικό Συμβούλιο σημείωσε και πάλι ότι ο τομέας των υπηρεσιών επιδεικνύει ανθεκτικότητα. Επίσης, επισημάνθηκε εκ νέου το Μάρτιο του 2025 ότι η αύξηση των εισοδημάτων των νοικοκυριών την ίδια στιγμή που επικρατούν ευνοϊκές συνθήκες στις αγορές εργασίας θα υποστηρίξει προοδευτική ενίσχυση των καταναλωτικών δαπανών, αν και στη Νομισματική Ένωση η εμπιστοσύνη των καταναλωτών παραμένει εύθραυστη και η ροπή για αποταμίευση υψηλή. Τέλος, το Διοικητικό Συμβούλιο τόνισε το θετικό ρόλο του υπό εξέλιξη περιορισμού του κόστους δανεισμού για την οικονομική ανάπτυξη στη ζώνη του ευρώ.

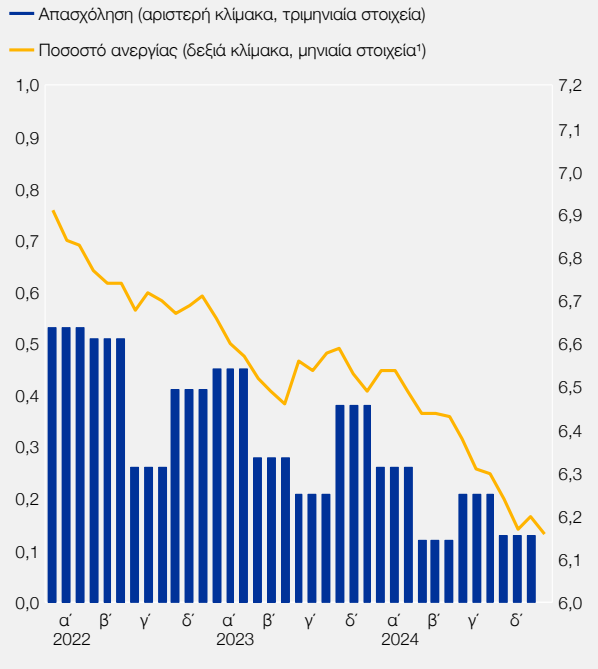
Διάγραμμα III.6 ΑΕΠ και προστιθέμενη αξία σε βασικούς κλάδους στη ζώνη του ευρώ (α΄ τρίμηνο 2022 - δ΄ τρίμηνο 2024)

(ρυθμός μεταβολής έναντι του προηγούμενου τριμήνου)

Πηγές: Eurostat και ΕΚΤ.

Διάγραμμα III.7 Απασχόληση και ποσοστό ανεργίας στη ζώνη του ευρώ (α΄ τρίμηνο 2022 - δ΄ τρίμηνο 2024)

(ρυθμός μεταβολής % έναντι του προηγούμενου τριμήνου και % του εργατικού δυναμικού)



Πηγές: Eurostat και ΕΚΤ.
1 Διαθέσιμα στοιχεία μέχρι και τον Ιανουάριο του 2025.

Το 2024 (όπως εξάλλου και στις αρχές του 2025) οι συνθήκες στις αγορές εργασίας στη Νομισματική Ένωση ήταν ευνοϊκές, καθώς το ποσοστό ανεργίας κυμάνθηκε σε ιστορικώς χαμηλά επίπεδα, ενώ η απασχόληση συνέχισε να επεκτείνεται, αν και με επιβραδυνόμενο ρυθμό (βλ. Διάγραμμα III.7). Οι αναγγελίες κενών θέσεων εργασίας περιορίστηκαν στη διάρκεια του 2024, προσεγγίζοντας τα επίπεδα που καταγράφονταν πριν την πανδημία. Οι πρόσφατες έρευνες πεδίου δείχνουν υποτονική αύξηση της απασχόλησης στις αρχές του 2025.

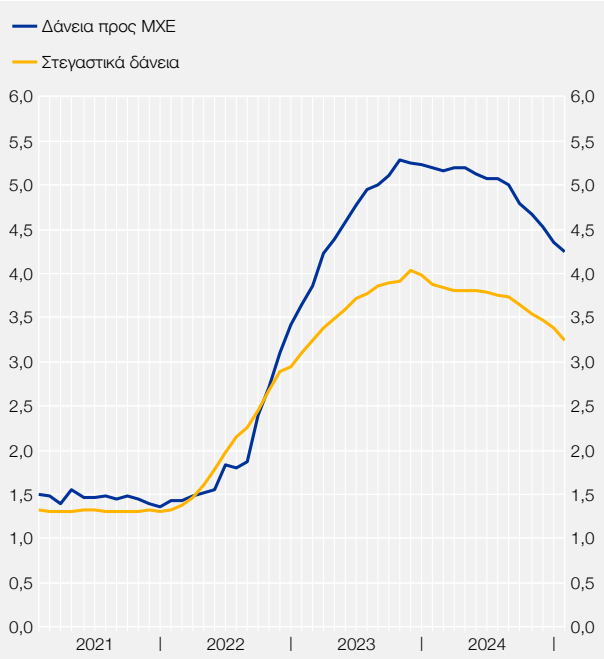
Επανειλημμένως κατά το 2024 και στις αρχές του 2025, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ τόνισε ότι το αναθεωρημένο πλαίσιο οικονομικής διακυβέρνησης που πρόσφατα είχε θεσπιστεί στην Ευρωπαϊκή Ένωση επιβάλλεται να εφαρμοστεί πιστά και χωρίς καθυστέρηση, προκειμένου οι δημοσιονομικές πολιτικές των κρατών-μελών να ενισχύσουν την παραγωγικότητα στην οικονομία και να εξασφαλίσουν μόνιμη μείωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και σταδιακή αποκλιμάκωση του δημόσιου χρέους, το οποίο έχει φθάσει σε υψηλά επίπεδα. Εξάλλου, το Διοικητικό Συμβούλιο υποστήριξε ότι η κρατική πολιτική που ενθαρρύνει την επέκταση του παραγωγικού δυναμικού στη Νομισματική Ένωση με διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις και νέες επενδύσεις, ιδίως στον ενεργειακό τομέα, συντελεί στη συγκράτηση των μεσοπρόθεσμων πληθωριστικών πιέσεων. Το Διοικητικό Συμβούλιο ζήτησε από τις κυβερνήσεις να εφαρμόσουν πλήρως και χωρίς καθυστερήσεις τα επενδυτικά σχέδια και τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που περιλαμβάνει το πρόγραμμα NextGenerationEU, το οποίο προωθεί επίσης την πράσινη μετάβαση και τον ψηφιακό μετασχηματισμό της ευρωπαϊκής οικονομίας. Επιπλέον, το Διοικητικό Συμβούλιο τόνισε ότι είναι σκόπιμο να ενισχυθεί η Ενιαία Αγορά, με στόχο την περαιτέρω προαγωγή της καινοτομίας και των επενδύσεων. Οι εκθέσεις για το μέλλον της ευρωπαϊκής ανταγωνιστικότητας (έκθεση Draghi) και για την ισχυροποίηση της Ενιαίας Αγοράς (έκθεση Letta) που δημοσιοποιήθηκαν εντός του 2024 καταδεικνύουν την αναγκαιότητα των μεταρρυθμίσεων και διατυπώνουν συγκεκριμένες προτάσεις προς αυτή την κατεύθυνση. Το Διοικητικό Συμβούλιο απηύθυνε έκκληση να επιταχυνθεί η πρόοδος προς την ολοκλήρωση της Ένωσης Κεφαλαιαγορών και της Τραπεζικής Ένωσης, μεταξύ άλλων επειδή έτσι θα διευκολυνθεί η τεράστια κινητοποίηση επενδυτικών πόρων που απαιτείται για την πράσινη μετάβαση και τον ψηφιακό μετασχηματισμό. Τέλος, τον Ιανουάριο του 2025 το Διοικητικό Συμβούλιο χαιρέτισε την κατάρτιση της Πυξίδας Ανταγωνιστικότητας εκ μέρους της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και το συγκεκριμένο πρόγραμμα δράσης το οποίο ενσωματώνει, ενώ το Μάρτιο του 2025 αναγνώρισε ότι πρέπει να δοθεί προτεραιότητα στις στρατηγικές δημόσιες επενδύσεις.

Στις συνεδριάσεις του κατά το 2024, η ανάλυση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ επικεντρώθηκε στις εξής νομισματοπιστωτικές εξελίξεις:

Πρώτον, τόσο τα επιτόκια των επιχειρηματικών δανείων όσο και τα επιτόκια των στεγαστικών δανείων, παρά τις όποιες διακυμάνσεις, ακολούθησαν κατά βάση καθοδική πορεία (βλ. Διάγραμμα III.8).

Διάγραμμα III.8 Δείκτης κόστους δανεισμού προς επιχειρήσεις και νοικοκυριά στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2021 - Ιανουάριος 2025)

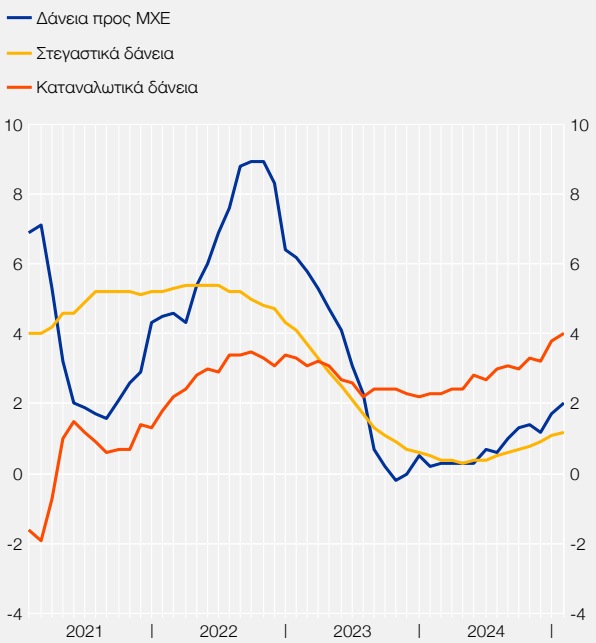
(ποσοστό % ετησίως)



Πηγή: ΕΚΤ.
Σημείωση: Ο δείκτης καταρτίζεται από την ΕΚΤ για τα στεγαστικά δάνεια των νοικοκυριών και για τα δάνεια προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (ΜΧΕ). Υπολογίζεται με βάση το σταθμισμένο μέσο όρο των επιτοκίων στα νέα βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα δάνεια αυτών των κατηγοριών, με ορισμένες προσαρμογές που βελτιώνουν τη συγκρισιμότητα του κόστους δανεισμού μεταξύ των κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ.

Διάγραμμα III.9 Δάνεια προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά στη ζώνη του ευρώ[1] (Ιανουάριος 2021 - Ιανουάριος 2025)

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)



Πηγή: ΕΚΤ.
1 Ο ρυθμός μεταβολής της χρηματοδότησης προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά έχει προσαρμοστεί για τα δάνεια που έχουν τιτλοποιηθεί ή μεταβιβαστεί, καθώς και για τις θέσεις που προκύπτουν από τη διευκόλυνση συγκέντρωσης ρευστών διαθεσίμων σε επίπεδο ομίλων επιχειρήσεων (notional cash pooling) που παρέχουν τα ΝΧΙ σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ.

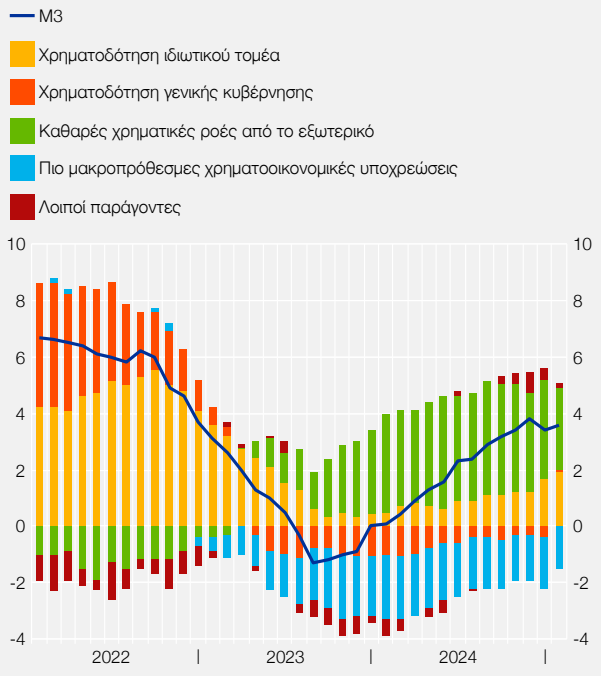
Δεύτερον, ο ρυθμός πιστωτικής επέκτασης τόσο προς τις επιχειρήσεις όσο και προς τα νοικοκυριά έβαινε προοδευτικά ενισχυόμενος (βλ. Διάγραμμα III.9). Οι τάσεις αυτές συνεχίστηκαν και στις αρχές του 2025.

Τρίτον, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ σημείωσε την επιτάχυνση, από πολύ χαμηλά επίπεδα, του ρυθμού μεταβολής της προσφοράς χρήματος με την ευρεία έννοια (Μ3, βλ. Διάγραμμα III.10). Τέλος, επισημάνθηκε ότι οι συνθήκες χρηματοδότησης στη ζώνη του ευρώ παρέμεναν περιοριστικές, χωρίς να παραβλέπεται η γενική υποχώρηση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων στην αγορά χρήματος και προς τα τέλη του 2024 και άλλων αγοραίων επιτοκίων λόγω της εκλαμβανόμενης χειροτέρευσης των οικονομικών προοπτικών στη Νομισματική Ένωση. Αντίθετα, τον Ιανουάριο του 2025 το Διοικητικό Συμβούλιο σημείωσε την αύξηση των αγοραίων επιτοκίων που συσχετιζόταν με ανάλογες εξελίξεις στις παγκόσμιες αγορές κεφαλαίων, ενώ στις αρχές Μαρτίου του 2025 επισήμανε ότι η εν λόγω αυξητική τάση των αποδόσεων υποστηριζόταν πια από την αναθεώρηση των προοπτικών για τη δημοσιονομική πολιτική στη ζώνη του ευρώ.

Στα μέσα καθώς και στα τέλη του 2024, όπως επιτάσσει η στρατηγική της νομισματικής πολιτικής, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ προέβη σε διεξοδική ανάλυση των αλληλεπιδράσεων μεταξύ νομισματικής πολιτικής και χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Σύμφωνα με την ανάλυση αυτή, οι τράπεζες στη ζώνη του ευρώ εξακολούθησαν να είναι ανθεκτικές. Εντούτοις, το Διοικητικό Συμβούλιο θεώρησε ότι οι κίνδυνοι για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα παρέμεναν οξυμένοι. Υπογραμμίστηκε ότι η βελτίωση των οικονομικών προοπτικών στηρίζει τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, ενώ αντίθετα η όξυνση των γεωπολιτικών εντάσεων επιδρά δυσμενώς. Ήδη όμως από τις αρχές του 2024, το Διοικητικό Συμβούλιο σημείωσε ότι ενδέχεται να προκύψουν αρνητικά αποτελέσματα για την ευρύτερη οικονομία σε περίπτωση που υπάρξει απροσδόκητη επιδείνωση

Διάγραμμα III.10 Παράγοντες που συμβάλλουν στη μεταβολή του νομισματικού μεγέθους M3 στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2022 - Ιανουάριος 2025)

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής % για το M3, συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες για τους παράγοντες)



Πηγή: ΕΚΤ.

των συνθηκών χρηματοδότησης διεθνώς και συνακόλουθη πτώση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων. Το Διοικητικό Συμβούλιο τόνισε ότι η μακροπροληπτική πολιτική συνιστά την πρώτη γραμμή άμυνας έναντι της ανάπτυξης ευπαθειών στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Υπενθυμίστηκε ότι τα μακροπροληπτικά μέτρα που έχουν ήδη υιοθετηθεί ή πρόκειται να τεθούν σε ισχύ προάγουν την ανθεκτικότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος και δημιουργούν περιθώρια ασφαλείας.

Αποφάσεις νομισματικής πολιτικής

Όπως είχε αποφασίσει το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ, κατά το πρώτο εξάμηνο του 2024 συνέχισε να επανεπενδύεται ολόκληρο το προϊόν της εξόφλησης των τίτλων που είχαν ήδη αποκτηθεί από το Ευρωσύστημα μέσω του προγράμματος αγοράς τίτλων PEPP, το οποίο θεσμοθετήθηκε με την έναρξη της πανδημίας. Ακολούθως, κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2024 το ύψος του χαρτοφυλακίου των εν λόγω χρεογράφων αφέθηκε να ελαττώνεται κατά 7,5 δισεκ. ευρώ κατά μέσο όρο ανά μήνα. Στο τέλος του 2024 οι εν λόγω επανεπενδύσεις έπαυσαν.

Το Μάρτιο του 2024 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε ότι ήταν αναγκαίο να αναπροσαρμοστεί το λειτουργικό πλαίσιο άσκησης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής με δεδομένη την εξομάλυνση του ισολογισμού του Ευρωσυστήματος. Το Διοικητικό Συμβούλιο έθεσε τις θεμελιώδεις αρχές αλλά και τις βασικές παραμέτρους όσον αφορά την εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής και την παροχή ρευστότητας από την κεντρική τράπεζα στο τραπεζικό σύστημα, υπό συνθήκες σταδιακής αποκλιμάκωσης της υπερβάλλουσας ρευστότητας από πολύ υψηλά επίπεδα. Το επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων του Ευρωσυστήματος αναγνωρίστηκε ως το βασικό επιτόκιο που προσδιορίζει την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής. Το περιθώριο μεταξύ του επιτοκίου στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης και του επιτοκίου στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων τέθηκε από τις 18.9.2024 και εξής σε 15 μονάδες βάσης (έναντι 50 μονάδων βάσης πριν από την αναπροσαρμογή του λειτουργικού πλαισίου). Αντίστοιχα, σε 25 μονάδες βάσης καθορίστηκε το περιθώριο μεταξύ του επιτοκίου στην πάγια διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης και του επιτοκίου στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης (αμετάβλητο σε σχέση με το προηγούμενο λειτουργικό πλαίσιο).

Η πολιτική επιτοκίων του Ευρωσυστήματος βασίστηκε σε μεγάλο εύρος διαθέσιμων οικονομικών στοιχείων και πληροφοριών. Κατ' αρχήν, η εν λόγω πολιτική είχε ως ορίζοντα το διάστημα μεταξύ διαδοχικών συνεδριάσεων του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ, καθώς σε κάθε συνεδρίασή του για λήψη απόφασης σχετικά με τα επιτόκια πολιτικής, το Διοικητικό Συμβούλιο προέβαινε σε επαναξιολόγηση των συνθηκών στην οικονομία της Νομισματικής Ένωσης. Μάλιστα, το Μάρτιο του 2025 το Διοικητικό Συμβούλιο υπογράμμισε τη σκοπιμότητα αυτής της τακτικής επαναξιολόγησης υπό τις συνθήκες εντεινόμενης αβεβαιότητας που επικρατούν.

Καθ' όλο το 2024 και στις αρχές του 2025, το Διοικητικό Συμβούλιο διευκρίνιζε ότι διαμορφώνει εκτίμηση για την ένταση και τη χρονική διάρκεια της περιοριστικής νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ με γνώμονα (α) τις προοπτικές του πληθωρισμού, (β) τη δυναμική του υποκεί-

μενου πληθωρισμού και (γ) την έκταση στην οποία μπορεί να εξακριβωθεί ότι η επίδραση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής μεταδίδεται στην πραγματική οικονομία της ζώνης του ευρώ.

Μετά το Σεπτέμβριο του 2023 και μέχρι τις αρχές Ιουνίου του 2024, τα βασικά επιτόκια του Ευρωσυστήματος δεν αυξήθηκαν, υπό το φως της επιβράδυνσης του πληθωρισμού καθώς επίσης και των περισσότερων δεικτών υποκείμενου πληθωρισμού. Επανειλημμένως υπογραμμίστηκε ότι η επίδραση από τις προηγηθείσες αυξήσεις των βασικών επιτοκίων δεν είχε εξανεμιστεί, αλλά εξακολουθούσε. Το Διοικητικό Συμβούλιο υπενθύμισε πολλές φορές ότι η διαμόρφωση των βασικών επιτοκίων σε επίπεδα που υλοποιούν περιοριστική νομισματική πολιτική έχει ως αποτέλεσμα, με χρονική υστέρηση, υποχώρηση των πληθωριστικών πιέσεων, επειδή αποδυναμώνει τη συνολική ζήτηση και διατηρεί τις πληθωριστικές προσδοκίες σταθερές στο κατάλληλο επίπεδο.

Στις αρχές του 2024 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ είχε διαβεβαιώσει ότι τα εν λόγω επιτόκια πολιτικής θα διατηρούνταν για ικανό χρονικό διάστημα σε επίπεδα τα οποία θα ήταν επαρκώς περιοριστικά ώστε ο πληθωρισμός να επιστρέψει γρήγορα στο στόχο του 2%. Τον Απρίλιο του 2024 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ανακοίνωσε ότι τα βασικά επιτόκια είχαν φθάσει σε επίπεδα τα οποία, αν διατηρούνταν επί μακρό χρονικό διάστημα, θα συνέβαλαν αποφασιστικά στην έγκαιρη επιστροφή του πληθωρισμού στο στόχο. Επιπλέον, το Διοικητικό Συμβούλιο υποστήριξε ότι, στο μέτρο που θα ενισχυόταν η πεποίθησή του αφενός ότι ο πληθωρισμός συνέκλινε προς το στόχο και αφετέρου ότι η σύγκλιση αυτή δεν θα ήταν προσωρινή αλλά θα είχε διάρκεια, θα ήταν σκόπιμο να μετριαστεί ο βαθμός περιορισμού της νομισματικής πολιτικής τον οποίο επιδιώκει το Ευρωσύστημα. Από τη συνεδρίαση αυτή και μετά, το Διοικητικό Συμβούλιο υπογραμμίζει ότι δεν είναι δυνατόν να δεσμευθεί ως προς τη μελλοντική πορεία των βασικών επιτοκίων.

Έτσι, τον Ιούνιο του 2024 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ μείωσε τα βασικά επιτόκια κατά 25 μονάδες βάσης. Κρίθηκε ότι είχε φθάσει πλέον η κατάλληλη στιγμή να ελαττωθεί ο βαθμός περιορισμού της νομισματικής πολιτικής, καθώς σε σύγκριση με το Σεπτέμβριο του 2023 (χρονική στιγμή μετά από την οποία, όπως προαναφέρθηκε, τα επιτόκια πολιτικής δεν είχαν μεταβληθεί) ο ρυθμός πληθωρισμού είχε επιβραδυνθεί πάνω από 2,5 ποσοστιαίες μονάδες και οι προοπτικές για το μέγεθος αυτό είχαν βελτιωθεί σημαντικά. Ο υποκείμενος πληθωρισμός είχε επίσης υποχωρήσει και οι πληθωριστικές προσδοκίες – ανεξαρτήτως του χρονικού ορίζοντα στον οποίον αναφέρονται – είχαν αναθεωρηθεί προς τα κάτω. Εξάλλου, υπογραμμίστηκε ότι λόγω της αυστηρής κατεύθυνσης την οποία είχε ακολουθήσει η ενιαία νομισματική πολιτική, οι συνθήκες χρηματοδότησης παρέμεναν περιοριστικές, δηλαδή οι προηγηθείσες αυξήσεις των βασικών επιτοκίων είχαν μετακυλιστεί στο κόστος χρηματοδότησης της πραγματικής οικονομίας στη ζώνη του ευρώ.

Το Σεπτέμβριο του 2024 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε να μειώσει εκ νέου το επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων του Ευρωσυστήματος κατά 25 μονάδες βάσης.[5] Κρίθηκε, σύμφωνα με την τότε πιο πρόσφατη αξιολόγηση των προοπτικών του πληθωρισμού, η οποία επιβεβαίωσε ότι ο στόχος του 2% θα επιτευχθεί εντός του 2025, ότι ήταν ορθό το Διοικητικό Συμβούλιο να προχωρήσει σε αυτό το δεύτερο βήμα μετριασμού της περιοριστικής νομισματικής πολιτικής.

Από την άλλη πλευρά, το Διοικητικό Συμβούλιο δεν έπαυσε να τονίζει (το Σεπτέμβριο του 2024 όπως και τους επόμενους μήνες) ότι οι εγχώριες πληθωριστικές πιέσεις παρέμεναν υψηλές. Οι μισθοί εξακολουθούσαν να αυξάνονται ταχέως (αν και με ρυθμό που εξασθενούσε πλέον) σε μια προσπάθεια να αντισταθμιστούν οι συνέπειες της ανόδου του τιμαρίθμου για την αγοραστική δύναμη των νοικοκυριών. Δεδομένης της κατανομής των μισθολογικών συμφωνιών στο χρόνο και της σημασίας των εφάπαξ πληρωμών προς τους εργαζομένους, το κόστος εργασίας ανα-

5 Επειδή παράλληλα μεταβλήθηκε το περιθώριο μεταξύ του επιτοκίου στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης και του επιτοκίου στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων, η μείωση του επιτοκίου στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης (όπως και στην πάγια διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης) ήταν 60 μονάδες βάσης.

μενόταν να παρουσιάσει μεταβλητότητα μέχρι το τέλος του 2024. Πάντως, ο ρυθμός ανόδου του κόστους εργασίας αναμενόταν να μετριαστεί τελικά.

Τον Οκτώβριο του 2024 το επιτόκιο της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων μειώθηκε εκ νέου κατά 25 μονάδες βάσης (και αυτό συμπαρέσυρε και τα υπόλοιπα βασικά επιτόκια σε μείωση κατά 25 μονάδες βάσης). Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ τόνισε ιδιαιτέρως το ρόλο που έπαιξε στην απόφαση για μείωση των επιτοκίων το γεγονός ότι η διαδικασία αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού προχωρούσε ομαλά, ενώ οι προοπτικές του πληθωρισμού είχαν επηρεαστεί θετικά (α) από τις ενδείξεις που συγκεντρώνονταν για εξασθένηση της οικονομικής δραστηριότητας, καθώς επίσης και (β) από το γεγονός ότι οι συνθήκες χρηματοδότησης δεν είχαν παύσει να είναι περιοριστικές.

Το Δεκέμβριο του 2024 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ μείωσε και πάλι κατά 25 μονάδες βάσης το επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων του Ευρωσυστήματος όπως και τα λοιπά βασικά επιτόκια. Το Διοικητικό Συμβούλιο επανεπιβεβαίωσε ότι η διαδικασία αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού σημείωνε ομαλή πρόοδο και ότι η πλειονότητα των δεικτών υποκείμενου πληθωρισμού υποδήλωνε σταθεροποίηση του καταγραφόμενου πληθωρισμού περί το μεσοπρόθεσμο στόχο του 2%, η οποία εκτιμάται ότι δεν θα είναι παροδική αλλά θα έχει διάρκεια. Ο εγχώριος πληθωρισμός είχε συγκρατηθεί, εντούτοις παρέμενε σε υψηλά επίπεδα επειδή τόσο οι μισθοί όσο και οι τιμές σε ορισμένους τομείς της οικονομίας εξακολουθούσαν να επηρεάζονται από την επιτάχυνση του πληθωρισμού κατά τα προηγούμενα έτη. Το Διοικητικό Συμβούλιο επίσης σημείωσε ότι οι συνθήκες χρηματοδότησης καθίσταντο προοδευτικά χαλαρότερες, καθώς η μείωση των επιτοκίων πολιτικής κατά τους προηγούμενους μήνες είχε μεταφραστεί σε αποκλιμάκωση του κόστους δανεισμού των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών. Παρά ταύτα, οι συνθήκες χρηματοδότησης θεωρούνταν ακόμη περιοριστικές, καθώς το κόστος εξυπηρέτησης των υφιστάμενων δανείων εξακολουθούσε να αντανακλά τις προηγηθείσες αυξήσεις των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ.

Στα τέλη Ιανουαρίου του 2025 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ μείωσε εκ νέου τα βασικά επιτόκια κατά 25 μονάδες βάσης, καθώς έκρινε ότι η διαδικασία αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού προχωρούσε όπως αναμενόταν, ο ρυθμός καταγραφόμενου πληθωρισμού εξελισσόταν σύμφωνα με τις προβλέψεις της ΕΚΤ και προσδοκάτο να συγκλίνει στο στόχο εντός του 2025, ενώ οι περισσότεροι δείκτες υποκείμενου πληθωρισμού υποδείκνυαν ότι η σύγκλιση αυτή δεν θα είναι παροδική. Το Διοικητικό Συμβούλιο σημείωσε ότι οι πρόσφατες μειώσεις των επιτοκίων πολιτικής έχουν συμβάλει σε περιορισμό του κόστους δανεισμού για τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά. Εντούτοις, οι συνθήκες χρηματοδότησης στη Νομισματική Ένωση παραμένουν περιοριστικές, εν μέρει διότι κάποια δάνεια τα οποία έληξαν έχουν ανανεωθεί με επιτόκια υψηλότερα από αυτά που επιβαρύνονταν πριν την εν λόγω λήξη. Το Διοικητικό Συμβούλιο υπογράμμισε ότι είναι αποφασισμένο να εξασφαλίσει σταθεροποίηση σε διατηρήσιμη βάση του ρυθμού πληθωρισμού στο στόχο του 2%.

Στις αρχές Μαρτίου του 2025 τα βασικά επιτόκια μειώθηκαν περαιτέρω κατά 25 μονάδες βάσης. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ σημείωσε ότι ο πληθωρισμός εξελίχθηκε ακριβώς όπως αναμενόταν και ότι οι τελευταίες μακροοικονομικές προβολές που του υπέβαλαν οι υπηρεσίες της ΕΚΤ (δηλ. αυτές του Μαρτίου) ευθυγραμμίζονταν με την αξιολόγηση των προοπτικών του πληθωρισμού την οποία είχε πραγματοποιήσει κατά το πρόσφατο παρελθόν. Το Διοικητικό Συμβούλιο τόνισε ότι οι περισσότεροι δείκτες υποκείμενου πληθωρισμού υποδηλώνουν ότι ο πληθωρισμός πρόκειται να σταθεροποιηθεί σε διατηρήσιμη βάση γύρω από το μεσοπρόθεσμο στόχο του 2%. Υπογραμμίστηκε εκ νέου ότι ο εγχώριος πληθωρισμός παραμένει υψηλός κυρίως επειδή οι μισθοί και οι τιμές σε ορισμένους τομείς οικονομικής δραστηριότητας προσαρμόζονται με σημαντική καθυστέρηση στην παρελθούσα επιτάχυνση του πληθωρισμού. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ κρίνει ότι η ενιαία νομισματική πολιτική καθίσταται λιγότερο περιοριστική πλέον. Η εκτίμηση αυτή είναι συνεπής με το ότι το κόστος του νέου δανεισμού για τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά αποκλιμακώνεται και η πιστωτική επέκταση ενισχύεται. Από την άλλη πλευρά,

μερίδιο του αποθέματος των πιστώσεων επηρεάζεται ακόμη από τις προγενέστερες αυξήσεις των επιτοκίων, ενώ η πιστωτική επέκταση παραμένει συγκρατημένη.

Τέλος, όπως και κατά τα προηγούμενα έτη, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ υπενθύμισε επανειλημμένως το 2024 και στις αρχές του 2025 ότι είναι διατεθειμένο να αναπροσαρμόσει όλα τα μέσα νομισματικής πολιτικής που προβλέπονται από το καταστατικό της ΕΚΤ, προκειμένου να εξασφαλίσει την επιστροφή του πληθωρισμού μεσοπρόθεσμα στο στόχο ή να υποστηρίξει την αποτελεσματική λειτουργία του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής.

Το 2024 η ΕΚΤ κατέγραψε ζημίες στον ισολογισμό της για δεύτερο συνεχές έτος, οι οποίες επηρεάζουν αρνητικά τη διανομή κερδών προς τις εθνικές κεντρικές τράπεζες της ζώνης του ευρώ και αναμένεται να καλυφθούν από μελλοντικά κέρδη. Οι ζημίες συνδέονται με τα μέτρα νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος,[6] τα οποία ήταν απαραίτητα προκειμένου να εκπληρώσει την πρωταρχική του αποστολή για τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών. Η αξιοπιστία των κεντρικών τραπεζών καθορίζεται κυρίως από την ικανότητά τους να εκπληρώνουν τον πρωταρχικό τους σκοπό και να συμβάλλουν στη μακροοικονομική και χρηματοπιστωτική σταθερότητα, ενώ τυχόν ζημίες προσωρινού χαρακτήρα δεν εμποδίζουν την εκπλήρωση της αποστολής τους.

3 Η ΑΓΟΡΑ ΧΡΗΜΑΤΟΣ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

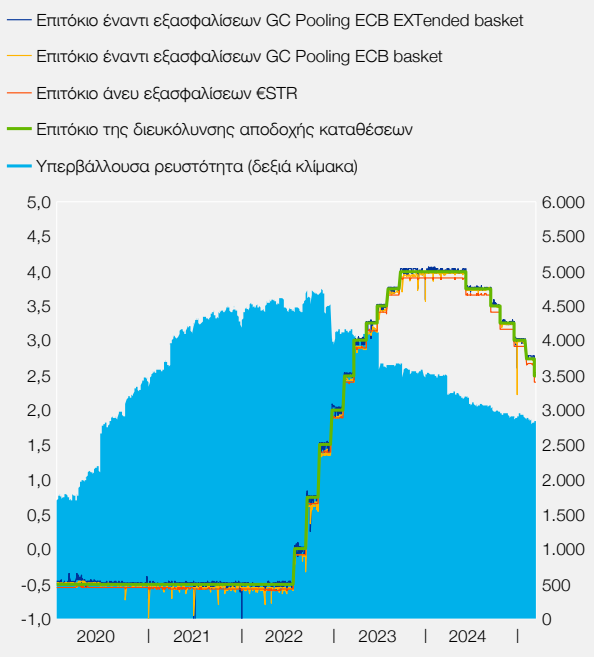
Η υπερβάλλουσα ρευστότητα[7] στο τραπεζικό σύστημα συνέχισε να υποχωρεί το 2024, αν και γενικά διατηρήθηκε σε υψηλά επίπεδα (βλ. Διάγραμμα III.11). Η υποχώρηση οφείλεται κυρίως στην αποπληρωμή του συνόλου της ρευστότητας που είχε αντληθεί μέσω της τρίτης σειράς στοχευμένων πράξεων TLTRO III, αλλά και στην περαιτέρω μείωση του χαρτοφυλακίου χρεογράφων που είχε αποκτήσει το Ευρωσύστημα στο πλαίσιο των προγραμμάτων αγοράς λόγω λήξης διακρατούμενων τίτλων.[8]

Τη μεγαλύτερη συμβολή στην υποχώρηση των τίτλων που διακρατεί το Ευρωσύστημα είχε η συρρίκνωση του χαρτοφυλακίου τίτλων του APP. Η αξία των τίτλων που είχαν αποκτηθεί μέσω του προγράμματος αυτού διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο σε 2.760 δισεκ. ευρώ περίπου το δεύτερο εξάμηνο του 2024, από 3.170 δισεκ. ευρώ το προηγούμενο έτος.

Το μερίδιο των προγραμμάτων αγοράς τίτλων (PEPP και APP) στη συνολική ρευστότητα που έχει χορηγηθεί προς τους αντισυμβαλλομένους του Ευρωσυστήματος κυμάνθηκε σε 99% κατά μέσο όρο το δεύτερο εξάμηνο του 2024, έναντι

Διάγραμμα III.11 Επιτόκιο στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων, επιτόκια στην αγορά χρήματος και υπερβάλλουσα ρευστότητα στη ζώνη του ευρώ (2 Ιανουαρίου 2020 - 13 Μαρτίου 2025)

(ποσοστά % ετησίως και δισεκ. ευρώ, ημερήσια στοιχεία)



Πηγές: ΕΚΤ, Eurex Repo και Refinitiv/Reuters Eikon.

6 Βλ. υποσημείωση 2.

7 Ως υπερβάλλουσα ρευστότητα ορίζεται το άθροισμα των καταθέσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων στους τρεχούμενους λογαριασμούς του Ευρωσυστήματος καθώς και εκείνων στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων, μείον τα ελάχιστα υποχρεωτικά διαθέσιμα και την πάγια διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης.

8 Σημειώνεται ότι οι επανεπενδύσεις στο πλαίσιο του προγράμματος APP είχαν διακοπεί ήδη από τον Ιούλιο του 2023, ενώ οι επανεπενδύσεις στο πλαίσιο του PEPP διακόπηκαν μετά το τέλος του 2024.

85% κατά το 2023. Το εναπομένον μερίδιο στη συνολική ρευστότητα αφορούσε τις πράξεις αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος (TLTRO III, LTRO και MRO) και η υποχώρησή του μέσα στο έτος αντανακλά, όπως προαναφέρθηκε, την αποπληρωμή όλης της ρευστότητας που είχε αντληθεί μέσω των πράξεων TLTRO III, που στα τέλη του 2023 ανερχόταν σε 400 δισεκ. ευρώ. Η ρευστότητα που αντλήθηκε μέσω των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης (MRO) και των πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης διάρκειας τριών μηνών (3-month LTRO) αυξήθηκε κατά διαστήματα στη διάρκεια του 2024 αμέσως μετά τις ημερομηνίες αποπληρωμής των TLTRO III και κατά το τελευταίο τρίμηνο του έτους.

Τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια στην αγορά χρήματος ακολούθησαν τις μειώσεις των επιτοκίων πολιτικής της ΕΚΤ (βλ. Διάγραμμα III.11). Η ανοδική τάση των επιτοκίων στην αγορά συμφωνιών επαναγοράς (repos) σε σχέση με το επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων του Ευρωσυστήματος (DFR) έφερε τα εν λόγω επιτόκια αρκετά πλησιέστερα στο επιτόκιο αυτό συγκριτικά με το διάστημα από το 2020 και μετά. Αντίθετα, στην αγορά άνευ εξασφαλίσεων η διαφορά μεταξύ του DFR και του €STR παρέμεινε σχετικά σταθερή σε 9 μονάδες βάσης (2023: 10 μονάδες βάσης). Ειδικότερα, το επιτόκιο για τοποθετήσεις έναντι τυποποιημένων ομάδων εξασφαλίσεων GC Pooling ECB διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο το δεύτερο εξάμηνο του 2024 σε 3,48%, έναντι 3,95% το πρώτο εξάμηνο του έτους (2023: 3,22%), ενώ στην αγορά άνευ εξασφαλίσεων το €STR διαμορφώθηκε σε 3,42% το δεύτερο εξάμηνο του 2024 και 3,88% το πρώτο εξάμηνο (2023: 3,21%).

IV ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

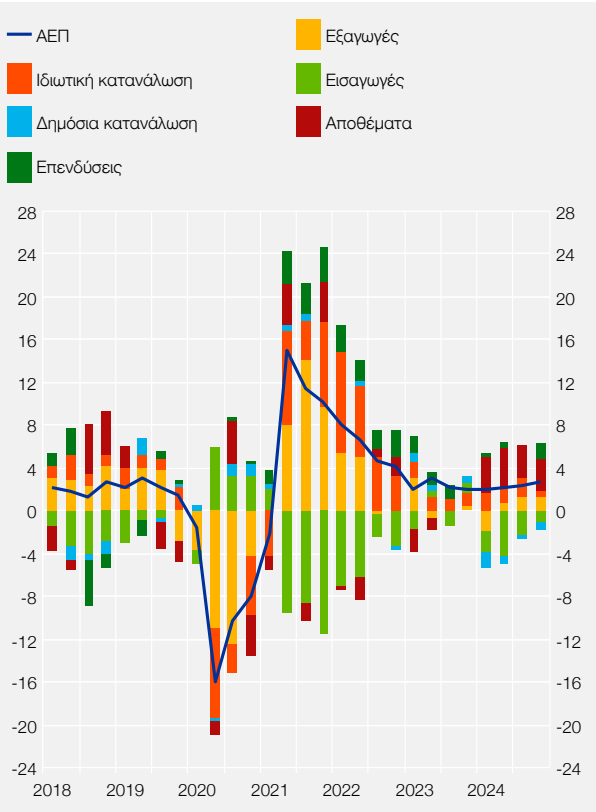
Η ελληνική οικονομία αναπτύχθηκε με ικανοποιητικό ρυθμό το 2024, σημαντικά υψηλότερο από τον αντίστοιχο της ευρωζώνης. Στην αύξηση του ΑΕΠ – κατά 2,3% το 2024 σε σύγκριση με το 2023 – συνέβαλαν κυρίως η ιδιωτική κατανάλωση, οι εξαγωγές υπηρεσιών και οι επενδύσεις, ενώ η συμβολή των εξαγωγών αγαθών ήταν αρνητική. Η δραστηριότητα στη βιομηχανία, στις κατασκευές και στις υπηρεσίες παρέμεινε σε θετικό έδαφος, αν και κάποιοι δείκτες οικονομικής δραστηριότητας παρουσίασαν διακυμάνσεις ή ελαφρά υποχώρηση. Οι προσδοκίες των επιχειρήσεων παρέμειναν υψηλές, σε αντίθεση με την εμπιστοσύνη των καταναλωτών που σταθεροποιήθηκε σε χαμηλά επίπεδα.

Ο γενικός πληθωρισμός επιβραδύνθηκε και στη διάρκεια του 2024, αλλά η εμμονή του πληθωρισμού των υπηρεσιών εμπόδισε την περαιτέρω αποκλιμάκωσή του. Στην αγορά εργασίας η απασχόληση κατέγραψε και το 2024 θετικούς ρυθμούς μεταβολής, η ανεργία υποχώρησε περαιτέρω σε 10,1% και οι κενές θέσεις εργασίας συνέχισαν να αυξάνονται.

Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών επιδεινώθηκε το 2024 σε σχέση με το 2023, λόγω της επιδείνωσης του ισοζυγίου αγαθών και, σε μικρότερο βαθμό, του ισοζυγίου πρωτογενών εισοδημάτων, η οποία αντισταθμίστηκε μόνο μερικώς από την αύξηση του πλεονάσματος των ισοζυγίων υπηρεσιών και δευτερογενών εισοδημάτων.

Διάγραμμα IV.1 Συμβολές στην ετήσια μεταβολή του ΑΕΠ από την πλευρά της ζήτησης (α΄ τρίμηνο 2018 - δ΄ τρίμηνο 2024)

(συμβολές σε ποσοστιαίες μονάδες)



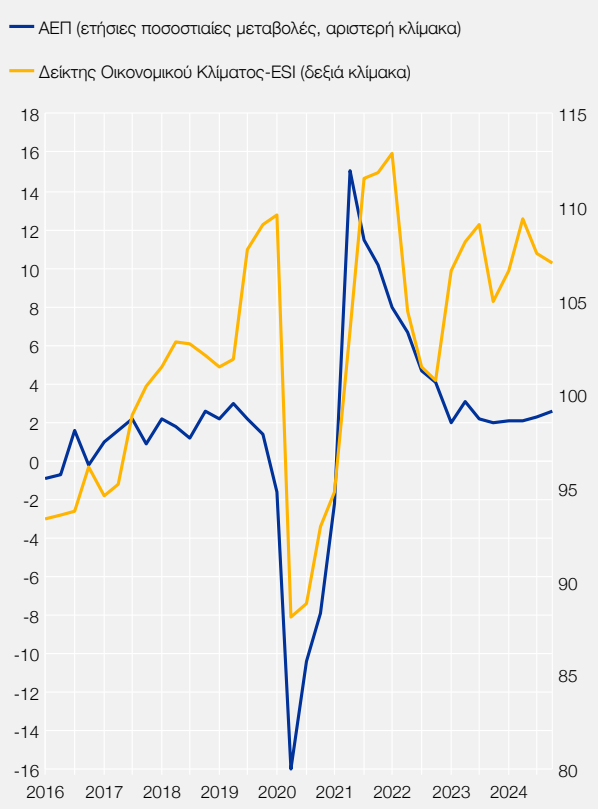
Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ.
Σημείωση: Τα στοιχεία των συνιστωσών του ΑΕΠ αναφέρονται σε σταθερές τιμές του έτους 2020 και είναι εποχικώς διορθωμένα.

Εν μέσω ιδιαιτέρα αυξημένης διεθνούς αβεβαιότητας, εμπορικού προστατευτισμού και γεωπολιτικών ανακατατάξεων, η διατήρηση ικανοποιητικού ρυθμού ανάπτυξης βασισμένου σε ένα βιώσιμο παραγωγικό υπόδειγμα αποτελεί τη σημαντικότερη πρόκληση για την ελληνική οικονομία. Στην κατεύθυνση αυτή εκτιμάται ότι θα συμβάλουν η ενίσχυση των μεταρρυθμίσεων σε κρίσιμους τομείς, η ταχύτερη υλοποίηση των δράσεων του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, ιδιαίτερα σε υποδομές για την πράσινη μετάβαση και την αντιμετώπιση του κόστους της κλιματικής κρίσης, αλλά και η περαιτέρω διεύρυνση της εξωστρέφειας της οικονομίας.

Η ελληνική οικονομία προβλέπεται ότι θα αναπτυχθεί με ρυθμό 2,3% το 2025 και 2,1% το 2026, ενώ ο πληθωρισμός θα διαμορφωθεί σε 2,9% και 2,3% αντίστοιχα. Οι κίνδυνοι που περιβάλλουν την πρόβλεψη για το ΑΕΠ παραμένουν καθοδικοί και συνδέονται κυρίως με την έκταση των συνεπειών από την επιβολή μέτρων εμπορικού προστατευτισμού σε ευρωπαϊκό και διεθνές επίπεδο, με δυσμενέστερες γεωπολιτικές εξελίξεις και τις επιπτώσεις τους στην ευρωπαϊκή οικονομία, με τη στενότητα στην αγορά εργασίας και ενδεχόμενες μισθολογικές πιέσεις, καθώς και με την εκδήλωση καταστροφικών φαινομένων που απορρέουν κυρίως από την κλιματική κρίση.

1 ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ[1]

Διάγραμμα IV.2 ΑΕΠ και Δείκτης Οικονομικού Κλίματος-ESI[1]
(α΄ τρίμηνο 2016 - δ΄ τρίμηνο 2024)



Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ και Ευρωπαϊκή Επιτροπή/ΙΟΒΕ.
1 Μέσος όρος για κυλιόμενο διάστημα 3 μηνών.

Η οικονομική δραστηριότητα αναπτύχθηκε με ρυθμό 2,3% το 2024, υπερβαίνοντας σημαντικά το ρυθμό ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ (0,9%). Βασικές συνιστώσες της ανάπτυξης ήταν η ιδιωτική κατανάλωση, ο ακαθάριστος σχηματισμός πάγιου κεφαλαίου και οι εξαγωγές υπηρεσιών. Αντίθετα, η συνολική συμβολή του εξωτερικού τομέα ήταν αρνητική, επειδή υστέρησαν οι εξαγωγές αγαθών, οι οποίες επηρεάστηκαν από την επιδείνωση του διεθνούς περιβάλλοντος, ενώ παράλληλα οι εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών κατέγραψαν σημαντική άνοδο. Επιπλέον, η μείωση της δημόσιας κατανάλωσης είχε αρνητική συμβολή στη διαμόρφωση του ΑΕΠ (βλ. Διάγραμμα IV.1 και Πίνακα IV.1).

Στη διάρκεια του 2024 οι δείκτες δραστηριότητας στη βιομηχανία, στις κατασκευές και στις υπηρεσίες κατέγραψαν θετικούς αλλά επιβραδυνόμενους ρυθμούς μεταβολής, ενώ ο όγκος λιανικών πωλήσεων κινήθηκε ελαφρώς καθοδικά. Σε πτωτική τροχιά, σύμφωνα με τα στοιχεία του ισοζυγίου πληρωμών, κινήθηκαν και οι συνολικές εξαγωγές αγαθών, αν και οι εξαγωγές αγαθών χωρίς τα καύσιμα κατέγραψαν μικρή άνοδο.

Σε σύγκριση με τη ζώνη του ευρώ, οι προσδοκίες των επιχειρήσεων διατηρήθηκαν, με διακυμάνσεις, σε υψηλά επίπεδα (βλ. Διάγραμμα IV.2), αλλά η εμπιστοσύνη των καταναλωτών παρέμεινε χαμηλή. Επιπλέον, ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) κινήθηκε σε θετικό έδαφος – και υψηλότερα από τον αντίστοιχο μέσο όρο της ευρωζώνης – αλλά κατέγραψε διακυμάνσεις και επιβραδύνθηκε τους τελευταίους κυρίως μήνες του έτους.

Στη διάρκεια του 2024 η αγορά ακινήτων συνέχισε να προσελκύει ενδιαφέρον και κεφάλαια από την Ελλάδα και το εξωτερικό, με τις τιμές των ακινήτων να κινούνται ανοδικά. Η περιορισμένη προσφορά, σε συνδυασμό με την αυξημένη ζήτηση για ακίνητα σύγχρονων προδιαγραφών και κυρίως κατοικίες, αναμένεται να συντηρήσουν την ανοδική τάση των τιμών, με ηπιότερους ωστόσο ρυθμούς σε σχέση με την προηγούμενη περίοδο.

Η αγορά εργασίας σημείωσε περαιτέρω βελτίωση το 2024, με την απασχόληση να αυξάνεται σημαντικά (κατά 2,0% το 2024, έναντι 1,3% το 2023) και το ποσοστό ανεργίας να υποχωρεί σε 10,1% το 2024 από 11,1% το 2023. Η αγορά εργασίας σε αρκετούς σημαντικούς κλάδους, όπως ο τουρισμός, η μεταποίηση, οι κατασκευές και ο πρωτογενής τομέας, χαρακτηρίζεται από στενότητα, με αποτέλεσμα οι επιχειρήσεις να δυσκολεύονται να προσλάβουν εργαζομένους με τις επιθυμητές δεξιότητες, γεγονός που οδηγεί σε αύξηση των μισθολογικών πιέσεων.

Ο εναρμονισμένος πληθωρισμός αποκλιμακώθηκε το 2024 σε σύγκριση με το 2023, αλλά η στασιμότητα του μέσου ρυθμού αύξησης των τιμών των υπηρεσιών (βλ. Πλαίσιο IV.2) αποτέ-

1 Η ανάλυση βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία διαθέσιμα έως τις 20.3.2024.

Πίνακας IV.1 Ζήτηση και ΑΕΠ (2021 - δ΄ τρίμηνο 2024)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές και συμβολές σε ποσοστιαίες μονάδες, σταθερές αγοραίες τιμές 2020)

	2021	2022	2023	2024	2024 (α' τρίμ.)	2024 (β' τρίμ.)	2024 (γ' τρίμ.)	2024 (δ' τρίμ.)
Ιδιωτική κατανάλωση	5,1 (3,7)	8,6 (6,2)	1,8 (1,3)	2,1 (1,5)	2,3 (1,6)	2,0 (1,4)	2,5 (1,8)	0,8 (0,6)
Δημόσια κατανάλωση	1,8 (0,4)	0,1 (0,0)	2,6 (0,6)	-4,1 (-0,9)	-6,9 (-1,4)	-4,2 (-0,9)	-1,8 (-0,4)	-3,4 (-0,7)
Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	21,7 (2,7)	16,4 (2,3)	6,6 (1,0)	4,5 (0,7)	2,6 (0,4)	4,3 (0,7)	1,3 (0,2)	9,0 (1,4)
Επενδύσεις σε κατοικίες	31,8 (0,3)	57,8 (0,7)	24,7 (0,5)	2,7 (-2,4)	-13,7 (-2,5)	-6,8 (-2,4)	7,5 (-2,4)	29,1 (-2,1)
Εγχώρια τελική ζήτηση[1]	6,3 (6,8)	7,9 (8,5)	2,6 (2,9)	1,3 (1,3)	0,5 (0,6)	1,2 (1,2)	1,5 (1,6)	1,2 (1,3)
Αποθέματα και στατιστικές διαφορές (% του ΑΕΠ)	2,1%	1,9%	1,0%	4,1%	2,4%	3,9%	4,9%	5,3%
Εγχώρια ζήτηση	7,2 (7,9)	7,5 (8,1)	1,9 (2,0)	4,0 (4,3)	5,6 (5,9)	5,1 (5,5)	3,2 (3,5)	2,2 (2,4)
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	24,4 (7,5)	6,6 (2,5)	1,9 (0,8)	1,0 (0,3)	-4,9 (-1,9)	2,3 (0,8)	3,3 (1,2)	3,6 (1,3)
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	17,4 (-6,7)	11,0 (-4,8)	0,9 (-0,5)	5,5 (-2,3)	4,6 (-2,0)	9,7 (-4,1)	5,4 (-2,4)	2,4 (-1,0)
Εξωτερική ζήτηση	**... (0,8)**	**... (2,3)**	**... (0,3)**	... (-2,1)	**... (-3,8)**	**... (-3,3)**	**... (-1,2)**	... (0,2)
Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν σε τιμές αγοράς	**8,7**	**5,7**	**2,3**	2,3	**2,1**	**2,1**	**2,3**	**2,6**

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Τριμηνιαίοι εθνικοί λογαριασμοί, 7 Μαρτίου 2025. Τα ετήσια στοιχεία είναι μη εποχικώς διορθωμένα. Τα τριμηνιαία στοιχεία είναι εποχικώς διορθωμένα.
Σημείωση: Εντός παρενθέσεως, συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες.
1 Δεν περιλαμβάνονται αποθέματα και στατιστικές διαφορές.

λεσε εμπόδιο στην ταχύτερη αποκλιμάκωση του γενικού πληθωρισμού. Η περαιτέρω αποκλιμάκωση του πληθωρισμού το 2025 αναμένεται να είναι πολύ περιορισμένη, καθώς ο ενεργειακός πληθωρισμός εκτιμάται ότι θα επιστρέψει σε θετικό έδαφος, συμβάλλοντας αυξητικά από κοινού με την εμμονή του πληθωρισμού των υπηρεσιών.

Σε ό,τι αφορά το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, το έλλειμμά του αυξήθηκε το 2024, μετά τη σημαντική βελτίωση που είχε καταγράψει το 2023. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται κυρίως στην αύξηση των εισαγωγών αγαθών, ενώ οι εξαγωγές αγαθών μειώθηκαν παρά τη μικρή άνοδο που κατέγραψαν οι εξαγωγές αγαθών εκτός καυσίμων, και σε μικρότερο βαθμό στην αύξηση του ελλείμματος του ισοζυγίου πρωτογενών εισοδημάτων. Η επιδείνωση αυτή αντισταθμίστηκε μερικώς από την αύξηση των εισπράξεων από ταξιδιωτικές υπηρεσίες και τη βελτίωση του ισοζυγίου δευτερογενών εισοδημάτων.

Η διεθνής ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας, μετά τη σημαντική βελτίωση που κατέγραψε τα προηγούμενα έτη, εμφάνισε μικρή επιδείνωση κατά το 2024 σύμφωνα με τους δείκτες πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας, τόσο ως προς τις σχετικές τιμές όσο και ως προς το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Παράλληλα, η διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα, παρά τη σημαντική πρόοδο που σημειώθηκε τα τελευταία χρόνια, όπως αυτή αποτυπώθηκε στη βελτίωση της κατάταξης της Ελλάδος στους σχετικούς σύνθετους δείκτες, το 2024 παρέμεινε ουσιαστικά στάσιμη.

Οι προοπτικές της ελληνικής οικονομίας είναι θετικές, αλλά οι ευρύτερες ευρωπαϊκές και διεθνείς αβεβαιότητες, ιδιαίτερα με το ενδεχόμενο ενίσχυσης πολιτικών εμπορικού προστατευτισμού, καθιστούν επιτακτικά αναγκαία τη διατήρηση ισχυρών ρυθμών ανάπτυξης βασισμένων σε ένα βιώσιμο παραγωγικό υπόδειγμα. Προς αυτή την κατεύθυνση, θα πρέπει να αποδοθεί ιδιαίτερη σημασία στα εξής: (α) στη συνέχιση των μεταρρυθμίσεων, ιδιαίτερα σε τομείς κρίσιμους για την ελκυστικότητα της οικονομίας ως επενδυτικού προορισμού, όπως η ταχύτερη απονομή της

δικαιοσύνης και ο ανταγωνισμός στις αγορές αγαθών και υπηρεσιών, (β) στην περαιτέρω αξιοποίηση των πόρων του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης NextGenerationEU (NGEU), καθώς και των εγχώριων δημοσιονομικών πόρων, προκειμένου να ενισχυθούν, μεταξύ άλλων, οι υποδομές που συνδέονται με την κλιματική κρίση και τη μετάβαση στην πράσινη ενέργεια, (γ) στην ενίσχυση της έρευνας, της καινοτομίας και του ανθρώπινου κεφαλαίου προκειμένου να αντιστραφεί η μακροχρόνια τάση υποχώρησης της παραγωγικότητας της εργασίας (βλ. Πλαίσιο IV.1) και (δ) στην ενίσχυση της εξωστρέφειας της οικονομίας, κυρίως μέσα από την αύξηση του ποσοστού των εξαγωγών αγαθών ως προς το ΑΕΠ, ώστε να αντιμετωπιστούν οι μεσοπρόθεσμες αδυναμίες του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.

Σύμφωνα με τις τρέχουσες προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ αναμένεται να διαμορφωθεί σε 2,3% και 2,1% για το 2025 και το 2026 αντίστοιχα. Ο πληθωρισμός θα αποκλιμακωθεί στο 2,9% για το 2025 και στο 2,3% για το 2026. Οι κίνδυνοι που περιβάλλουν τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος για την ανάπτυξη είναι κυρίως καθοδικοί και συνδέονται με: (α) την έκταση των συνεπειών από την εφαρμογή ισχυρών πολιτικών προστατευτισμού και τη συνακόλουθη αυξημένη αβεβαιότητα στο διεθνές εμπόριο, (β) επιδείνωση της γεωπολιτικής κρίσης στην Ουκρανία και τη Μέση Ανατολή και τις επιπτώσεις της στο διεθνές οικονομικό περιβάλλον, (γ) χαμηλότερο του αναμενομένου ρυθμό απορρόφησης και αξιοποίησης των κονδυλίων του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF), (δ) ενδεχόμενες φυσικές καταστροφές, κυρίως λόγω της κλιματικής κρίσης, και (ε) εντεινόμενη στενότητα στην αγορά εργασίας και ενδεχόμενες μισθολογικές πιέσεις.

2 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ

2.1 Εξελίξεις από την πλευρά της ζήτησης

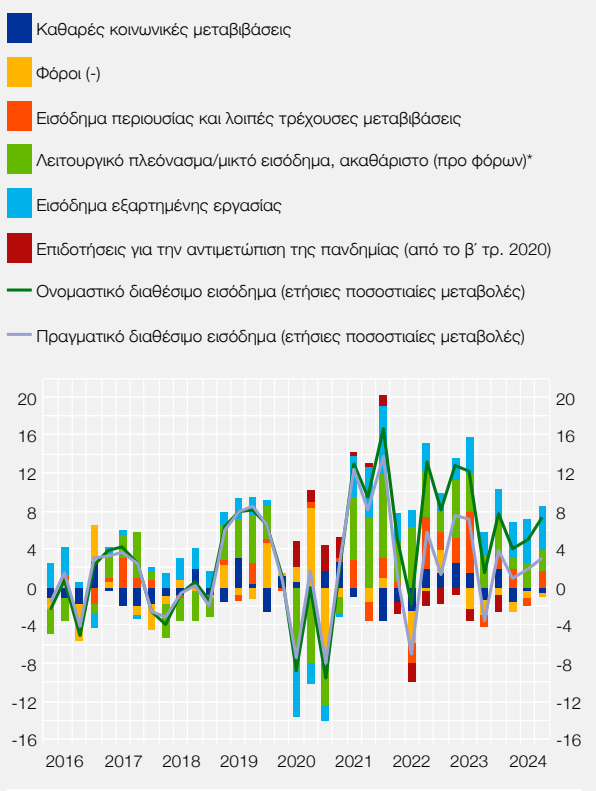
Η ιδιωτική κατανάλωση αποτέλεσε τη βασική συνιστώσα ανάπτυξης το 2024 καταγράφοντας άνοδο (2,1%, έναντι 1,8% το 2023), καθώς υποστηρίχθηκε από την αύξηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών. Σύμφωνα με τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία των τριμηνιαίων μη χρηματοοικονομικών λογαριασμών των θεσμικών τομέων που καταρτίζει η ΕΛΣΤΑΤ, το ονομαστικό διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών και των μη κερδοσκοπικών ιδρυμάτων που εξυπηρετούν τα νοικοκυριά (ΜΚΙΕΝ) αυξήθηκε κατά 5,6% κατά μέσο όρο το εννεάμηνο του 2024 σε σχέση με την ίδια περίοδο του 2023, κυρίως λόγω της θετικής συμβολής του εισοδήματος από την εργασία (δηλαδή του εισοδήματος εξαρτημένης εργασίας και του εισοδήματος αυτοαπασχολουμένων, βλ. Διάγραμμα IV.3). Το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα κατέγραψε άνοδο κατά 2,0% την εν λόγω περίοδο συνεπεία του πληθωρισμού. Σύμφωνα με τα στοιχεία των εθνικών λογαριασμών για το σύνολο του 2024, το ονομαστικό εισόδημα εξαρτημένης εργασίας ενισχύθηκε σημαντικά (+7,4%, έναντι +5,3% το 2023) και υποστηρίχθηκε από την άνοδο των αμοιβών ανά μισθωτό (+6,0%) και του αριθμού των απασχολούμενων μισθωτών (+1,4%), αντανακλώντας τις θετικές εξελίξεις στην αγορά εργασίας και την αύξηση των μισθών ιδίως στο κάτω άκρο της κατανομής. Στη στήριξη των εισοδημάτων των νοικοκυριών σημαντική συμβολή είχαν τα μέτρα της κυβέρνησης, όπως η αύξηση του κατώτατου μισθού, οι ενεργητικές πολιτικές απασχόλησης και τα στοχευμένα μέτρα στήριξης των ευάλωτων κοινωνικών ομάδων.

Η καταναλωτική δαπάνη το 2024 τροφοδοτήθηκε από την ενίσχυση της ζήτησης, όπως υποδηλώνεται από τη σημαντική αύξηση των εσόδων ΦΠΑ σε σταθερές τιμές (βλ. Πίνακα IV.2). Η διατήρηση της καταναλωτικής ζήτησης, παρά τη μείωση της αγοραστικής δύναμης των νοικοκυριών συνεπεία του πληθωρισμού, είχε ως αποτέλεσμα από το έτος 2022 την απομείωση των αποταμιεύσεων των νοικοκυριών που είχαν συσσωρευθεί κατά τη διάρκεια της πανδημίας. Ο μέσος όρος του ποσοστού αποταμίευσης των νοικοκυριών (που ορίζεται ως η ακαθάριστη αποταμίευση προς το ακαθάριστο διαθέσιμο εισόδημα) για κυλιόμενο διάστημα τεσσάρων τριμήνων καταδεικνύει ότι τα υψηλά ποσοστά αποταμίευσης της περιόδου της πανδημίας μειώθηκαν στο διάστημα 2022-2024 και επανήλθαν στα προ πανδημίας επίπεδα (βλ. Διάγραμμα IV.4). Ωστόσο, ο ρυθμός μείωσης των αποταμιεύσεων επιβραδύνθηκε σταδιακά και το γ΄ τρίμηνο του 2024 καταγράφηκε

οριακά θετικό ποσοστό αποταμίευσης (0,8%) για πρώτη φορά τα δύο τελευταία έτη.

Η ιδιωτική κατανάλωση αναμένεται να συνεχίσει να αυξάνεται το τρέχον έτος, αντανακλώντας την ενίσχυση του πραγματικού εισοδήματος των νοικοκυριών, λόγω της προβλεπόμενης ανόδου της απασχόλησης και των μισθών, εν μέσω της υπάρχουσας στενότητας στην αγορά εργασίας και λόγω της περαιτέρω αύξησης του κατώτατου μισθού. Παράλληλα, η αναμενόμενη μείωση του πληθωρισμού θα ενισχύσει τα πραγματικά εισοδήματα των νοικοκυριών. Επιπλέον, σύμφωνα με τον Προϋπολογισμό για το 2025, προβλέπονται δημοσιονομικά μέτρα με ισχύ από το 2025 με στόχο την ενίσχυση του διαθέσιμου εισοδήματος, όπως η μείωση κατά μία ποσοστιαία μονάδα των ασφαλιστικών εισφορών, η κατάργηση του τέλους επιτηδεύματος στους ελεύθερους επαγγελματίες, η αύξηση των συντάξεων και η οριζόντια αύξηση του μισθολογίου του δημόσιου τομέα. Οι κίνδυνοι που περιβάλλουν την εξέλιξη της ιδιωτικής κατανάλωσης είναι η άνοδος της αβεβαιότητας, όπως υποδηλώνεται από τα χαμηλά επίπεδα του δείκτη καταναλωτικής εμπιστοσύνης (βλ. Διάγραμμα IV.5 και Πίνακα IV.2), ο οποίος αντανακλά την αβεβαιότητα των καταναλωτών για τη γενικότερη οικονομική κατάσταση της χώρας,[2] συνεπεία πολιτικών προστατευτισμού και γεωπολιτικών εξελίξεων που ενδέχεται να πλήξουν την παγκόσμια ανάπτυξη.

Διάγραμμα IV.3 Συμβολές στη μεταβολή του διαθέσιμου εισοδήματος (α΄ τρίμηνο 2016 - γ΄ τρίμηνο 2024)



Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ, Τριμηνιαίοι μη χρηματοοικονομικοί λογαριασμοί θεσμικών τομέων, και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.
* Προ επιδοτήσεων για την αντιμετώπιση των επιπτώσεων της πανδημίας COVID-19 από το β΄ τρίμηνο του 2020.
Σημείωση: Φόροι = τρέχοντες φόροι εισοδήματος, πλούτου + φόροι στην παραγωγή και στις εισαγωγές (συμπ. του ΕΝΦΙΑ).

Το 2024 οι επενδύσεις συνέχισαν την ανοδική τους πορεία, αν και ο ρυθμός ανόδου τους παρέμεινε σχετικά συγκρατημένος. Πιο συγκεκριμένα, ο ακαθάριστος σχηματισμός πάγιου κεφαλαίου αυξήθηκε κατά 4,5%, έναντι αύξησης κατά 6,6% το 2023. Θετική συμβολή σ' αυτή την εξέλιξη προήλθε κυρίως από την κατηγορία "Μηχανολογικός εξοπλισμός και οπλικά συστήματα" (8,0%) και δευτερευόντως από την κατηγορία "Άλλες κατασκευές", που αυξήθηκε κατά 7,7%. Επιπρόσθετα, οι επενδύσεις σε "Κατοικίες" κατέγραψαν αύξηση κατά 2,7%, σε συνέχεια της εντυπωσιακής αύξησης που είχαν σημειώσει το 2023. Αντίθετα, οι επενδύσεις σε "Μεταφορικό εξοπλισμό" υποχώρησαν κατά 2,0%. Τέλος, οι επενδύσεις σε "Εξοπλισμό ΤΠΕ" και σε "Άλλα προϊόντα" παρουσίασαν αύξηση κατά 1,2% και 2,0% αντίστοιχα.

Εξετάζοντας τις πηγές χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα (βλ. Διάγραμμα IV.6), παρατηρείται ότι το γ΄ τρίμηνο του 2024[3] η συνολική χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα υποχώρησε ελαφρά σε 12,4% του ΑΕΠ, από 12,7% του ΑΕΠ το β΄ τρίμηνο του 2024, λόγω της υποχώρησης της εσωτερικής χρηματοδότησης[4] (ιδιωτικοί αποταμιευτικοί πόροι). Πιο συγκεκριμένα, το γ΄ τρίμηνο

2 Σύμφωνα με άρθρο της ΕΚΤ ("Why are euro area households still gloomy and what are the implications for private consumption?", ECB, *Economic Bulletin*, Issue 6/2024), η καταναλωτική εμπιστοσύνη στη ζώνη του ευρώ μειώθηκε σημαντικά μετά την εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία και παραμένει ακόμη σε σχετικώς χαμηλά επίπεδα, σε μεγάλο βαθμό λόγω της αβεβαιότητας των νοικοκυριών για τη γενικότερη οικονομική κατάσταση.

3 Η παρούσα ανάλυση γίνεται ως κυλιόμενο άθροισμα τεσσάρων τριμήνων.

4 Η εσωτερική χρηματοδότηση ορίζεται ως το άθροισμα της ακαθάριστης αποταμίευσης των νοικοκυριών και των παρακρατηθέντων κερδών των επιχειρήσεων και των καθαρών κεφαλαιακών μεταβιβάσεων.

Πίνακας IV.2 Δείκτες καταναλωτικής και επενδυτικής ζήτησης (2019-2025)

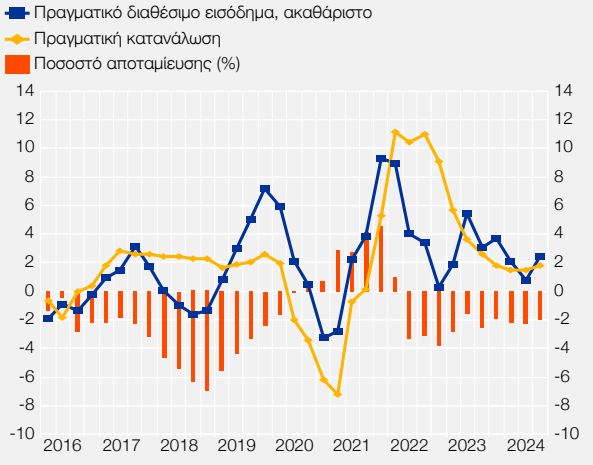
(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)[1]

	2019	2020	2021	2022	2023	2024 (διαθέσιμη περίοδος)	2025 (διαθέσιμη περίοδος)
Όγκος λιανικού εμπορίου (γενικός δείκτης)	0,8	-4,0	10,2	3,3	-3,3	-1,6	-
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στο λιανικό εμπόριο	6,0	-20,6	15,2	-5,3	21,9	-9,8	-14,6 (Ιαν.-Φεβρ.)
Δείκτης εμπιστοσύνης καταναλωτών	-19,6	-32,5	-35,4	-50,7	-40,0	-46,0	-42,8 (Ιαν.-Φεβρ.)
Έσοδα από ΦΠΑ σε τιμές 2020[2]	3,3	-14,6	14,6	12,2	5,5	9,6	8,7 (Ιαν.)
Νέες κυκλοφορίες Ι.Χ. επιβατικών αυτοκινήτων	13,2	-26,6	22,2	6,7	16,5	3,4	-7,2 (Ιαν.-Φεβρ.)
Καταναλωτική πίστη[3]	-1,6 (Δεκ.)	-2,2 (Δεκ.)	-0,3 (Δεκ.)	1,2 (Δεκ.)	3,4 (Δεκ.)	6,3 (Δεκ.)	6,0 (Ιαν.)
Βαθμός χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία παραγωγής κεφαλαιακών αγαθών	69,8	70,1	74,7	68,7	71,0	75,1	74,5 (α΄ τρίμ.)
Παραγωγή κεφαλαιακών αγαθών	6,0	0,2	13,8	5,5	6,0	0,2	13,9 (Ιαν.)
Εκταμιεύσεις Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ)	-9,5	88,7	-15,5	22,5	1,6	18,9	-25,3 (Ιαν.)
Τραπεζική χρηματοδότηση των εγχώριων μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων[3]	1,7 (Δεκ.)	9,8 (Δεκ.)	2,8 (Δεκ.)	11,9 (Δεκ.)	5,8 (Δεκ.)	13,6 (Δεκ.)	15,9 (Ιαν.)
Στεγαστική πίστη[3]	-3,4 (Δεκ.)	-2,7 (Δεκ.)	-3,0 (Δεκ.)	-3,6 (Δεκ.)	-3,5 (Δεκ.)	-2,6 (Δεκ.)	2,5 (Ιαν.)
Δείκτης παραγωγής στις κατασκευές (σταθερές τιμές)	-	-	-	12,7	9,6	19,9	-
Όγκος νέων οικοδομών και προσθηκών βάσει αδειών	9,8	5,9	45,9	-2,2	15,9	10,2 (Ιαν.-Νοέμ.)	-
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές	0,0	7,9	103,5	-10,2	24,3	6,2	-0,2 (Ιαν.-Φεβρ.)

Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ (λιανικό εμπόριο, αυτοκίνητα, παραγωγή κεφαλαιακών αγαθών, όγκος οικοδομών, παραγωγή στις κατασκευές), Υπουργείο Οικονομικών, Γενικό Λογιστήριο του Κράτους (έσοδα ΦΠΑ), ΙΟΒΕ (προσδοκίες, βαθμός χρησιμοποίησης), ΙΟΒΕ και Ευρωπαϊκή Επιτροπή (δείκτης εμπιστοσύνης καταναλωτών) και Τράπεζα της Ελλάδος (καταναλωτική και στεγαστική πίστη, χρηματοδότηση επιχειρήσεων και εκταμιεύσεις ΠΔΕ).
1 Με εξαίρεση το δείκτη εμπιστοσύνης καταναλωτών (διαφορά σταθμισμένων ποσοστών θετικών και αρνητικών απαντήσεων) και το βαθμό χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία παραγωγής κεφαλαιακών αγαθών (ποσοστά %).
2 Αποπληθωρισμένα με το Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕΛΣΤΑΤ).
3 Οι ρυθμοί προκύπτουν από τις μεταβολές των υπολοίπων διορθωμένες ως προς διαγραφές δανείων, απομειώσεις αξίας χρεογράφων, συναλλαγματικές διαφορές και αναταξινομήσεις.

Διάγραμμα IV.4 Ιδιωτική κατανάλωση, διαθέσιμο εισόδημα νοικοκυριών και ποσοστό αποταμίευσης[1] (α΄ τρίμηνο 2016 - γ΄ τρίμηνο 2024)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές για την ιδιωτική κατανάλωση και το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Τριμηνιαίοι μη χρηματοοικονομικοί λογαριασμοί θεσμικών τομέων.
1 Μέσος όρος για κυλιόμενο διάστημα 4 τριμήνων.

του 2024 οι ιδιωτικοί αποταμιευτικοί πόροι που ήταν διαθέσιμοι για επενδύσεις ανήλθαν σε 6,9% του ΑΕΠ, συνεχίζοντας την καθοδική τους πορεία από 8,4% του ΑΕΠ το 2022 και 8,0% του ΑΕΠ το 2023. Αντίθετα, το ίδιο διάστημα η εξωτερική χρηματοδότηση παρέμεινε σταθερή στο 5,5% του ΑΕΠ.

Αναλυτικότερα, οι ιδιωτικοί αποταμιευτικοί πόροι που ήταν διαθέσιμοι για επενδύσεις μειώθηκαν λόγω της διατήρησης των αρνητικών αποταμιεύσεων των νοικοκυριών, καθώς και λόγω της υποχώρησης των αποταμιεύσεων και των επιχειρήσεων. Συγκεκριμένα, το γ΄ τρίμηνο του 2024 (ως κυλιόμενο άθροισμα τεσσάρων τριμήνων), η αποταμίευση των νοικοκυριών έγινε λιγότερο αρνητική (-1,1% του ΑΕΠ) συγκριτικά με το β΄ τρίμηνο του 2024 (-1,3%), καθώς ο ρυθμός ανόδου του διαθέσιμου εισοδήματος ήταν ισχυρότερος από αυτόν της κατανάλωσης. Η απόσυρση των μέτρων στήριξης για την αντιμετώπιση της πανδημίας και της ενεργειακής

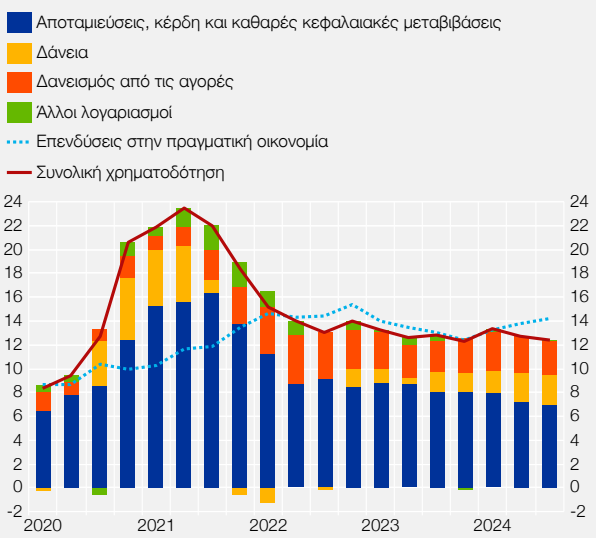
κρίσης, η συνέχιση της εκτόνωσης της συμπιεσμένης ζήτησης, η άνοδος των τιμών και η αποπληρωμή των φορολογικών υποχρεώσεων συνέχισαν να επιβαρύνουν τις αποταμιεύσεις των νοικοκυριών και να τις διατηρούν σε αρνητικό επίπεδο. Παράλληλα, η αποταμίευση των επιχειρήσεων (παρακρατηθέντα κέρδη) μειώθηκε σε 8,0% του ΑΕΠ το γ΄ τρίμηνο του 2024 από 8,5% το β΄ τρίμηνο του 2024. Η υποχώρηση της αποταμίευσης των επιχειρήσεων υπήρξε σταδιακή, μετά τη μέγιστη τιμή που σημειώθηκε το 2022 (από 10,6% του ΑΕΠ σε 8,9% το 2023 και 8,0% το γ΄ τρίμηνο του 2024). Η εξέλιξη αυτή αντανακλά πληθώρα παραγόντων, όπως η απόσυρση των κυβερνητικών μέτρων στήριξης για την αντιμετώπιση της πανδημικής και ενεργειακής κρίσης, η αύξηση του κόστους εργασίας των επιχειρήσεων (βλ. Ενότητα 5.3 παρακάτω), καθώς και η υποχώρηση των πληθωριστικών προσδοκιών, οι οποίες δεν διευκολύνουν πλέον την αύξηση των περιθωρίων κέρδους.[5] Εντούτοις, τα τελευταία χρόνια οι καλές επιδόσεις του τουριστικού τομέα και της οικονομίας γενικότερα λειτούργησαν αντισταθμιστικά στην επιβράδυνση της δυναμικής των αποταμιεύσεων των επιχειρήσεων, συνδυαστικά με τις επιχορηγήσεις του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF). Οι τελευταίες συμπεριλαμβάνονται στις καθαρές κεφαλαιακές μεταβιβάσεις, οι οποίες προστίθενται στις αποταμιεύσεις των επιχειρήσεων. Αξιοσημείωτο είναι ότι το γ΄ τρίμηνο του 2024 η αποταμίευση τόσο των νοικοκυριών όσο και των επιχειρήσεων παρέμεινε ελαφρά βελτιωμένη συγκριτικά με τα προ πανδημίας επίπεδα του 2019.

Διάγραμμα IV.5 Ιδιωτική κατανάλωση και εμπιστοσύνη των καταναλωτών (α΄ τρίμηνο 2016 - δ΄ τρίμηνο 2024)

Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ και Ευρωπαϊκή Επιτροπή (δείκτης εμπιστοσύνης καταναλωτών).
Σημείωση: Για την ιδιωτική κατανάλωση, ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές. Για την εμπιστοσύνη των καταναλωτών, διαφορά σταθμισμένων ποσοστών θετικών και αρνητικών απαντήσεων.

Διάγραμμα IV.6 Πηγές χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα και πραγματικές επενδύσεις (α΄ τρίμηνο 2020 - γ΄ τρίμηνο 2024)

(κυλιόμενο άθροισμα τεσσάρων τριμήνων, % του ΑΕΠ)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΛΣΤΑΤ.

Το γ΄ τρίμηνο του 2024 (ως κυλιόμενο άθροισμα τεσσάρων τριμήνων), οι ακαθάριστες επενδύσεις κεφαλαίου του ιδιωτικού τομέα στην πραγματική οικονομία αυξήθηκαν για τρίτο συνεχόμενο τρίμηνο σε 14,3% του ΑΕΠ (ή 33,4 δισεκ. ευρώ), από 12,4% του ΑΕΠ το 2023, μετά την υψηλότερη τιμή από το 2009 που σημείωσαν το 2022 (15,4% του ΑΕΠ). Η αναβάθμιση της Ελλάδος στην επενδυτική κατηγορία στις 20.10.2023 από τον οίκο S&P συνέβαλε σημαντικά στην άνοδο αυτή. Επίσης το 2022, ο καθαρός σχηματισμός κεφαλαίου για τις επιχειρήσεις σημείωσε την ιστορικά υψηλότερη τιμή του (6,4% του ΑΕΠ), αντανακλώντας τη δυναμική επέκταση της παραγωγικής κεφαλαιακής τους βάσης. Το γ΄ τρίμηνο του 2024 μετριάστηκε εν μέρει η δυναμική αυτή.

5 Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος (2024), *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2023*, Πλαίσιο IV.3.

Μετά από δύο έτη (2020-2021) χρηματοδοτικού πλεονάσματος για τον ιδιωτικό τομέα, από το 2022 η εσωτερική αποταμίευση δεν καλύπτει το επίπεδο επενδύσεων στην πραγματική οικονομία. Ως εκ τούτου, το γ΄ τρίμηνο του 2024 σημειώθηκε χρηματοδοτικό έλλειμμα, το οποίο ανήλθε σε 7,3% του ΑΕΠ. Αυτό συνίστατο σε έλλειμμα 4,5% του ΑΕΠ για τα νοικοκυριά και 2,8% για τις επιχειρήσεις.

Η αύξηση των επενδύσεων στην Ελλάδα συνοδεύεται και από ποιοτική αναβάθμισή τους, καθώς πλέον ένα αυξανόμενο μερίδιό τους αφορά επενδύσεις υψηλής τεχνολογίας, όπως κέντρα δεδομένων (data centres), δίκτυα οπτικών ινών και υποδομές πράσινης ενέργειας, που αναδεικνύουν τη χώρα σε σημαντικό κόμβο ψηφιακών υποδομών στην περιοχή της Νοτιοανατολικής Ευρώπης. Το Δεκέμβριο του 2024 δημοσιεύθηκε η ΚΥΑ 96038/2024, που καθορίζει τη διαδικασία για τη γνωστοποίηση λειτουργίας των κέντρων δεδομένων, ολοκληρώνοντας το θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας τους. Ήδη η κατασκευή του πρώτου κέντρου δεδομένων της Microsoft στα Σπάτα είναι σε πλήρη εξέλιξη, ενώ άλλα δύο κέντρα δεδομένων της ίδιας εταιρίας εκτιμάται ότι θα ολοκληρωθούν έως το 2028.[6] Η δημιουργία νέων κέντρων δεδομένων, εκτός από την άμεση συνεισφορά στην οικονομική δραστηριότητα της Ελλάδος μέσω της αύξησης των επενδύσεων, αναμένεται να έχει και πολλαπλασιαστικά οφέλη, καθώς θα δημιουργήσει νέες εξειδικευμένες θέσεις εργασίας που θα προσελκύσουν εργαζομένους υψηλών δεξιοτήτων και θα βοηθήσουν στον επαναπατρισμό νέων Ελλήνων επιστημόνων που τα προηγούμενα έτη αναγκάστηκαν να φύγουν στο εξωτερικό προς αναζήτηση εργασίας. Η ανάπτυξη των επενδύσεων αναμένεται να συνεχιστεί και το 2025, καθώς η ανάκτηση της επενδυτικής βαθμίδας από όλους τους οίκους αξιολόγησης και η συνεχιζόμενη υποχώρηση των επιτοκίων από την ΕΚΤ θα οδηγήσουν σε ένα πιο ευνοϊκό επενδυτικό κλίμα. Επιπλέον, η αυξημένη κερδοφορία των τραπεζών τα προηγούμενα χρόνια μπορεί, υπό προϋποθέσεις (βλ. Πλαίσιο IV.4), να οδηγήσει σε αυξημένη χρηματοδότηση από το χρηματοπιστωτικό τομέα προς την πραγματική οικονομία.

Το 2024 σημειώθηκε σημαντική αύξηση των εσόδων από ιδιωτικοποιήσεις, καθώς, σύμφωνα με τον Προϋπολογισμό για το 2025, τα έσοδα από το πρόγραμμα ιδιωτικοποιήσεων για το 2024 ανήλθαν σε 4.180 εκατ. ευρώ, τα οποία προήλθαν κυρίως από τη νέα εικοσιπενταετή σύμβαση παραχώρησης της Αττικής Οδού (3.270 εκατ. ευρώ) και την εισαγωγή του Διεθνούς Αερολιμένα Αθηνών στη ρυθμιζόμενη αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών (784,7 εκατ. ευρώ). Για το 2025 αναμένονται έσοδα ύψους 1.881,1 εκατ. ευρώ, που θα προέλθουν κυρίως από τη μακροχρόνια παραχώρηση (35 έτη) της Εγνατίας Οδού (1.350 εκατ. ευρώ). Το Δεκέμβριο του 2024 το Κυβερνητικό Συμβούλιο Οικονομικής Πολιτικής (ΚΥΣΟΙΠ) ενέκρινε το από 30.6.2024 επικαιροποιημένο Επιχειρησιακό Πρόγραμμα Αξιοποίησης του ΤΑΙΠΕΔ, που περιλαμβάνει 41 έργα, όπως η αξιοποίηση της ΕΥΔΑΠ και της ΕΥΑΘ, η πώληση μετοχικού μεριδίου στη HelleniQ Energy, καθώς και η αξιοποίηση λιμένων, μαρινών και άλλων ακινήτων.

2.2 Εξελίξεις από την πλευρά της προσφοράς

Η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία της οικονομίας συνέχισε να καταγράφει άνοδο το 2024, λόγω των θετικών επιδόσεων του τομέα της βιομηχανίας συμπεριλαμβανομένης της ενέργειας, των κατασκευών, καθώς και των υπηρεσιών. Αντίθετα, μείωση κατέγραψε το προϊόν του αγροτικού τομέα (βλ. Πίνακα IV.3).

Το προϊόν της βιομηχανίας, συμπεριλαμβανομένης της ενέργειας, αυξήθηκε σημαντικά το 2024 (6,4%). Η θετική πορεία του βιομηχανικού τομέα επιβεβαιώνεται από τη σημαντική άνοδο του δείκτη βιομηχανικής παραγωγής το 2024, λόγω της αύξησης της μεταποιητικής παραγωγής και της παροχής ηλεκτρικού ρεύματος. Η μεταποιητική παραγωγή διατήρησε τη θετική της δυναμική, χάρη στην καλή επίδοση των περισσότερων κλάδων, όπως η βιομηχανία τροφίμων, η πο-

6 Αντίστοιχα επενδυτικά σχέδια για την κατασκευή νέων κέντρων δεδομένων έχουν ανακοινώσει και άλλοι μεγάλοι πάροχοι όπως η Digital Realty και η Data4. Παράλληλα, και αρκετές ελληνικές επιχειρήσεις εισέρχονται στην αγορά, όπως η ΔΕΗ σε συνεργασία με την DAMAC, καθώς και ο ΑΔΜΗΕ σε συνεργασία με τη Serverfarm, διαβλέποντας ευοίωνες προοπτικές από τη δημιουργία νέων υποδομών.

Πίνακας IV.3 Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές (2022 - δ΄ τρίμηνο 2024)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές και συμβολές ανά κλάδο, σε σταθερές τιμές έτους 2020)

	2022	2023	2024	2024 (α' τρίμ.)	2024 (β' τρίμ.)	2024 (γ' τρίμ.)	2024 (δ' τρίμ.)
Γεωργία, δασοκομία και αλιεία	16,0 (0,6)	-26,8 (-1,2)	0,0 (-0,1)	-11,9 (-0,4)	-3,9 (-0,1)	0,8 (0,0)	9,6 (0,3)
Δευτερογενής τομέας	1,9 (0,4)	4,7 (0,7)	6,1 (1,0)	5,4 (0,9)	9,5 (1,6)	4,6 (0,8)	4,8 (0,8)
Βιομηχανία συμπεριλαμβανομένης της ενέργειας	1,7 (0,3)	3,9 (0,5)	6,4 (1,0)	5,8 (0,8)	11,3 (1,6)	4,7 (0,7)	4,0 (0,6)
Κατασκευές	2,8 (0,1)	11,2 (0,2)	4,2 (0,1)	2,4 (0,0)	-2,9 (-0,1)	3,7 (0,1)	11,0 (0,2)
Τριτογενής τομέας	5,5 (4,3)	3,3 (2,7)	1,0 (0,8)	0,4 (0,3)	0,8 (0,7)	1,5 (1,2)	0,8 (0,7)
Εμπόριο, ξενοδοχεία και εστιατόρια, μεταφορές και αποθήκευση	9,4 (2,2)	1,8 (0,5)	1,5 (0,3)	-0,6 (-0,1)	1,8 (0,4)	1,8 (0,4)	1,7 (0,4)
Ενημέρωση και επικοινωνία	7,6 (0,3)	4,7 (0,2)	3,4 (0,1)	5,0 (0,2)	3,9 (0,2)	3,4 (0,1)	1,4 (0,1)
Χρηματοπιστωτικές και ασφαλιστικές δραστηριότητες	4,7 (0,2)	4,0 (0,2)	2,5 (0,1)	2,4 (0,1)	1,3 (0,1)	3,4 (0,2)	3,4 (0,2)
Δραστηριότητες σχετικές με την ακίνητη περιουσία	2,2 (0,4)	5,1 (0,9)	0,4 (0,1)	0,4 (0,1)	0,4 (0,1)	0,4 (0,1)	0,4 (0,1)
Επαγγελματικές, επιστημονικές και τεχνικές δραστηριότητες	10,9 (0,6)	7,8 (0,5)	1,8 (0,1)	0,5 (0,0)	0,1 (0,0)	6,7 (0,4)	0,1 (0,0)
Δημόσια διοίκηση και άμυνα	1,4 (0,3)	1,0 (0,2)	-0,4 (-0,1)	-0,3 (-0,0)	-0,5 (-0,1)	-0,8 (-0,2)	0,0 (0,0)
Τέχνες, διασκέδαση και ψυχαγωγία	8,8 (0,3)	5,9 (0,2)	1,2 (0,0)	2,8 (0,1)	1,4 (0,1)	2,1 (0,1)	-1,1 (0,0)
Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές	5,3	2,2	0,0	0,9	2,2	2,1	2,1

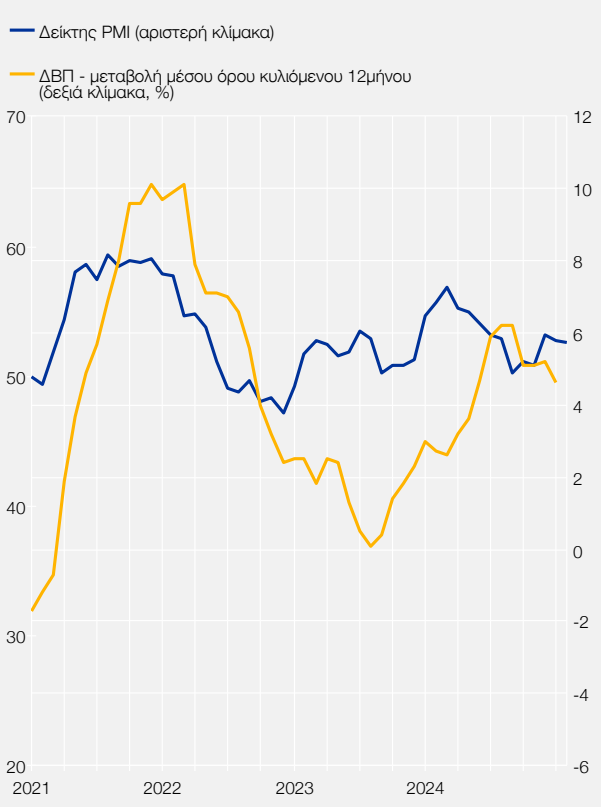
Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Τριμηνιαίοι εθνικοί λογαριασμοί, 7 Μαρτίου 2025. Τα ετήσια στοιχεία είναι μη εποχικώς διορθωμένα. Τα τριμηνιαία στοιχεία είναι εποχικώς διορθωμένα.
Σημείωση: Εντός παρενθέσεως, συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες.

τοποιία, η παραγωγή οπτάνθρακα και προϊόντων διύλισης πετρελαίου, η παραγωγή χημικών ουσιών και προϊόντων και η παραγωγή άλλων μη μεταλλικών ορυκτών προϊόντων. Επιπλέον, ο δείκτης PMI συνεχίζει να υποδεικνύει άνοδο της μεταποιητικής παραγωγής και να καταγράφει καλύτερη επίδοση σε σχέση με τη ζώνη του ευρώ (βλ. Διάγραμμα IV.7).

Το προϊόν του κατασκευαστικού τομέα κατέγραψε άνοδο κατά 4,2% το 2024. Η θετική επίδοση του κατασκευαστικού τομέα αντανακλάται στην εξέλιξη του δείκτη παραγωγής στις κατασκευές, ενώ η πορεία του δείκτη οικοδομικών αδειών, που αποτελεί πρόδρομο δείκτη δραστηριότητας, υποδηλώνει διατήρηση της ανόδου της κατασκευαστικής δραστηριότητας και το 2025 (βλ. Πίνακα IV.2).

Το 2024 η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία του τομέα των υπηρεσιών αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό 0,9% και συνέβαλε κατά 0,7 της ποσοστιαίας μονάδας (ποσ. μον.) στη μεταβολή της συνολικής ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας (ΑΠΑ). Η συμβολή των επιμέρους κλάδων των υπηρεσιών στη μεταβολή της συνολικής ΑΠΑ ήταν διαφορετικής έντασης. Ο ευρύς κλάδος του χονδρικού και λιανικού εμπορίου, τουρισμού και μεταφορών, ο οποίος αποτελεί το 25% της συνολικής ΑΠΑ, συνέβαλε με ποσοστό 21% στην αύξηση της μεταβολής της συνολικής ΑΠΑ το 2024. Η εικόνα αυτή είναι σε γενικές γραμμές συμβατή με την εξέλιξη του κύκλου εργασιών ανά κλάδο (βλ. Πίνακα IV.4). Συγκεκριμένα, ο κύκλος εργασιών των δραστηριοτήτων υπηρεσιών παροχής καταλύματος και εστίασης, σε ονομαστικές τιμές, αυξήθηκε κατά 7,5% το 2024 έναντι του 2023. Επιπλέον, η ενίσχυση του τριτογενούς τομέα αντανακλάται και στις προσδοκίες των επιχειρήσεων του τομέα των υπηρεσιών, καθώς ο σχετικός δείκτης αυξήθηκε κατά 9,3% το 2024 έναντι του 2023. Σημειώνεται ότι στη βελτιωμένη επίδοση του τριτογενούς τομέα συνέβαλαν και οι υψηλές τιμές των υπηρεσιών (αναλυτικότερα βλ. στο Πλαίσιο IV.2 και στην Ενότητα 5.1).

Διάγραμμα IV.7 Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών[1] (PMI) και Δείκτης Βιομηχανικής Παραγωγής (ΔΒΠ) (Ιανουάριος 2021 - Φεβρουάριος 2025)



Πηγές: S&P Global και Ελληνικό Ινστιτούτο Προμηθειών για τον PMI και ΕΛΣΤΑΤ για τον ΔΒΠ.
Σημείωση: Τα στοιχεία για τον ΔΒΠ αφορούν την περίοδο Ιανουαρίου 2021-Ιανουαρίου 2025.
1 Εποχικά διορθωμένος δείκτης, τιμή άνω του 50 υποδηλώνει αύξηση.

Σύμφωνα με έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (2024), οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις (ΜΜΕ) που δραστηριοποιούνται στον τομέα των υπηρεσιών στην Ελλάδα αντιπροσωπεύουν το 44,1% της συνολικής ΑΠΑ που παράγουν οι ΜΜΕ και το 48,4% της απασχόλησης, ενώ σε πλήθος αντιστοιχούν σχεδόν στο ήμισυ των συνολικών ΜΜΕ της χώρας.[7] Συγκριτικά με το μέσο όρο της ΕΕ-27, το μερίδιο της απασχόλησης σε ΜΜΕ στον τριτογενή τομέα είναι κατά 4,3 ποσοστιαίες μονάδες υψηλότερο στην Ελλάδα, ενώ η συμβολή τους στην ΑΠΑ είναι μεγαλύτερη κατά 2,6 ποσοστιαίες μονάδες. Όσον αφορά το εμπόριο, η συμβολή των ΜΜΕ είναι μεγαλύτερη στην Ελλάδα σε σύγκριση με τον ευρωπαϊκό μέσο όρο, τόσο σε όρους ΑΠΑ (29,4% έναντι 24,1%) όσο και σε όρους αριθμού επιχειρήσεων (31,3% έναντι 23,2%) και απασχόλησης (29,6% έναντι 23%).

Ειδικότερα όσον αφορά τις τουριστικές υπηρεσίες, από την πλευρά της ζήτησης παρατηρείται ότι οι ταξιδιωτικές εισπράξεις από μη κατοίκους ως ποσοστό του ΑΕΠ καταγράφουν ανοδική πορεία τα τελευταία έτη (με εξαίρεση την περίοδο της πανδημίας), φθάνοντας στο 9,1% του ΑΕΠ το 2024 (βλ. Διαγράμματα IV.8 και IV.9). Ειδικότερα, οι ταξιδιωτικές εισπράξεις από μη κατοίκους διαμορφώθηκαν σε 21,6 δισεκ. ευρώ και ξεπέρασαν τις αντίστοιχες των ετών 2023 (20,6 δισεκ. ευρώ) και 2019 (18,2 δισεκ. ευρώ). Όμως, η μέση δαπάνη ανά ταξίδι από μη κατοίκους ταξιδιώτες μειώθηκε κατά 5,1% σε ετήσια βάση (σε 572,7 ευρώ από 603,2 ευρώ), λόγω (α) των πληθωριστικών πιέσεων, που έχουν αρνητικό αντίκτυπο στο διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών παγκοσμίως, και (β) της αύξησης των ταξιδιωτικών ροών από γειτονικές βαλκανικές αγορές και χώρες της Ανατολικής Ευρώπης – αν και εξακολουθούν να βρίσκονται κάτω από τα προ πανδημίας επίπεδα – οι οποίες παραδοσιακά έχουν μικρότερη διάρκεια διαμονής και, κατά συνέπεια, χαμηλότερη μέση δαπάνη ανά ταξίδι. Επιπρόσθετα, η διεθνής επιβατική κίνηση σε όλα τα αεροδρόμια της χώρας ήταν αυξημένη κατά περίπου 10% σε ετήσια βάση, υπερβαίνοντας την αντίστοιχη επίδοση του 2019 κατά 24%.

Από την πλευρά της προσφοράς, το μερίδιο των αντιπροσωπευτικών για την τουριστική δραστηριότητα κλάδων των καταλυμάτων και των υπηρεσιών εστίασης στη συνολική ΑΠΑ ενισχύεται τα τελευταία χρόνια, φθάνοντας στο 7,1% το 2023. Η συμβολή των κλάδων στη συνολική απασχόληση είναι επίσης σημαντική, καθώς αντιπροσωπεύουν μερίδιο 9,1%. Ωστόσο, το ποσοστό των κενών θέσεων εργασίας στους τομείς αυτούς στην Ελλάδα ακολουθεί ανοδική πορεία τα τελευταία τρίμηνα, σε αντίθεση με την πλειονότητα των κρατών-μελών της ΕΕ-27, στα οποία το εν λόγω ποσοστό υποχωρεί. Το 2024, το ποσοστό των κενών θέσεων εργασίας στον κλάδο των καταλυμάτων και της εστίασης στην Ελλάδα διαμορφώθηκε σε 8,0% και αποτελούσε το δεύτερο υψηλότερο στην ΕΕ-27, μετά την Τσεχία (8,7%). Παρατηρήθηκε επίσης ότι σε άλλες μεσογειακές χώρες, στις οποίες ο τουρισμός συμβάλλει καθοριστικά στην οικονομική δραστηριότητα, τα

7 European Commission (2024), *Annual Report on European SMEs 2023/2024*, και “2024 SME Country Fact Sheet: Greece”, 4.7.2024.

Πίνακας IV.4 Δείκτες δραστηριότητας στον τομέα των υπηρεσιών (2020-2024)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2020	2021	2022	2023	2024
Α. Δείκτες κύκλου εργασιών στις υπηρεσίες					
1. Εμπόριο					
Χονδρικό εμπόριο	-10,8	4,7	21,4	-2,2	-7,2
Λιανικό εμπόριο	-3,9	11,5	12,4	3,7	1,6
Εμπορία και επισκευή αυτοκινήτων-μοτοσικλετών	-13,0	-16,1	15,8	21,2	7,0
2. Μεταφορές					
Χερσαίες μεταφορές	-17,8	10,6	21,3	15,8	7,7
Θαλάσσιες και ακτοπλοϊκές μεταφορές	-25,8	6,3	32,9	1,7	5,3
Αεροπορικές μεταφορές	-65,9	64,1	94,2	22,6	48,0
Αποθήκευση και υποστηρικτικές προς τις μεταφορές δραστηριότητες	-14,6	13,6	23,2	-2,7	4,1
3. Ξενοδοχεία και εστιατόρια					
Υπηρεσίες παροχής καταλύματος και εστίασης	-62,7	80,0	50,6	9,8	7,5
4. Ενημέρωση και επικοινωνία					
Τηλεπικοινωνίες	-2,6	7,3	5,8	5,5	-0,5
Παραγωγή κιν/κών ταινιών-βίντεο-τηλ/κών προγραμμάτων, ηχογραφήσεις και μουσικές εκδόσεις	-17,5	10,6	20,6	12,8	-18,2
Δραστηριότητες προγραμματισμού και ραδιοτηλεοπτικών εκπομπών	0,4	-0,3	12,6	-23,7	-6,6
5. Επαγγελματικές-επιστημονικές-τεχνικές δραστηριότητες					
Νομικές-λογιστικές δραστηριότητες και υπηρεσίες παροχής συμβουλών διαχείρισης	-68,4	52,8	84,1	24,0	13,1
Δραστηριότητες αρχιτεκτόνων-μηχανικών	-65,5	38,9	73,3	25,9	4,0
Υπηρεσίες διαφήμισης και έρευνας αγοράς	-59,3	34,7	45,5	16,4	5,4
Ταξιδιωτικά πρακτορεία και λοιπές δραστηριότητες	-22,2	37,8	1,9	2,7	9,3
Β. Επιβατική κίνηση					
Επιβάτες Διεθνούς Αερολιμένα Αθηνών (ΔΑΑ)	-68,4	52,8	84,1	24,0	13,1
Επιβάτες Aegean Airlines[1]	-65,5	38,9	73,3	25,9	4,0
Επιβατική κίνηση Οργανισμού Λιμένος Πειραιώς (ΟΛΠ)	-59,3	34,7	45,5	16,4	5,4
Γ. Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις υπηρεσίες	-22,2	37,8	1,9	2,7	9,3

Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ (δείκτες κύκλου εργασιών στις υπηρεσίες), ΔΑΑ, Aegean Airlines, ΟΛΠ και ΙΟΒΕ (προσδοκίες).
1 Περιλαμβάνονται και οι ναυλωμένες πτήσεις (charter).

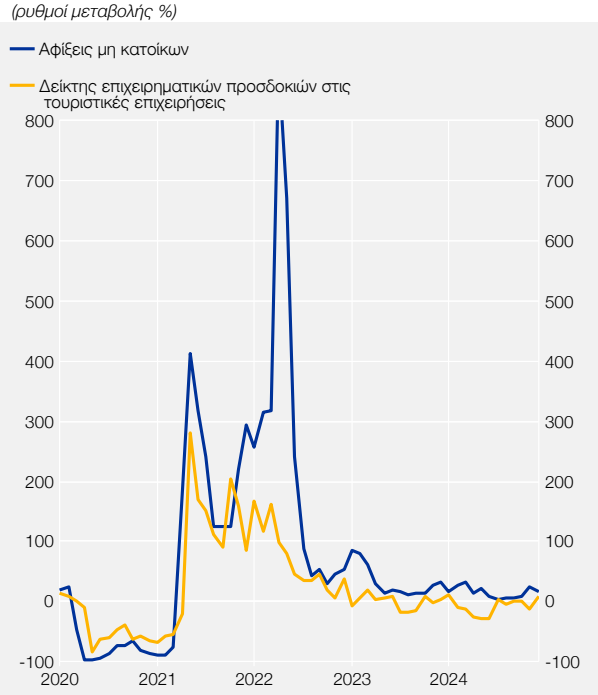
αντίστοιχα ποσοστά των κενών θέσεων εργασίας είναι αρκετά χαμηλότερα (Κύπρος: 6,4%, Γαλλία: 4,6%, Ιταλία: 3,2%, Κροατία: 2,5%, Πορτογαλία: 1,5% και Ισπανία: 0,6%).

Για το τρέχον έτος, οι προσδοκίες για τον ελληνικό τουρισμό διαφαίνονται θετικές, παρά τις εξωγενείς προκλήσεις, όπως οι γεωπολιτικές εντάσεις, η ισχνή οικονομική ανάπτυξη στην ευρωζώνη, η πολιτική αβεβαιότητα σε μεγάλες ευρωπαϊκές χώρες που αποτελούν κύριες χώρες προέλευσης τουριστών, αλλά και οι επιπτώσεις της εμπορικής πολιτικής των ΗΠΑ.[8] Επιπλέον,

8 Ο ελληνικός τουρισμός ως εξαγωγική υπηρεσία δεν φαίνεται να επηρεάζεται άμεσα από τις αλλαγές πολιτικής των ΗΠΑ και ενδεχομένως παρουσιάζει χαμηλή ευαισθησία στα νέα μέτρα. Σημειώνεται ότι η αγορά των ΗΠΑ φαίνεται να αυξάνει σταθερά το μερίδιό της στις συνολικές ταξιδιωτικές αφίξεις και εισπράξεις της Ελλάδος την τελευταία δεκαετία (με εξαίρεση την περίοδο της πανδημίας). Συγκεκριμένα, οι αφίξεις Αμερικανών ταξιδιωτών ως ποσοστό των συνολικών αφίξεων μη κατοίκων στην Ελλάδα αυξήθηκαν από 2,7% το 2014 σε 4,3% το 2024, ενώ αντίστοιχα οι εισπράξεις από τις ΗΠΑ ως ποσοστό των συνολικών ταξιδιωτικών εισπράξεων της Ελλάδος ανήλθαν από 5,0% σε 7,3% την περίοδο 2014-2024. Οι ετήσιες εισπράξεις από τις ΗΠΑ, που ανέρχονταν σε 0,7 δισεκ. ευρώ το 2014, ξεπέρασαν το 1,5 δισεκ. ευρώ το 2024, ενώ η μέση δαπάνη ανά ταξίδι διαμορφώθηκε στα 1.022 ευρώ το 2024, έναντι 653 ευρώ για τις αφίξεις στην Ελλάδα από τις χώρες της ζώνης του ευρώ. Επιπλέον, ο προγραμματισμός πτήσεων από τις ΗΠΑ προς την Ελλάδα, σε συνδυασμό με την προσθήκη νέων δρομολογίων, δείχνει νέα αύξηση για το 2025, αποτυπώνοντας μια ανοδική δυναμική από την αγορά των ΗΠΑ.

Διάγραμμα IV.8 Εισερχόμενη ταξιδιωτική κίνηση και επιχειρηματικές προσδοκίες στον τουρισμό (Ιανουάριος 2020 - Δεκέμβριος 2024)

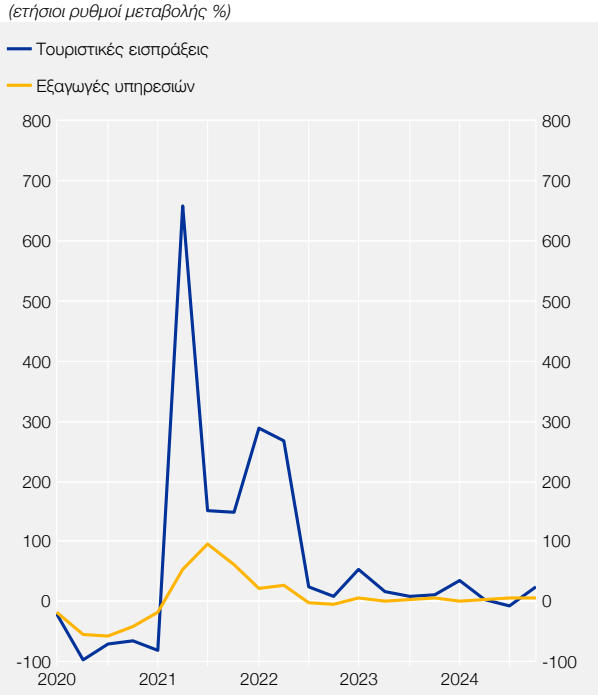
(ρυθμοί μεταβολής %)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και ΙΟΒΕ (προσδοκίες).

Διάγραμμα IV.9 Εισπράξεις από τον τουρισμό και εξαγωγές υπηρεσιών (α΄ τρίμηνο 2020 - δ΄ τρίμηνο 2024)

(ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής %)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΛΣΤΑΤ.
Σημείωση: Σταθερές τιμές έτους αναφοράς 2020 και 2015 αντίστοιχα, εποχικώς διορθωμένα στοιχεία.

η όξυνση της αβεβαιότητας λόγω της έντονης σεισμικής δραστηριότητας που παρατηρήθηκε κατά το πρώτο δίμηνο του έτους σε νησιά του Ν. Αιγαίου,[9] η αύξηση των τιμών των ακτοπλοϊκών εισιτηρίων από την 1η Μαΐου 2025 λόγω της χρήσης καθαρότερων και ακριβότερων καυσίμων, καθώς και η επιμονή του πληθωρισμού των υπηρεσιών (βλ. και Πλαίσιο IV.2), ενδέχεται να επηρεάσουν την ανοδική τάση του ελληνικού τουρισμού. Όμως, οι αρχικές ενδείξεις είναι θετικές, καθώς το πρώτο δίμηνο του 2025 οι διεθνείς τουριστικές αφίξεις στο Διεθνή Αερολιμένα Αθηνών ήταν κατά 15,3% περισσότερες από τις αντίστοιχες του 2024, ενώ σύμφωνα με στοιχεία της Fraport Greece, οι διεθνείς τουριστικές αφίξεις στα περιφερειακά αεροδρόμια της χώρας ήταν κατά 10,5% περισσότερες σε σύγκριση με το αντίστοιχο δίμηνο του 2024. Επιπρόσθετα, πλεονέκτημα για τον ελληνικό τουρισμό αποτελεί η συνέχιση των επενδύσεων από μεγάλες διεθνείς ξενοδοχειακές αλυσίδες, ενώ ο προγραμματισμός αεροπορικών θέσεων για την περίοδο Μαρτίου-Οκτωβρίου του 2025 καταγράφει αύξηση της τάξεως του 5%.[10] Βασικοί στόχοι για την περαιτέρω ανάπτυξη του τουρισμού είναι η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας τιμών σε σύγκριση με τους κυριότερους ανταγωνιστικούς προορισμούς, η αναβάθμιση των υποδομών και η υλοποίηση επενδύσεων για τον εκσυγχρονισμό των καταλυμάτων.[11]

9 Βλ. Κασιμάτη κ.ά. (2025), “Μελέτη περίπτωσης της Σαντορίνης: Η ζήτηση και η προσφορά του τουριστικού της προϊόντος”, Ινστιτούτο ΕΝΑ.

10 Στοιχεία Airdata Tracker ΙΝΣΕΤΕ.

11 Βλ. και Γ. Στουρνάρας, “Στο 19,2% του ΑΕΠ η συνολική συνεισφορά στην οικονομία – Διαρθρωτικές αδυναμίες, στόχοι και ευκαιρίες”, *Χρήμα & Τουρισμός*, 7.2.2025.

Πλαίσιο IV.1

ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΗ ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΜΑΚΡΟΧΡΟΝΙΩΝ ΤΑΣΕΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Από την ένταξη της Ελλάδος στη ζώνη του ευρώ (2001) μέχρι και σήμερα, η ελληνική οικονομία έχει διέλθει από όλες τις φάσεις του οικονομικού κύκλου και έχει δεχθεί μια σειρά ισχυρών διαταραχών, όπως η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση (2007-2009), η εγχώρια κρίση χρέους (2010-2018), η πανδημία COVID-19 (2020-2021) και η πρόσφατη ενεργειακή κρίση (2022-2023). Η μελέτη της επίδρασης των προαναφερόμενων διαταραχών στις βραχυχρόνιες μεταβολές κύριων μακροοικονομικών μεγεθών της ελληνικής οικονομίας, όπως το ΑΕΠ ή ο πληθωρισμός, έχει συγκεντρώσει το ενδιαφέρον των αναλυτών και των υπευθύνων χάραξης οικονομικής πολιτικής. Αντιθέτως, οι μακροχρόνιες τάσεις στην ελληνική οικονομία, αν και διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην άσκηση της νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής, δεν έχουν μελετηθεί επαρκώς και σε βάθος.[1] Στο παρόν πλαίσιο εφαρμόζονται σύγχρονες οικονομετρικές τεχνικές προκειμένου να εκτιμηθεί η μακροχρόνια τάση κύριων μακροοικονομικών μεγεθών και με αυτό τον τρόπο να διερευνηθεί εάν οι προαναφερθείσες οικονομικές διαταραχές έχουν επιφέρει κάποια δομική αλλαγή (structural change) στις μακροχρόνιες τάσεις της ελληνικής οικονομίας.

Οικονομετρικό υπόδειγμα και εμπειρική ανάλυση

Γενικά, για την αξιόπιστη οικονομετρική εκτίμηση των μακροχρόνιων τάσεων των μακροοικονομικών μεταβλητών, αλλά και για τον εντοπισμό τυχόν δομικών αλλαγών σε αυτές, απαιτούνται υποδείγματα χρονολογικών σειρών τα οποία συγκεντρώνουν μια σειρά από τεχνικά χαρακτηριστικά, όπως είναι: (α) ο διαχωρισμός των μεταβλητών σε κυκλική συνιστώσα και σε συνιστώσα τάσης (trend-cycle components)[2], (β) η μη γραμμική και χρονικά μεταβαλλόμενη υποδειγματοποίηση της τάσης, (γ) η χρήση μεγάλου αριθμού επεξηγηματικών μεταβλητών, οι οποίες ερμηνεύουν ικανοποιητικά τις βραχυχρόνιες (κυκλικές) μεταβολές της υπό εξέτασης μεταβλητής, έτσι ώστε να είναι δυνατή μια πιο αξιόπιστη εκτίμηση της μακροχρόνιας τάσης, και (δ) η χρήση στοχαστικής μεταβλητότητας στα κατάλοιπα του υποδείγματος, η οποία μας επιτρέπει να λαμβάνουμε υπόψη τη χρονικά μεταβαλλόμενη μακροοικονομική αβεβαιότητα στις εκτιμήσεις των συντελεστών αλλά και της τάσης. Η Τράπεζα της Ελλάδος έχει αναπτύξει μια σειρά από διανυσματικά αυτοπαλίνδρομα υποδείγματα κατά Bayes (Bayesian Vector Autoregressions, BVARs), τα οποία υιοθετούν όλα τα προαναφερόμενα χαρακτηριστικά και επιτρέπουν να εκτιμηθούν με μεγαλύτερη αξιοπιστία οι μακροχρόνιες τάσεις των κύριων μακροοικονομικών μεταβλητών της ελληνικής οικονομίας.[3]

Με βάση τα προαναφερθέντα υποδείγματα τα οποία χρησιμοποιούν την πληροφόρηση μεγάλου αριθμού μεταβλητών, εκτιμάται η μακροχρόνια τάση δέκα (10) βασικών μακροοικονομικών μεταβλητών της ελληνικής οικονομίας. Το δείγμα εκτείνεται από το β΄ τρίμηνο του 1998 έως και το β΄ τρίμηνο του 2024 και περιλαμβάνει ετησιοποιημένους ρυθμούς μεταβολής μεταβλητών που αφορούν την οικονομική δραστηριότητα (σε πραγματικούς όρους), τον πληθωρισμό και τα ονομαστικά επιτόκια της ελληνικής οικονομίας, ακολουθώντας τη βιβλιο-

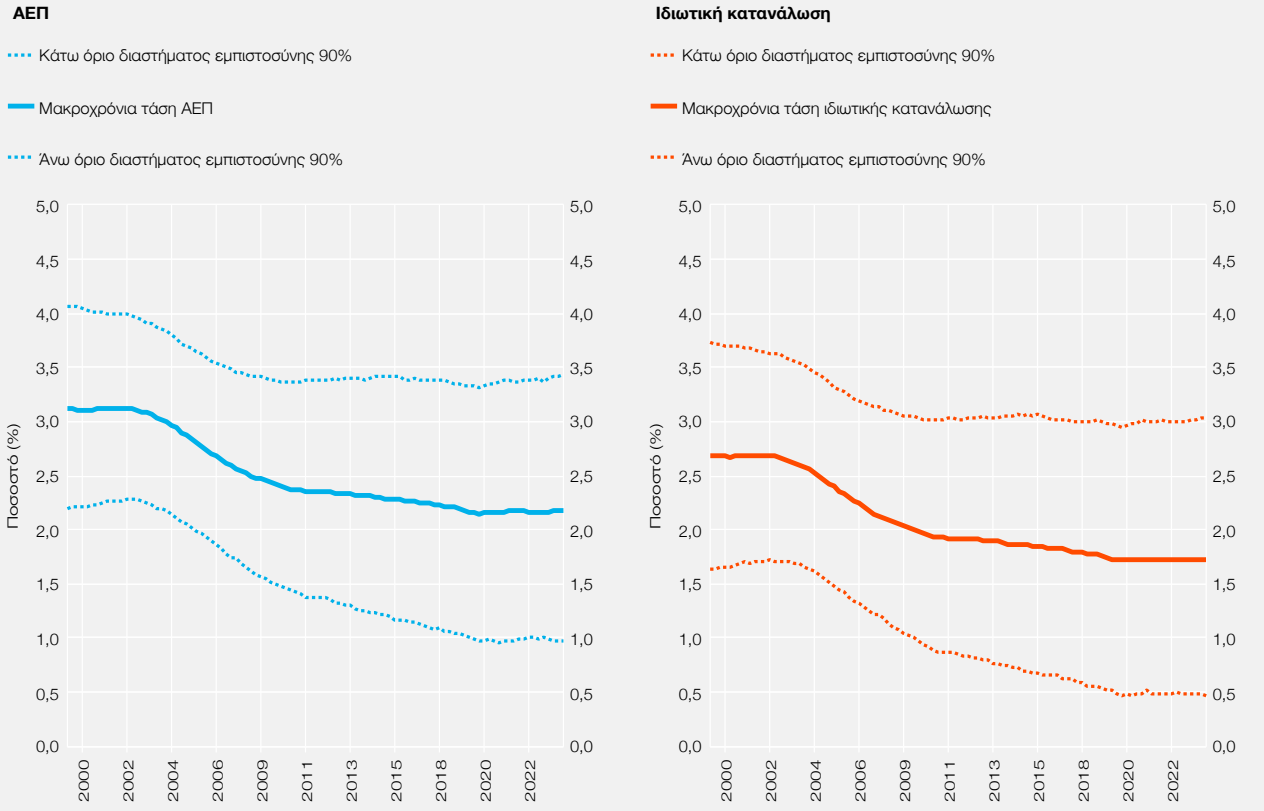
1 Για παράδειγμα, ο Orphanides, A. (2003), “The quest for prosperity without inflation”, *Journal of Monetary Economics*, 50(3), 633-663, επικεντρώνεται στα λάθη που μπορεί να προκύψουν στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής λόγω της διαστρεβλωμένης αντίληψης για τη μακροχρόνια ανάπτυξη της οικονομίας, ενώ ο Auerbach, A.J. (2011), “Long-term fiscal sustainability in major economies”, BIS Working Paper No. 361, υπογραμμίζει ότι μικρές αλλαγές στις υποθέσεις για τη μακροχρόνια πορεία της οικονομίας μπορεί να έχουν μεγάλες επιπτώσεις στις ασκήσεις δημοσιονομικής βιωσιμότητας.

2 Η κυκλική συνιστώσα μιας χρονοσειράς αναφέρεται στις βραχυχρόνιες μεταβολές αυτής γύρω από τη μακροχρόνια τάση της, χωρίς όμως να υπάρχει συγκεκριμένη περιοδικότητα (όπως συμβαίνει με την εποχική συνιστώσα).

3 Πιο συγκεκριμένα, το υπόδειγμα το οποίο χρησιμοποιείται στην παρούσα μελέτη ονομάζεται υβριδικό διανυσματικό αυτοπαλίνδρομο υπόδειγμα κοινών τάσεων (Hybrid Common-Trend Vector Autoregression (HCT-VAR) model) και βασίζεται στην εργασία Louzis, D.P. (2024), “Large Hybrid Common-Trend Vector Autoregressions”, *mimeo*. Το συγκεκριμένο υπόδειγμα ανήκει στην οικογένεια των trend-cycle VARs τα οποία πρότεινε στη βιβλιογραφία και συνεχίζει να εξελίσσει η Τράπεζα της Ελλάδος μέσα από μια σειρά ερευνητικών εργασιών. Συγκεκριμένα, βλ. (α) Louzis, D.P. (2016), “Macroeconomic forecasting and structural changes in steady states”, Bank of Greece Working Paper No. 204, (β) Louzis, D.P. (2019), “Steady-state modeling and macroeconomic forecasting quality”, *Journal of Applied Econometrics*, 34(2), 285-314, και (γ) Louzis, D.P. (2023), “Trend inflation and inflation expectations in high dimensional vector autoregressions”, *Conference on Research on Economic Theory and Econometrics (CRETE) 2023*, https://www2.aueb.gr/conferences/Crete2023/papers/Louzis.pdf.

Διάγραμμα Α Μακροχρόνια τάση του ρυθμού μεταβολής του ΑΕΠ και της ιδιωτικής κατανάλωσης στην ελληνική οικονομία

(ετησιοποιημένα στοιχεία σε πραγματικούς όρους)



Πηγή: Οικονομετρικές εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

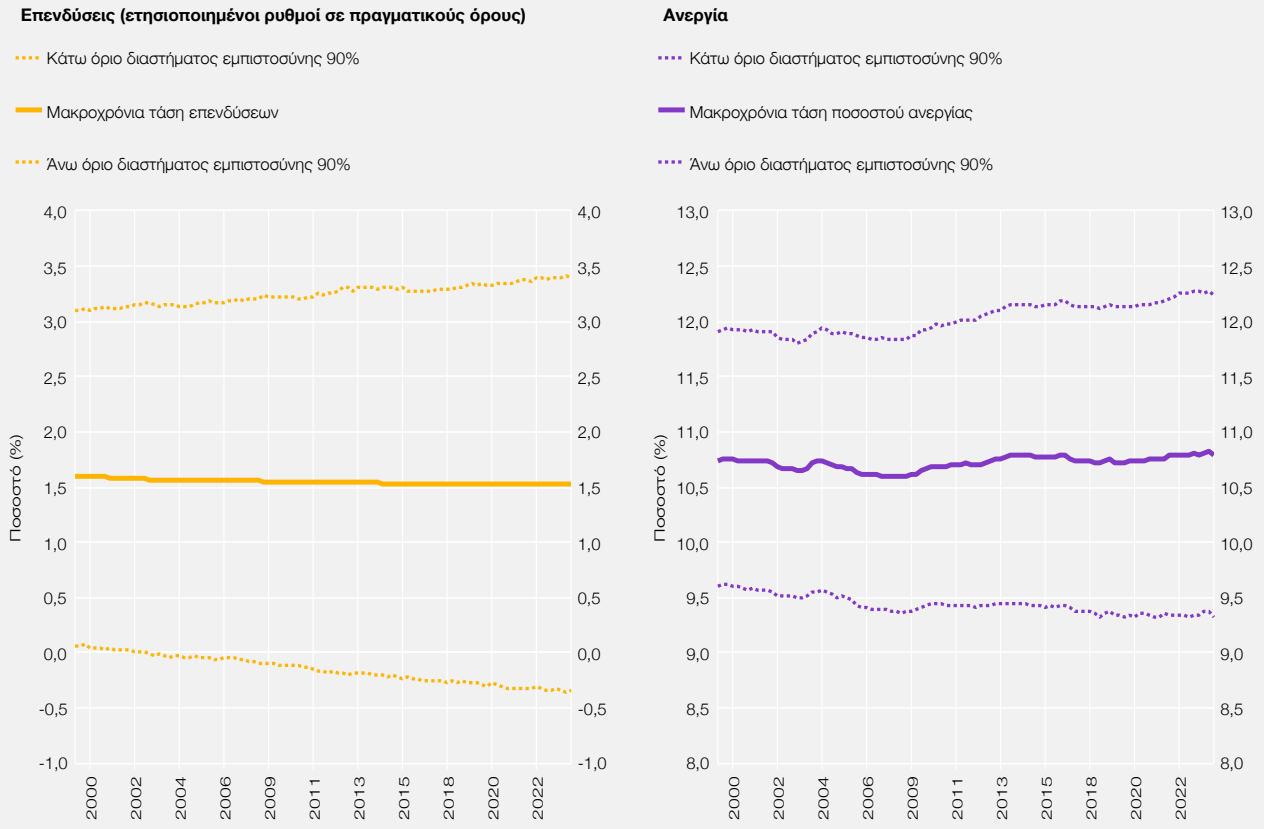
γραφία των νεοκεϋνσιανών διανυσματικών αυτοπαλίνδρομων υποδειγμάτων.[4] Στη συνέχεια, παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της εκτίμησης του υποδείγματος με έμφαση στις μεταβλητές για την οικονομική δραστηριότητα και το επίπεδο των τιμών.[5]

Πιο συγκεκριμένα, το Διάγραμμα Α παρουσιάζει τη μακροχρόνια τάση για τους ετησιοποιημένους ρυθμούς μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ και της κατανάλωσης των νοικοκυριών. Τα αποτελέσματα της οικονομετρικής

4 Πιο συγκεκριμένα, οι μεταβλητές που περιλαμβάνονται στο υπόδειγμα είναι οι εξής: (1) πραγματικό ΑΕΠ σε τιμές 2015 (ΑΕΠ), (2) πραγματική τελική καταναλωτική δαπάνη νοικοκυριών σε τιμές 2015 (ιδιωτική κατανάλωση), (3) συνολικές ώρες εργασίας, (4) πραγματικός ακαθάριστος σχηματισμός πάγιου κεφαλαίου σε τιμές 2015 (συνολικές επενδύσεις), (5) ποσοστό ανεργίας, (6) αποπληθωριστής ΑΕΠ, (7) Δείκτης Τιμών Καταναλωτή (ΔΤΚ), (8) Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ), (9) βραχυχρόνια επιτόκια (από το α΄ τρίμηνο του 2001 ο δείκτης αυτός ουσιαστικά ταυτίζεται με το Euribor 3 μηνών) και (10) μακροχρόνια επιτόκια (πρόκειται για ένα δείκτη που προσεγγίζει τις αποδόσεις του 10ετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου). Για όλες τις μεταβλητές εκτός από το ποσοστό ανεργίας και τα επιτόκια, χρησιμοποιούμε ετησιοποιημένους ρυθμούς μεταβολής μεταξύ δύο τριμήνων (quarter-on-quarter, QoQ), ενώ για τις μεταβλητές οι οποίες δεν είναι εποχικά διορθωμένες χρησιμοποιούμε την εποχική διόρθωση Tramo-Seats. Το υπόδειγμα εκτιμάται με μπεϋζιανές μεθόδους και χρησιμοποιούνται 4 χρονικές υστερήσεις (για περισσότερες λεπτομέρειες σχετικά με την εκτίμηση των υποδειγμάτων, βλ. υποσημείωση 3).

5 Η μακροχρόνια τάση των ονομαστικών επιτοκίων που παράγεται από το υπόδειγμα παρουσιάζει μειωμένο ενδιαφέρον σε σχέση με τη μακροχρόνια τάση των πραγματικών επιτοκίων, η οποία χρησιμοποιείται στη βιβλιογραφία ως προσέγγιση για το λεγόμενο *φυσικό επιτόκιο* (natural rate of interest ή r-star). Για το λόγο αυτό, καθώς και για λόγους οικονομίας χώρου και χρόνου, δεν παρουσιάζονται τα αποτελέσματα για τη μακροχρόνια τάση των ονομαστικών επιτοκίων. Σε κάθε περίπτωση, η μακροχρόνια τάση των ονομαστικών επιτοκίων είναι πτωτική μέχρι και το 2020, οπότε και η τάση αντιστρέφεται και αρχίζει μια ελαφρώς ανοδική πορεία μέχρι και το τέλος του δείγματος (β΄ τρίμηνο 2024), αντανακλώντας τη νομισματική πολιτική της ΕΚΤ.

Διάγραμμα Β Μακροχρόνια τάση του ρυθμού μεταβολής των επενδύσεων και του ποσοστού ανεργίας στην ελληνική οικονομία



Πηγή: Οικονομετρικές εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

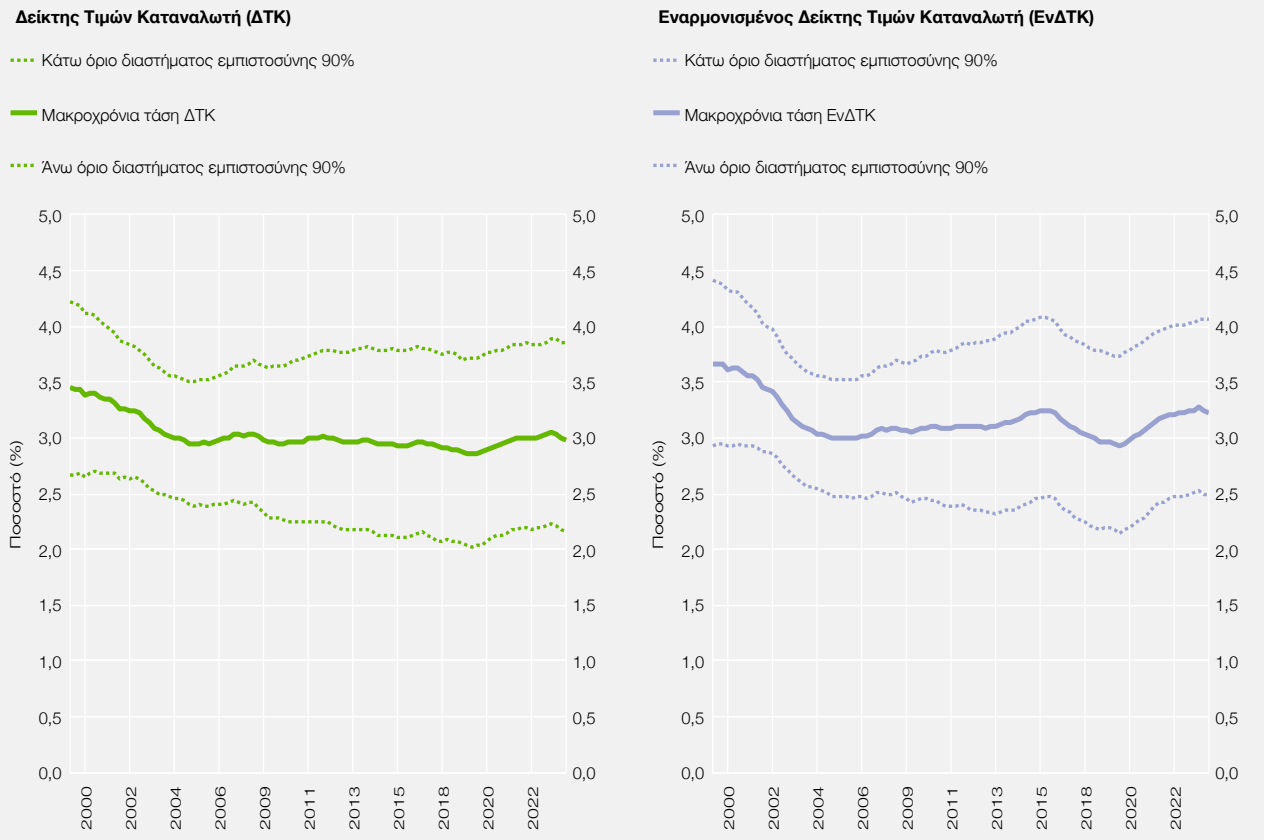
εκτίμησης δείχνουν ότι η μακροχρόνια τάση και των δύο μεταβλητών μειώθηκε σταδιακά σχεδόν κατά μία (1) ποσοστιαία μονάδα (ποσ. μον.) στη διάρκεια του υπό εξέταση δείγματος. Έτσι, η τάση του ρυθμού μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ μειώθηκε σταδιακά από 3,1% (2,7% για την ιδιωτική κατανάλωση) μέχρι περίπου και το 2003 σε 2,15% (1,72% για την ιδιωτική κατανάλωση) το 2020.[6] Αξίζει να σημειωθεί ότι η μεγαλύτερη μείωση του μέσου ρυθμού μεταβολής και των δύο μεταβλητών πραγματοποιήθηκε έως και το 2011 (0,74 και 0,67 ποσ. μον. για το ΑΕΠ και την ιδιωτική κατανάλωση αντίστοιχα), αντανακλώντας τις επιπτώσεις της ελληνικής κρίσης χρέους και της έναρξης των προγραμμάτων οικονομικής προσαρμογής. Αντιθέτως, η διαταραχή που προκάλεσε η πανδημία COVID-19 όχι μόνο δεν επηρέασε αρνητικά τη μακροχρόνια τάση του ΑΕΠ και της ιδιωτικής κατανάλωσης, αλλά η μακροχρόνια τάση τους σταθεροποιήθηκε τόσο κατά τη διάρκεια της πανδημίας όσο και κατά την τρέχουσα μεταπανδημική περίοδο. Σε αυτό συνέβαλαν τα προγράμματα οικονομικής ενίσχυσης των νοικοκυριών και επιχειρήσεων τα οποία εφαρμόστηκαν κατά την περίοδο της πανδημίας και της ενεργειακής κρίσης που ακολούθησε, αποτρέποντας την περαιτέρω μείωση της τάσης του ρυθμού μεταβολής των εν λόγω μεταβλητών.

Το Διάγραμμα Β παρουσιάζει τις εκτιμήσεις για τη μακροχρόνια τάση του ρυθμού μεταβολής του ακαθάριστου σχηματισμού πάγιου κεφαλαίου σε πραγματικούς όρους (ή, συνοπτικά, των συνολικών επενδύσεων), καθώς και του ποσοστού ανεργίας. Η μακροχρόνια τάση των επενδύσεων έχει σημειώσει ελαφρά γραμμική μείωση κατά 0,08 ποσ. μον. καθ' όλη τη διάρκεια του δείγματος (από 1,6% σε 1,52%), ενώ μικρή αύξηση κατά 0,18 ποσ. μον.

6 Η μακροχρόνια τάση του ρυθμού μεταβολής του ΑΕΠ μπορεί να μεταφραστεί ως η ποσοστιαία μεταβολή του δυνητικού ΑΕΠ. Αυτό σημαίνει ότι, αν δεν είχε υπάρξει κάποια μόνιμη δομική αλλαγή, θα μπορούσε το δυνητικό ΑΕΠ στην ελληνική οικονομία να αυξάνεται κατά 2,1% περίπου ετησίως τα επόμενα χρόνια.

Διάγραμμα Γ Μακροχρόνια τάση του ρυθμού μεταβολής του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή και του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή

(ετησιοποιημένα στοιχεία)



Πηγή: Οικονομετρικές εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

(από 10,6% σε 10,78%) παρουσίασε η μακροχρόνια τάση της ανεργίας. Αξίζει να σημειωθεί ότι το διάστημα εμπιστοσύνης 90% για τη μακροχρόνια τάση του ρυθμού μεταβολής των επενδύσεων είναι κατά περίπου 0,5 ποσ. μον. μεγαλύτερο σε σχέση με αυτό της μακροχρόνιας τάσης του ΑΕΠ και της ιδιωτικής κατανάλωσης. Αυτό το εύρημα υποδηλώνει τη μεγαλύτερη αβεβαιότητα που περιβάλλει τις εκτιμήσεις λόγω της υψηλής μεταβλητότητας του ρυθμού μεταβολής των επενδύσεων.

Πάντως, τα αποτελέσματα της εκτίμησης δεν υποδεικνύουν κάποια δομική αλλαγή στις μακροχρόνιες τάσεις, όπως ίσως θα αναμενόταν λόγω της μεγάλης μεταβλητότητας που παρουσίασαν οι εν λόγω μεταβλητές κατά τη διάρκεια της εγχώριας κρίσης χρέους. Αυτό μπορεί να αποδοθεί στους εξής λόγους: (α) στην ικανότητα του υποδείγματος να λαμβάνει υπόψη παράγοντες που επηρεάζουν τις κυκλικές μεταβολές των μεταβλητών και να παράγει φιλτραρισμένες – καθαρές – εκτιμήσεις των μακροχρόνιων τάσεων, (β) στην προσεκτική παραμετροποίηση των εκ των προτέρων κατανομών (prior distributions) των συντελεστών του υποδείγματος, έτσι ώστε να ελαχιστοποιείται η μη ουσιώδης μεταβολή (ή αλλιώς θόρυβος) στις εκτιμήσεις των μακροχρόνιων τάσεων,[7] και (γ) στην αποκλιμάκωση της ανεργίας και την επαναφορά του ρυθμού μεταβολής των επενδύσεων στα προ κρίσης

7 Για την παραμετροποίηση των εκ των προτέρων κατανομών, βλ. Del Negro, M., D. Giannone, M.P. Giannoni and A. Tambalotti (2017), “Safety, liquidity, and the natural rate of interest”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 48(1), 235-316. Σε κάθε περίπτωση, η παραμετροποίηση των εκ των προτέρων κατανομών αντανακλά τις πεποιθήσεις του οικονομολόγου για το επίπεδο και την πορεία των (χρονικά μεταβαλλόμενων) συντελεστών του υποδείγματος. Τα αποτελέσματα που παρουσιάζονται στο παρόν πλαίσιο δεν μεταβάλλονται ουσιωδώς σε εναλλακτικές παραμετροποιήσεις των εκ των προτέρων κατανομών (robustness checks).

επίπεδα, ως αποτέλεσμα και των μεταρρυθμίσεων τόσο στην αγορά εργασίας όσο και στο θεσμικό πλαίσιο για την προσέλκυση νέων επενδύσεων.[8]

Τέλος, στο Διάγραμμα Γ παρουσιάζεται η μακροχρόνια τάση του πληθωρισμού (trend inflation), όπως αυτός προσεγγίζεται από τον ετησιοποιημένο ρυθμό μεταβολής του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΔΚΤ) και του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ). Η μακροχρόνια τάση και των δύο δεικτών του πληθωρισμού ακολουθεί κοινή και σταθερή πορεία, με την τάση του ΕνΔΤΚ να εμφανίζει συγκριτικά ελαφρώς υψηλότερη μεταβλητότητα. Συγκεκριμένα, η τάση του πληθωρισμού, όπως μετρείται με βάση τον ΔΤΚ, μειώνεται από το 3,5% στην αρχή του δείγματος γύρω στο 3% το 2004 και παραμένει κοντά σε αυτά τα επίπεδα καθ' όλη τη διάρκεια της υπό εξέταση χρονικής περιόδου. Η μακροχρόνια τάση του πληθωρισμού βάσει του ΕνΔΤΚ ακολουθεί παρόμοια πορεία μέχρι και το 2004, αλλά παρουσιάζει σχετικά μεγαλύτερη διακύμανση, με τις τιμές να κυμαίνονται μεταξύ 3% και 3,25% μέχρι και το τέλος του δείγματος. Σημειώνεται ότι γενικά, και παρά τις επιμέρους διακυμάνσεις, δεν διακρίνεται κάποια συνολική ανοδική ή καθοδική πορεία μόνιμου χαρακτήρα που συνιστά δομική αλλαγή στη μακροχρόνια τάση του πληθωρισμού της ελληνικής οικονομίας. Ακόμη και οι έντονες πληθωριστικές πιέσεις στη διάρκεια της πρόσφατης ενεργειακής κρίσης, αλλά και κατά την τρέχουσα μεταπανδημική περίοδο, δεν επηρέασαν ουσιωδώς τη μακροχρόνια τάση του πληθωρισμού. Το γεγονός αυτό υπογραμμίζει την αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής που ακολουθείται από την ΕΚΤ και έχει ως αποτέλεσμα τη συγκράτηση της μακροχρόνιας τάσης του πληθωρισμού σε ελαφρώς ανοδικά επίπεδα παρά τις διαρκείς πληθωριστικές προκλήσεις των τελευταίων ετών.[9]

Ανάλυση της μακροχρόνιας τάσης του ρυθμού μεταβολής του ΑΕΠ

Τα αποτελέσματα της οικονομετρικής εκτίμησης για τη μακροχρόνια τάση του ρυθμού μεταβολής του ΑΕΠ (βλ. Διάγραμμα Α) έδειξαν ότι το αποτύπωμα των οικονομικών εξελίξεων κατά τις προηγούμενες δύο δεκαετίες έχει χαρακτηριστικά μόνιμης δομικής αλλαγής στο ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ στην ελληνική οικονομία. Το υπόδειγμα που χρησιμοποιείται επιτρέπει να διαχωριστεί η μακροχρόνια τάση της ανάπτυξης σε δύο αθροιζόμενες συνιστώσες: (α) τη μακροχρόνια τάση του ρυθμού μεταβολής της παραγωγικότητας της εργασίας και (β) τη μακροχρόνια τάση του ρυθμού μεταβολής της εισροής εργασίας, η οποία δεν σχετίζεται με την παραγωγικότητα της εργασίας και προσεγγίζεται από τις συνολικές ώρες εργασίας στην ελληνική οικονομία.[10]

Από τα αποτελέσματα των εκτιμήσεων, τα οποία παρουσιάζονται στο Διάγραμμα Δ, προκύπτει ότι η μείωση της μακροχρόνιας τάσης του ρυθμού ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας μέχρι και το 2011 οφείλεται στη μείωση τόσο της μακροχρόνιας τάσης της παραγωγικότητας της εργασίας όσο και των συνολικών ωρών εργασίας. Μάλιστα, η συμβολή των ωρών εργασίας στη συνολική μείωση της μακροχρόνιας τάσης του ΑΕΠ μέχρι και το 2011 είναι ελαφρώς μεγαλύτερη από τη συμβολή της παραγωγικότητας της εργασίας.[11] Από το 2011 μέχρι και την τρέχουσα περίοδο, όμως, η εικόνα αντιστρέφεται, με τη μακροχρόνια τάση του ρυθμού μεταβολής των ωρών εργα-

---

8 Περαιτέρω ανάλυση για την επεξήγηση της πορείας των μακροχρόνιων τάσεων των συνολικών επενδύσεων και της ανεργίας δεν είναι δυνατή με το συγκεκριμένο υπόδειγμα. Παρ' όλα αυτά, οι μεταρρυθμίσεις στην αγορά εργασίας, οι οποίες στοχεύουν κυρίως στη μείωση της διαρθρωτικής ανεργίας, φαίνεται να έχουν διαδραματίσει σημαντικό ρόλο στη συγκράτηση της μακροχρόνιας τάσης της ανεργίας.

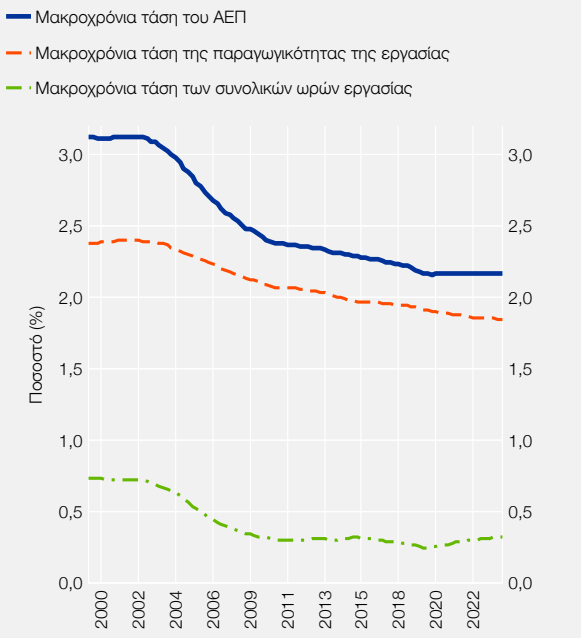
9 Οι εκτιμήσεις για τη μακροχρόνια τάση του αποπληθωριστή του ΑΕΠ είναι ποιοτικά παρόμοιες με αυτές για τον ΔΤΚ και τον ΕνΔΤΚ.

10 Για περισσότερες λεπτομέρειες σχετικά με αυτόν το διαχωρισμό, βλ. Antolin-Diaz, J., T. Drechsel and I. Petrella (2017), "Tracking the Slowdown in Long-Run GDP Growth", *The Review of Economics and Statistics*, 99(2), 343-356. Περιληπτικά, η χρήση των συνολικών ωρών εργασίας μάς δίνει τη δυνατότητα να ταυτοποιήσουμε και να εκτιμήσουμε τη μακροχρόνια τάση της παραγωγικότητας της εργασίας, η οποία στο συγκεκριμένο υπόδειγμα περιλαμβάνει τεχνολογικούς και άλλους παράγοντες. Περαιτέρω ανάλυση της μακροχρόνιας τάσης της παραγωγικότητας της εργασίας, καθώς και η ταυτοποίηση τεχνολογικών και μη τεχνολογικών παραγόντων που μπορεί να επηρεάζουν τις μεταβολές της απαιτούν τη χρήση νέων μεταβλητών, όπως η συνολική παραγωγικότητα των συντελεστών παραγωγής (TFP) κ.ά. (βλ. επίσης Appendix K της προαναφερθείσας μελέτης). Μια τέτοιου είδους ανάλυση δεν είναι δυνατή με βάση το συγκεκριμένο υπόδειγμα και δεν εμπίπτει στο αντικείμενο του παρόντος πλαισίου.

11 Συγκεκριμένα, η τάση του ρυθμού μεταβολής του ΑΕΠ μειώθηκε κατά 0,74 ποσ. μον. μέχρι και το 2011, με 0,34 ποσ. μον. να αποδίδεται στη μείωση της τάσης της παραγωγικότητας της εργασίας και 0,40 ποσ. μον. στη μείωση της τάσης των ωρών εργασίας.

Διάγραμμα Δ Ανάλυση της μακροχρόνιας τάσης του ρυθμού μεταβολής του ΑΕΠ

(ετησιοποιημένοι ρυθμοί μεταβολής σε πραγματικούς όρους)



Πηγή: Οικονομετρικές εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

σίας να σταθεροποιείται κοντά στο 0,30% και να ανακάμπτει ελαφρώς από το 2020 μέχρι και σήμερα.[12] Αντίθετα, η μακροχρόνια τάση του ρυθμού μεταβολής της παραγωγικότητας της εργασίας συνεχίζει τη, σχεδόν γραμμική, καθοδική πορεία της μέχρι και το τέλος του δείγματος (από 2,35% σε 1,80%). Αυτό σημαίνει ότι από το 2011 και μετά η μείωση της μακροχρόνιας τάσης της παραγωγικότητας της εργασίας συμβάλλει σχεδόν αποκλειστικά στη μείωση της μακροχρόνιας τάσης του ρυθμού μεταβολής του ΑΕΠ.[13,14]

Συμπεράσματα και προτάσεις νομισματικής πολιτικής

Το παρόν πλαίσιο διερευνά τη μακροχρόνια τάση βασικών μακροοικονομικών μεγεθών της ελληνικής οικονομίας, όπως μεταξύ άλλων το ΑΕΠ, οι επενδύσεις, η ανεργία και ο πληθωρισμός, για μια περίοδο που καλύπτει τα τελευταία 25 περίπου έτη. Αν και κατά την υπό εξέταση περίοδο παρατηρείται έντονη μακροοικονομική μεταβλητότητα λόγω ισχυρών οικονομικών διαταραχών, τα αποτελέσματα των εκτιμήσεων φανερώνουν ότι, γενικά, οι μακροχρόνιες τάσεις των υπό εξέταση μεταβλητών παραμένουν σχετικά ανεπηρέαστες, με εξαίρεση αυτές του ρυθμού μεταβολής του ΑΕΠ και της ιδιωτικής κατανάλωσης. Για αυτές τις μεταβλητές τα αποτελέσματα φανερώνουν μια μόνιμη μείωση της μακροχρόνιας τάσης κατά μία (1) ποσοστιαία μονάδα, η οποία οφείλεται κυρίως στη μειούμενη μακροχρόνια τάση της παραγωγικότητας της εργασίας.

Πρόσφατα εμπειρικά ευρήματα δείχνουν ότι η παραγωγικότητα της εργασίας αποτελεί ιδιαίτερα κρίσιμο μέγεθος για μια βιώσιμη οικονομική ανάπτυξη εν όψει των σύγχρονων προκλήσεων της κλιματικής αλλαγής και της πράσινης μετάβασης.[15] Επιπλέον, η κατάλληλη νομισματική πολιτική μπορεί να συνεισφέρει στη βελτίωση της παραγωγικότητας της εργασίας. Μια διευκολυντική (accommodative) νομισματική πολιτική μπορεί υπό τις κατάλληλες προϋποθέσεις (ceteris paribus) να βελτιώσει μακροπρόθεσμα την παραγωγικότητα της εργασίας μέσω της τόνωσης της ζήτησης για επενδύσεις σε νέες, καινοτόμες και πιο παραγωγικές τεχνολογίες.[16]

12 Σύμφωνα με έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (European Commission (2023), *Labour Market and Wage Developments in Europe. Annual Review 2023*), οι ρυθμοί μεταβολής των συνολικών ωρών εργασίας και της απασχόλησης τείνουν να αντιδρούν με τον ίδιο τρόπο στις διάφορες φάσεις του οικονομικού κύκλου στη ζώνη του ευρώ (τουλάχιστον μέχρι και το 2019). Επίσης, σύμφωνα με την ίδια πηγή, οι συνολικές ώρες εργασίας συνήθως δεν επανέρχονται στα προ κρίσης επίπεδα λόγω της χρήσης νέων τεχνολογιών μετά από περιόδους έντονης ύφεσης. Ακόμη, επισημαίνεται ότι μέρος της αύξησης του μέσου εβδομαδιαίου χρόνου εργασίας στη μεταπανδημική περίοδο οφείλεται στην εφαρμογή της τηλεργασίας.

13 Οι Antolin-Diaz et al. (ό.π.) εξάγουν ανάλογα συμπεράσματα για την οικονομία της ευρωζώνης (ως σταθμισμένο μέσο όρο των οικονομιών της Γερμανίας, της Ιταλίας και της Γαλλίας).

14 Βλ. επίσης Lopez-Garcia, P. and B. Szörfi (2021), “Key factors behind productivity trends in euro area countries”, *ECB Economic Bulletin*, Issue 7/2021.

15 Yu, X., A. Dilanchiev and S. Bibi (2024), “Enhancing labor productivity as a key strategy for fostering economic growth and resource efficiency”, *Heliyon*, 10(3) (e24640).

16 Βλ. υποσημείωση 14. Στην ίδια εργασία οι συγγραφείς αναφέρουν ότι ένας δεύτερος δίαυλος μέσω του οποίου μια διευκολυντική νομισματική πολιτική αυξάνει τη συνολική παραγωγικότητα της οικονομίας είναι μέσω της τόνωσης των επιχειρηματικών κερδών που θα επιτρέψει τη διάσωση επιχειρήσεων με υψηλή παραγωγικότητα, οι οποίες όμως βρίσκονται σε δυσχερή οικονομική κατάσταση. Επίσης, τα εμπειρικά αποτελέσματα της εν λόγω εργασίας δείχνουν ότι μια διαταραχή διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής θα αυξήσει μακροπρόθεσμα τη συνολική παραγωγικότητα των συντελεστών παραγωγής στις χώρες της ζώνης του ευρώ.

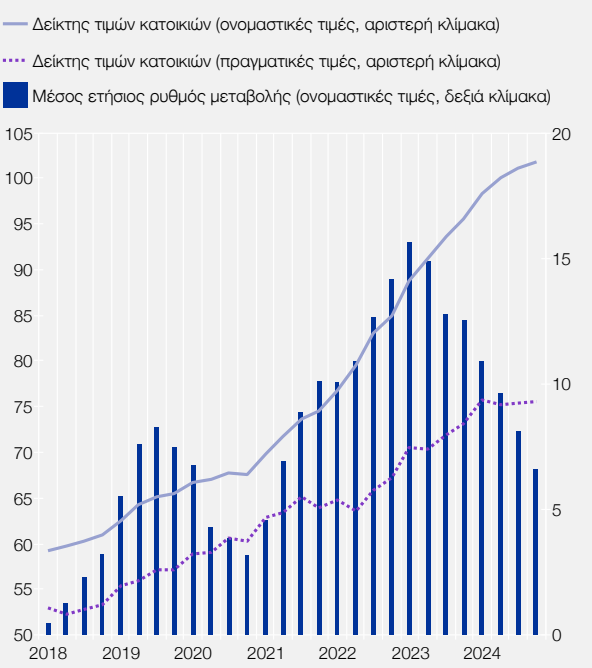
3 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

Στη διάρκεια του 2024 η αγορά ακινήτων παρέμεινε ιδιαίτερα ενεργή, προσελκύοντας ενδιαφέρον και κεφάλαια από την Ελλάδα και το εξωτερικό. Οι τιμές των ακινήτων κινήθηκαν ανοδικά, με το υψηλών προδιαγραφών τμήμα της αγοράς να καταγράφει σημαντικούς ρυθμούς αύξησης. Το επενδυτικό ενδιαφέρον κατευθύνθηκε σε όλο το φάσμα των χρήσεων ακινήτων, με τη ζήτηση να εξακολουθεί να υπερβαίνει την προσφορά αποθέματος σύγχρονων προδιαγραφών. Οι συνθήκες γεωπολιτικής αβεβαιότητας των τελευταίων ετών και το αυξημένο κόστος ενέργειας και υλικών, σε συνδυασμό με τις πρόσφατες εξελίξεις που αφορούν και επηρεάζουν άμεσα τον τομέα των κατασκευών,[12] θέτουν περιορισμούς στην ομαλή τροφοδότηση της αγοράς με νέα ακίνητα. Με δεδομένους αυτούς τους περιορισμούς της προσφοράς, οι τιμές, ειδικά των οικιστικών ακινήτων, αναμένεται να συνεχίσουν τη θετική τους πορεία και κατά την προσεχή περίοδο, υπό την προϋπόθεση της διατήρησης της τρέχουσας ζήτησης από το εξωτερικό και το εσωτερικό.

Σύμφωνα με τους δείκτες τιμών διαμερισμάτων που δημοσιεύει η Τράπεζα της Ελλάδος, η αγορά κατοικιών στο σύνολο της χώρας συνεχίζει να καταγράφει ισχυρούς ετήσιους ρυθμούς αύξησης στις ονομαστικές τιμές των διαμερισμάτων, οι οποίοι όμως επιβραδύνονται κατά τα τελευταία επτά τρίμηνα. Αναλυτικότερα, σύμφωνα με τα στοιχεία εκτιμήσεων που συλλέγονται από τα πιστωτικά ιδρύματα της χώρας, το 2024 στην αγορά κατοικιών σε επίπεδο χώρας καταγράφεται αύξηση των τιμών, με τις τιμές των διαμερισμάτων να ενισχύονται κατά 8,7% σε ετήσια βάση, έναντι σημαντικής αύξησης κατά 13,9% το 2023 και 11,9% το 2022 (βλ. Διάγραμμα IV.10).[13] Οι τιμές των νέων διαμερισμάτων (ηλικίας έως 5 ετών) το 2024 αυξήθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 10,1%, πιο ενισχυμένο σε σχέση με αυτόν των παλαιών διαμερισμάτων (7,8%). Με διάκριση κατά γεωγραφική περιοχή, ισχυροί ετήσιοι ρυθμοί αύξησης στις τιμές των διαμερισμάτων καταγράφηκαν στη Θεσσαλονίκη (11,2%) και στις λοιπές περιοχές της χώρας (10,6%), ενώ στην Αθήνα και στις άλλες μεγάλες πόλεις οι αντίστοιχοι ρυθμοί αύξησης ήταν ηπιότεροι σε σχέση με το μέσο ετήσιο ρυθμό για το σύνολο της χώρας (8,2% και 7,1%). Αξίζει να σημειωθεί ότι το δ΄ τρίμηνο του 2024 ο δείκτης τιμών ακινήτων για το σύνολο της Ελλάδος ανέρχεται στο 101,9 και υπολείπεται κατά 0,4% του ιστορικά υψηλού του γ΄ τριμήνου του 2008, ενώ το επίπεδο του δείκτη για τα νέα διαμερίσματα ανήλθε σε 108,8 και ξεπέρασε το αντίστοιχο ιστορικά υψηλό του κατά 5,6%.

Διάγραμμα IV.10 Δείκτης τιμών κατοικιών (α΄ τρίμηνο 2018 - δ΄ τρίμηνο 2024)

(2007=100, ετήσια μεταβολή %)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Η αγορά κατοικιών συνεχίζει τη θετική πορεία της. Το επενδυτικό ενδιαφέρον από το εξωτερικό παραμένει έντονο και επιβεβαιώνεται τόσο από τα στοιχεία του προγράμματος Golden Visa[14]

12 Απόφαση 146/2025 της Ολομέλειας του Συμβουλίου της Επικρατείας σχετικά με την αντισυνταγματικότητα του συστήματος κινήτρων του Νέου Οικοδομικού Κανονισμού (Ν.Ο.Κ.).

13 Στα επιμέρους τρίμηνα του 2024 οι ετήσιοι ρυθμοί αύξησης των τιμών ήταν 10,8%, 9,6%, 8,1% και 6,6% το α΄, β΄, γ΄ και δ΄ τρίμηνο του 2024 αντίστοιχα.

14 Στο πλαίσιο του προγράμματος Golden Visa, κατά τη διάρκεια του 2024 οι εκδοθείσες και εκκρεμείς άδειες διαμονής (στοιχεία του Υπουργείου Μετανάστευσης και Ασύλου για τη νόμιμη μετανάστευση: Φεβρουάριος 2025) ανήλθαν σε 9.381 αιτήματα έναντι 8.426 το 2023, σημειώνοντας ετήσια αύξηση κατά 11,3%.

όσο και από τα στοιχεία ξένων άμεσων επενδύσεων για αγορές ακινήτων,[15] με τις καθαρές εισπράξεις το 2024 να αυξάνονται σε ετήσια βάση κατά 28,9%. Το ενδεκάμηνο του 2024 η οικοδομική δραστηριότητα για κατοικίες στο σύνολο της χώρας (στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ) κατέγραψε σημαντική αύξηση τόσο ως προς τον αριθμό όσο και ως προς το δομήσιμο όγκο των νέων οικοδομικών αδειών κατοικιών, με ετήσιους ρυθμούς μεταβολής 30,3% και 22,7% αντίστοιχα, ωστόσο παραμένει χαμηλή σε σχέση με τα προ κρίσης επίπεδα. Επίσης, οι θετικές επιχειρηματικές προσδοκίες για την κατασκευή κατοικιών (στοιχεία ΙΟΒΕ) κατέγραψαν συγκρατημένη αύξηση το 2024 σε ετήσια βάση κατά 7,7%, έναντι αύξησης κατά 18,1% το 2023. Οι επενδύσεις σε κατοικίες (στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ σε σταθερές τιμές) αυξήθηκαν κατά 2,7% το 2024, έναντι αύξησης κατά 24,7% το 2023, ωστόσο παραμένουν σε χαμηλό επίπεδο ως ποσοστό του ΑΕΠ (2,4%). Το συνολικό κόστος κατασκευής νέων κτιρίων κατοικιών (στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ) συνεχίζει να αυξάνεται το 2024, αν και με επιβραδυνόμενο ετήσιο ρυθμό (3,7%, έναντι 6,2% το 2023). Με βάση τα στοιχεία που συγκεντρώνει η Τράπεζα της Ελλάδος για την τραπεζική χρηματοδότηση, το συνολικό ύψος των νέων στεγαστικών δανείων αυξήθηκε κατά 20,4% το 2024, αλλά συνεχίζει να παραμένει σε χαμηλότερα από τα προ κρίσης επίπεδα, ενώ το υπόλοιπο των στεγαστικών δανείων μειώθηκε κατά 2,6%. Τέλος, σύμφωνα με τα στοιχεία της Έρευνας Τραπεζικών Χορηγήσεων (δ΄ τρίμηνο 2024), παρατηρείται επί σχεδόν τρία έτη μείωση της ζήτησης στεγαστικών δανείων (με εξαίρεση το β΄ τρίμηνο του 2023) λόγω, μεταξύ άλλων, του επιπέδου των επιτοκίων των στεγαστικών δανείων (βλ. Πλαίσιο VI.3).

Στον κλάδο των επαγγελματικών ακινήτων, με βάση τους δείκτες που δημοσιεύει η Τράπεζα της Ελλάδος, το πρώτο εξάμηνο του 2024 οι τιμές των γραφείων υψηλών προδιαγραφών αυξήθηκαν κατά 2,3% σε σχέση με το αμέσως προηγούμενο εξάμηνο, ενώ οι τιμές των καταστημάτων υψηλών προδιαγραφών αυξήθηκαν κατά 4,8% αντίστοιχα (βλ. Διαγράμματα IV.11 και IV.12). Στην Αθήνα οι αντίστοιχοι ρυθμοί αύξησης τόσο για τα γραφεία όσο και για τα καταστήματα υψηλών προδιαγραφών ήταν υψηλότεροι και ανήλθαν σε 3,6% και 6,4%. Η πρωτεύουσα συγκεντρώνει έντονο ενδιαφέρον από επενδυτικά χαρτοφυλάκια, κατασκευαστές, αλλά και χρήστες οι οποίοι αναζητούν σύγχρονους χώρους βιοκλιματικών χαρακτηριστικών για μετεγκατάσταση, ειδικά στην περιοχή του κέντρου, καθώς και κατά μήκος του βόρειου άξονα της πόλης.

Το ενδεκάμηνο του 2024 η συνολική οικοδομική δραστηριότητα για ακίνητα επαγγελματικής χρήσης (στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ) αυξήθηκε τόσο ως προς τον αριθμό όσο και σε όρους δομήσιμου όγκου (2,9% και 0,4% αντίστοιχα). Παράλληλα, παρά το γεγονός ότι ο αριθμός των νέων αδειών για γραφειακούς χώρους μειώθηκε κατά 15,0%, ο συνολικός δομήσιμος όγκος κατέγραψε αύξηση κατά 116,2%, ενδεικτικός της δρομολόγησης μεγάλης κλίμακας κατασκευαστικών έργων. Ο αριθμός νέων αδειών για καταστήματα αυξήθηκε κατά 8,4%, ενώ ο δομήσιμος όγκος τους μειώθηκε κατά 33,1% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2023. Τέλος, οι νέες άδειες για ξενοδοχεία υποχώρησαν κατά 20,3%, με τον αντίστοιχο δομήσιμο όγκο να εμφανίζεται αυξημένος κατά 15,5%.

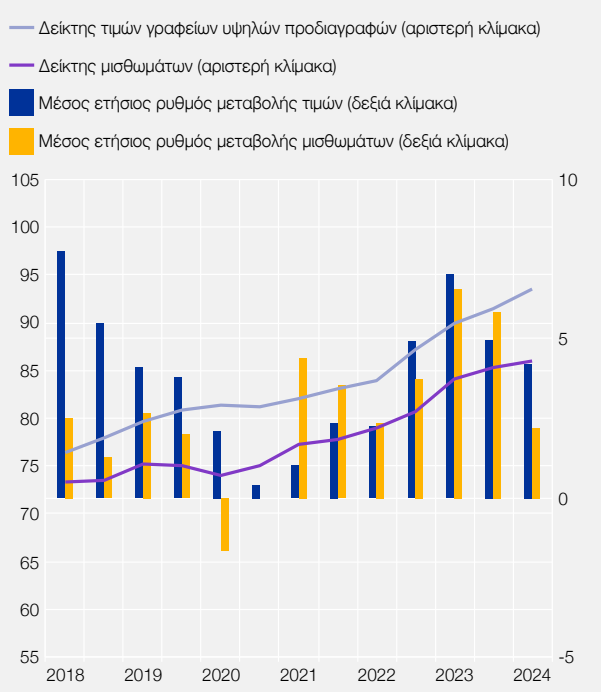
Με βάση τα στοιχεία που συγκεντρώνει η Τράπεζα της Ελλάδος και τα αποτελέσματα της Έρευνας Αγοράς Επαγγελματικών Ακινήτων,[16] στη διάρκεια του δεύτερου εξαμήνου του 2024 τα κεφάλαια των Ανωνύμων Εταιριών Επενδύσεων Ακίνητης Περιουσίας (ΑΕΕΑΠ) και άλλων επενδυτικών χαρτοφυλακίων και εταιριών ανάπτυξης ακινήτων κατευθύνθηκαν κατά το πλείστον στην αγορά ή και ανάπτυξη ξενοδοχείων και χρήσεων φιλοξενίας, όπως και γραφειακών χώρων υψηλών προδιαγραφών. Οι ελάχιστες αποδόσεις των γραφείων υψηλών προδιαγραφών στο επιχειρηματικό κέντρο (Central Business District – CBD) της πρωτεύουσας κυμάνθηκαν μεταξύ 5,6% και 6,7%, στα ίδια επίπεδα με το προηγούμενο εξάμηνο, ενώ οι ελάχιστες αποδόσεις καταστημάτων υψηλών προδιαγραφών στις εμπορικότερες θέσεις του κέντρου της Αθήνας κυ-

15 Στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος: το 2024 οι καθαρές εισπράξεις για αγορά ακινήτων από το εξωτερικό εξακολουθούν να βρίσκονται σε υψηλό επίπεδο ως ποσοστό του συνόλου των επενδύσεων στη χώρα και ανήλθαν σε 2.750 εκατ. ευρώ, έναντι 2.133 εκατ. ευρώ το 2023.

16 Βλ. Έρευνα Αγοράς Επαγγελματικών Ακινήτων – Β΄ εξάμηνο 2024 (Απρίλιος 2025).

Διάγραμμα IV.11 Δείκτες γραφείων (α΄ εξάμηνο 2018 - α΄ εξάμηνο 2024)

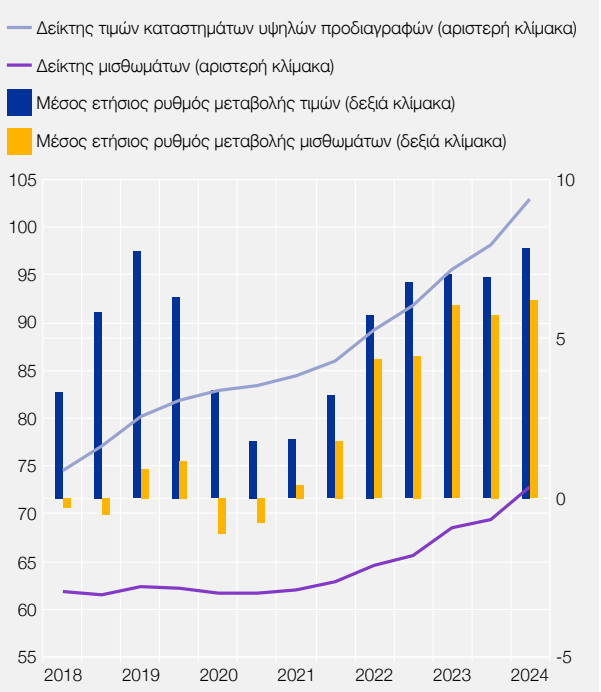
(2010=100, ετήσια μεταβολή %)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Διάγραμμα IV.12 Δείκτες καταστημάτων (α΄ εξάμηνο 2018 - α΄ εξάμηνο 2024)

(2010=100, ετήσια μεταβολή %)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

μάνθηκαν μεταξύ 5,2% και 6,0%. Οι προσδοκίες για την ελληνική αγορά ακινήτων για το πρώτο εξάμηνο του 2025 παραμένουν θετικές, αν και ελαφρά πιο συγκρατημένες σε σχέση με το προηγούμενο εξάμηνο, για την πλειονότητα των επαγγελματικών χρήσεων. Οι υφιστάμενες επισφάλειες σχετίζονται με τη γεωπολιτική αστάθεια, τις πολιτικές και οικονομικές εξελίξεις σε παγκόσμιο επίπεδο, το υψηλό κόστος κατασκευής παρά τη σχετική υποχώρηση του πληθωρισμού, αλλά και τις πρόσφατες εξελίξεις και την αναμονή περαιτέρω μεταβολών στη νομοθεσία που διέπει την κατασκευή και ανάπτυξη νέων ακινήτων.

Ειδικότερα για την αγορά κατοικίας, και ιδίως της επενδυτικής κατοικίας υψηλών προδιαγραφών, αλλά και της ειδικής χρήσης και εξυπηρετούμενης (serviced) κατοικίας, οι προσδοκίες παραμένουν ιδιαίτερα θετικές. Η αύξηση ωστόσο των τιμών των κατοικιών, με υψηλούς ρυθμούς, τα τελευταία έτη έχει αρνητική επίδραση στην οικονομική προσιτότητα της κατοικίας για τα νοικοκυριά μεσαίων και χαμηλότερων εισοδημάτων. Η ενεργοποίηση του Προγράμματος "Σπίτι μου ΙΙ", αν και εξασφαλίζει πρόσβαση σε κατοικία σε ευάλωτα νοικοκυριά, ενισχύει περαιτέρω τη ζήτηση για παλαιότερα ακίνητα που εμπίπτουν στις προδιαγραφές του Προγράμματος. Οι νομοθετικές πρωτοβουλίες προς την κατεύθυνση του περιορισμού της επενδυτικής ζήτησης σε συγκεκριμένες θέσεις, μέσω των πιο πρόσφατων αυστηρότερων πλαισίων για τη βραχυχρόνια μίσθωση και την Golden Visa, στοχεύουν στην απελευθέρωση στεγαστικού αποθέματος για χρήση πρώτης κατοικίας. Ωστόσο, διαχρονικά ζητήματα γραφειοκρατίας στις μεταβιβάσεις και συχνών μεταβολών στο νομοθετικό και φορολογικό πλαίσιο εξακολουθούν να επηρεάζουν την ελκυστικότητα των νέων έργων ανάπτυξης, περιορίζοντας εν τέλει την εισροή σύγχρονων ακινήτων στην αγορά. Η επίλυση του στεγαστικού προβλήματος απαιτεί περαιτέρω παρεμβάσεις προς την κατεύθυνση της απλοποίησης και επιτάχυνσης των διαδικασιών που σχετίζονται με τις αγοραπωλησίες και την ανάπτυξη ακινήτων, αλλά και λύσεις οι οποίες, μέσα από έναν εθνικό στρατηγικό σχεδιασμό, θα στοχεύουν στην οικονομική και επιχειρηματική ενίσχυση της περιφέρειας, στην αποσυμφόρηση των μητροπολιτικών κέντρων και στη διασφάλιση καλύτερης διασποράς της ζήτησης για κατοικία στο σύνολο της χώρας.

4 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΑΝΕΡΓΙΑΣ

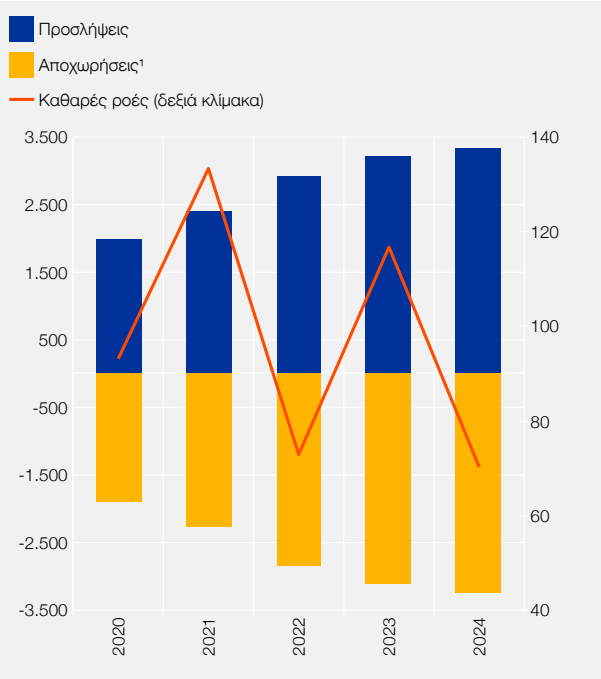
Η αγορά εργασίας σημείωσε σημαντική βελτίωση το 2024, συνεχίζοντας την ανοδική πορεία που έχει ξεκινήσει από το 2014, αντισταθμίζοντας τις αρνητικές συνέπειες της οικονομικής κρίσης στην απασχόληση κατά το πρώτο ήμισυ της προηγούμενης δεκαετίας. Η συνολική απασχόληση εξακολούθησε να αυξάνεται με σημαντικό ρυθμό (2,0% το 2024, έναντι 1,3% το 2023), ενώ το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε σε 10,1% το 2024 από 11,1% το 2023. Παράλληλα, η μισθωτή απασχόληση, σύμφωνα με το ισοζύγιο ροών μισθωτής απασχόλησης του πληροφοριακού συστήματος ΕΡΓΑΝΗ, σημείωσε νέα αύξηση. Οι προοπτικές απασχόλησης παρέμειναν σε θετικό έδαφος και σε υψηλότερα επίπεδα σε σχέση με το μέσο όρο της ευρωζώνης. Ωστόσο, η αγορά εργασίας σε αρκετούς σημαντικούς οικονομικούς κλάδους, όπως ο τουρισμός, η μεταποίηση, οι κατασκευές και ο πρωτογενής τομέας, χαρακτηρίζεται από έντονη στενότητα, με αποτέλεσμα οι επιχειρήσεις να δυσκολεύονται να βρουν και να προσλάβουν εργαζομένους με τις επιθυμητές δεξιότητες, γεγονός που οδηγεί σε αύξηση των μισθολογικών πιέσεων.

Η αύξηση της απασχόλησης καταγράφηκε και στα στοιχεία του πληροφοριακού συστήματος ΕΡΓΑΝΗ, καθώς το ισοζύγιο των ροών μισθωτής απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα το 2024 ήταν θετικό, ωστόσο κυμάνθηκε σε επίπεδα χαμηλότερα από ό,τι το προηγούμενο έτος. Πιο συγκεκριμένα, το 2024 δημιουργήθηκαν 70.349 νέες θέσεις εργασίας, έναντι 116.649 το 2023 (βλ. Διάγραμμα IV.13), ενώ το θετικό ισοζύγιο οφείλεται κυρίως στη συμβολή του τουρισμού. Οι προσλήψεις πλήρους απασχόλησης (52,0% του συνόλου των προσλήψεων, από 51,4% το 2023) υπερτερούν έναντι των ευέλικτων μορφών απασχόλησης.

Με βάση τα στοιχεία της ετήσιας ηλεκτρονικής καταγραφής του συστήματος ΕΡΓΑΝΗ, παρατηρήθηκε αύξηση τόσο του αριθμού των εργαζομένων όσο και του αριθμού των επιχειρήσεων που απασχολούν μισθωτούς. Ειδικότερα, ο αριθμός των μισθωτών με σχέση εργασίας ιδιωτικού δικαίου το 2024 αυξήθηκε κατά 4,1% σε σχέση με το 2023, ενώ ο αριθμός των επιχειρήσεων που απασχολούσαν μισθωτούς αυξήθηκε κατά 1,0%. Ωστόσο, τα στοιχεία δείχνουν το μικρό μέγεθος των επιχειρήσεων και αναδεικνύουν την ανάγκη παροχής κινήτρων για την ενίσχυση της εξωστρέφειας και τη μεγέθυνση των επιχειρήσεων. Το 53,5% των εργαζομένων απασχολείται σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις (μέχρι 49 μισθωτούς). Ειδικότερα, το 15,5% των εργαζομένων απασχολείται σε πολύ μικρές επιχειρήσεις (με λιγότερα από 5 άτομα), που αντιπροσωπεύουν το 71,9% του συνόλου των επιχειρήσεων, το 11,3% σε επιχειρήσεις με 5-9 άτομα (14,5% του συνόλου), το 26,7% σε επιχειρήσεις με 10-49 άτομα (11,8% του συνόλου), το 18,1% σε επιχειρήσεις με 50-249 άτομα (1,5% του συνόλου), ενώ το 28,3% των εργαζομένων απασχολείται σε επιχειρήσεις άνω των 250 ατόμων, οι οποίες όμως αντιπροσωπεύουν ένα πολύ μικρό μερίδιο (μόλις 0,3%) στο σύνολο των επιχειρήσεων.

Διάγραμμα IV.13 Ροές μισθωτής απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα (2020 - 2024)

(σε χιλιάδες άτομα, ετήσια στοιχεία)



Πηγές: ΟΑΕΔ και πληροφοριακό σύστημα "ΕΡΓΑΝΗ".
1 Περιλαμβάνονται καταγγελίες συμβάσεων, λήξεις συμβάσεων και οικειοθελείς αποχωρήσεις.

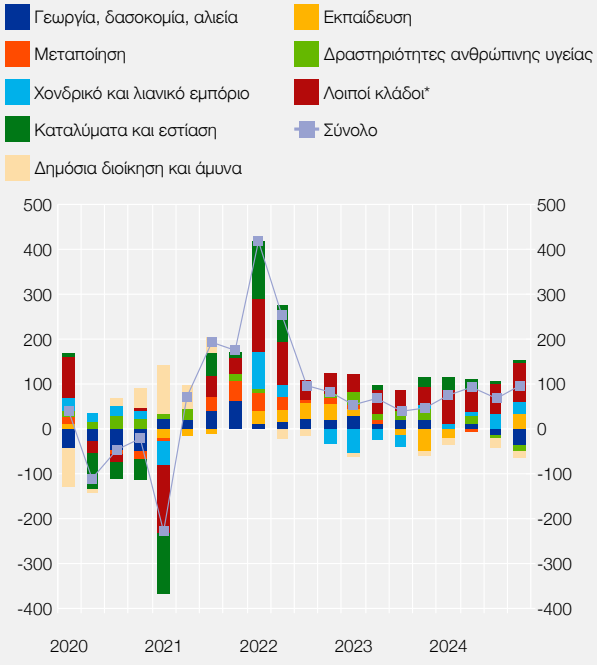
Ο αριθμός των απασχολουμένων το 2024, σύμφωνα με τα στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού (ΕΕΔ) της ΕΛΣΤΑΤ, παρουσίασε άνοδο κατά 2,0% σε ετήσια βάση. Αντίστοιχα, η μισθωτή απασχόληση αυξήθηκε κατά 2,3%, ο δε αριθμός των λοιπών απασχολουμένων αυξή-

θηκε κατά 1,2%, αντανακλώντας κυρίως την αύξηση των αυτοαπασχολουμένων με προσωπικό και των βοηθών στην οικογενειακή επιχείρηση.

Η αύξηση της απασχόλησης την ίδια περίοδο προήλθε από την αύξηση του αριθμού των απασχολουμένων στις κατασκευές (12,0%), στις δραστηριότητες σχετικές με τον τουρισμό (4,8%) και στο χονδρικό και λιανικό εμπόριο (2,9%). Αντίθετα, μείωση των απασχολουμένων παρατηρήθηκε στη γεωργία και στις χρηματοπιστωτικές και ασφαλιστικές δραστηριότητες, αντιστρέφοντας τη θετική εικόνα που είχε σημειωθεί το 2023 και συντελώντας ταυτόχρονα στην πτώση των μεριδίων των κλάδων αυτών στη συνολική απασχόληση. Πτωτική ήταν επίσης η πορεία του κλάδου της δημόσιας διοίκησης και άμυνας (βλ. Διάγραμμα IV.14).

Διάγραμμα IV.14 Μεταβολές του αριθμού των απασχολουμένων: σύνολο και ανά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας (α΄ τρίμηνο 2020 - δ΄ τρίμηνο 2024)

(έναντι του αντίστοιχου τριμήνου του προηγούμενου έτους, σε χιλιάδες άτομα)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Έρευνα Εργατικού Δυναμικού.
* Περιλαμβάνονται οι κλάδοι με ποσοστό συμμετοχής στη συνολική απασχόληση κάτω του 6%.

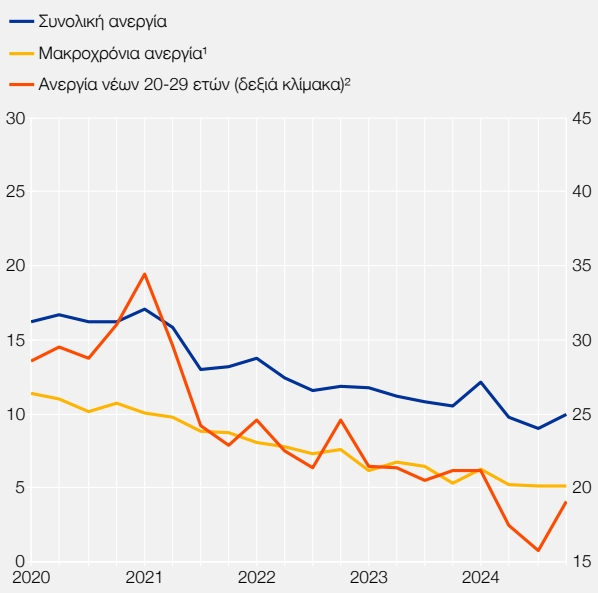
Με βάση την ανάλυση της απασχόλησης ανά φύλο, η αύξηση της απασχόλησης το 2024 ήταν υψηλότερη στις γυναίκες έναντι των ανδρών (2,5% και 1,6% αντίστοιχα). Όσον αφορά τις ετήσιες μεταβολές ανά ηλικιακή ομάδα, στις ηλικίες 45-64 ετών, που κατέχουν και το υψηλότερο μερίδιο συμμετοχής στη συνολική απασχόληση τόσο για τους άνδρες όσο και για τις γυναίκες, σημειώθηκαν υψηλές αυξήσεις (2,2% και 5,9% αντίστοιχα). Αντίθετα, μείωση καταγράφηκε στους άνδρες στις ηλικιακές κατηγορίες 20-24 ετών και 30-44 ετών και στις γυναίκες στην ηλικιακή κατηγορία 30-44 ετών, όπου τα αντίστοιχα μερίδιά τους μειώθηκαν.

Το ποσοστό μερικής απασχόλησης μειώθηκε στο 6,6% του συνόλου των απασχολουμένων το 2024 (7,5% το 2023), κυρίως λόγω της υποχώρησης που παρατηρήθηκε το δ΄ τρίμηνο του 2024 (5,6%).

Το ποσοστό συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό για την ηλικιακή ομάδα 15-64 ετών το 2024 αυξήθηκε (σε 70,5% από 69,5% το 2023), αντανακλώντας την αύξηση του ποσοστού συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό τόσο των ανδρών όσο και των γυναικών. Επίσης, αυξήθηκε το ποσοστό συμμετοχής σχεδόν όλων των επιμέρους ηλικιακών ομάδων στο εργατικό δυναμικό. Συγκεκριμένα, το ποσοστό συμμετοχής των ηλικιακών ομάδων 25-29 ετών, 30-44 ετών και 45-64 ετών αυξήθηκε κατά 1,7, 0,2 και 2,5 ποσ. μον. αντίστοιχα. Η συμμετοχή στο εργατικό δυναμικό και ιδίως των γυναικών και των νέων έχει ιδιαίτερη σημασία, καθώς η γήρανση του πληθυσμού ενδέχεται να ασκήσει πιέσεις στο σύστημα κοινωνικής ασφάλισης. Σύμφωνα με έρευνα της ΕΛΣΤΑΤ για τα άτομα ηλικίας άνω των 65 ετών, η οποία βασίστηκε στα στοιχεία των δύο τελευταίων απογραφών του πληθυσμού που διενεργήθηκαν το 2011 και το 2021, προέκυψε ότι μέσα σε μία δεκαετία ο αριθμός των ατόμων της συγκεκριμένης ηλικιακής ομάδας αυξήθηκε κατά 13,3%, ενώ το μερίδιό τους στο σύνολο του πληθυσμού ανήλθε στο 22,8%. Επομένως, καθώς τα άτομα άνω των 65 ετών αυξάνονται λόγω δημογραφικής γήρανσης και ο πληθυσμός της χώρας μειώνεται λόγω υπογεννητικότητας, αναδεικνύονται όλο και περισσότερο οι προκλήσεις που προκύπτουν από την αύξηση της αναλογίας των μεγαλύτερων σε ηλικία ατόμων στο σύνολο του πληθυσμού. Σημαντικές προς την κατεύθυνση της αντιμετώπισης του φαινομένου είναι οι πολιτικές που διευκολύνουν την εναρμόνιση της οικογενειακής και επαγγελματικής ζωής, καθώς και την επένδυση στην τεχνική εκπαίδευση και κατάρτιση του

Διάγραμμα IV.15 Ποσοστά ανεργίας (α΄ τρίμηνο 2020 - δ΄ τρίμηνο 2024)

(% του εργατικού δυναμικού)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Έρευνα Εργατικού Δυναμικού.
1 Για διάστημα άνω των δώδεκα μηνών.
2 Ως ποσοστό του εργατικού δυναμικού αυτής της ηλικιακής ομάδας.

ανθρώπινου δυναμικού, παράλληλα με τη μεταρρύθμιση του φορολογικού συστήματος και τη μείωση των κινήτρων πρόωρης συνταξιοδότησης, έτσι ώστε να διευκολυνθεί η επανένταξη και η παραμονή περισσότερων εργαζομένων στην αγορά εργασίας.

Το ποσοστό ανεργίας το 2024 αποκλιμακώθηκε περαιτέρω σε 10,1%. Υποχώρηση του ποσοστού ανεργίας παρατηρήθηκε τόσο στους άνδρες όσο και στις γυναίκες, αν και το ποσοστό ανεργίας των γυναικών (12,8%) παρέμεινε σημαντικά υψηλότερο από αυτό των ανδρών (8,0%). Παράλληλα, μειώθηκαν το ποσοστό ανεργίας των νέων ηλικίας 20-29 ετών και το ποσοστό μακροχρόνιας ανεργίας σε 18,4% και 5,4% αντίστοιχα (βλ. Διάγραμμα IV.15). Η περαιτέρω αύξηση της απασχόλησης και η συμμετοχή των νέων στην αγορά εργασίας προϋποθέτουν, μεταξύ άλλων, την ενδυνάμωση της ζήτησης σε κλάδους και εργασίες με υψηλή προστιθέμενη αξία, την προσέλκυση ξένων άμεσων επενδύσεων και την ενίσχυση της εξωστρέφειας της ελληνικής οικονομίας.

Οι βραχυπρόθεσμες προοπτικές απασχόλησης (έρευνες συγκυρίας ΙΟΒΕ και Ευρωπαϊκής Επιτροπής) κινήθηκαν σε θετικά επίπεδα το 2024, σημειώνοντας βελτίωση έναντι του 2023, κυρίως στις υπηρεσίες και στη μεταποίηση. Στις κατασκευές και στο εμπόριο οι προοπτικές απασχόλησης, αν και κινήθηκαν επίσης θετικά, υποχώρησαν ελαφρώς. Ο σταθμισμένος δείκτης των προσδοκιών απασχόλησης παρέμεινε στα ίδια επίπεδα σε σχέση με το 2023.

Η στενότητα στην αγορά εργασίας (labour market tightness), η οποία αντανακλά την υπέρβαση των κενών θέσεων εργασίας σε σύγκριση με εκείνους που αναζητούν εργασία και εκφράζεται από το ποσοστό κενών θέσεων εργασίας, αυξήθηκε μετά την πανδημία, ενώ η δυναμική της διατηρήθηκε το 2024 (2,2%, έναντι 1,6% το 2023), περιορίζοντας την απόσταση από το μέσο όρο της ΕΕ-27 (2,4% το 2024, έναντι 2,8% το 2023). Συνολικά, η αγορά εργασίας φαίνεται να χαρακτηρίζεται από μεγαλύτερη στενότητα σε σχέση με την προ πανδημίας περίοδο. Ειδικότερα, ανά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας, τα καταλύματα και η εστίαση (ποσοστό κενών θέσεων εργασίας 8,0%), οι κατασκευές (3,0%), η μεταποίηση (1,8%) και οι επαγγελματικές, επιστημονικές και τεχνικές δραστηριότητες (4,0%) σημείωσαν τα υψηλότερα ποσοστά στενότητας. Αντίθετα, οι χρηματοπιστωτικές και ασφαλιστικές δραστηριότητες κατέγραψαν τα χαμηλότερα ποσοστά κενών θέσεων εργασίας. Ο κλάδος πληροφορικής και επικοινωνιών παρουσίασε πτώση του ποσοστού κενών θέσεων εργασίας σε σχέση με το 2023.

Η μεγέθυνση της ελληνικής οικονομίας και η αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών προϋποθέτουν την περαιτέρω ανάπτυξη της αγοράς εργασίας. Γι' αυτό το λόγο, είναι επιτακτικά αναγκαίο να υλοποιηθούν συγκεκριμένες πολιτικές που θα ενισχύσουν τη συνολική απασχόληση και θα οδηγήσουν στη μείωση του ποσοστού ανεργίας, ιδιαίτερα σε ένα περιβάλλον αυξανόμενης στενότητας και έλλειψης καταρτισμένου εργατικού δυναμικού. Η αυξανομένη στενότητα στην αγορά εργασίας που παρατηρείται τα τελευταία χρόνια ενδέχεται να αποτελέσει τροχοπέδη για την περαιτέρω σύγκλιση της ελληνικής οικονομίας προς το μέσο όρο της ευρωζώνης. Για την αποκλιμάκωση της στενότητας, απαιτείται τόσο η αύξηση του εργατικού δυναμικού όσο και η επιμόρφωση του υπάρχοντος εργατικού δυναμικού και ιδιαίτερα των ανέργων, για να καλυφθούν οι ανάγκες των επιχειρήσεων. Για την αύξηση του εργατικού δυναμικού, χρει-

άζεται να δοθούν περαιτέρω κίνητρα ιδίως σε εκείνες τις κοινωνικές ομάδες που παρουσιάζουν χαμηλό ποσοστό συμμετοχής, όπως οι γυναίκες και οι νέοι, ώστε να εισέλθουν στη δεξαμενή του εργατικού δυναμικού. Τέτοια μέτρα είναι η ενίσχυση των δομών προσχολικής αγωγής και φροντίδας ηλικιωμένων και η περαιτέρω ανάπτυξη ευέλικτων μορφών απασχόλησης όπως η μερική απασχόληση και η τηλεργασία. Ταυτόχρονα, χρειάζονται επιπρόσθετα κίνητρα για τον επαναπατρισμό των Ελλήνων του εξωτερικού με υψηλές δεξιότητες (brain regain) που έφυγαν κατά την περίοδο της οικονομικής κρίσης, καθώς και για την προσέλκυση μεταναστών, οι οποίοι θα απασχοληθούν σε κλάδους που παρουσιάζουν σημαντικές ελλείψεις σε εργαζομένους, όπως η γεωργία, οι κατασκευές και ο τουρισμός. Αντίστοιχα, είναι απαραίτητη η ενίσχυση της τεχνικής εκπαίδευσης και της κατάρτισης των μακροχρόνια ανέργων σε νέες δεξιότητες, ενώ και η ραγδαία εξάπλωση της τεχνητής νοημοσύνης στην αγορά εργασίας ενέχει τον κίνδυνο να διευρυνθεί η αναντιστοιχία μεταξύ των απαιτούμενων προσόντων και των δεξιοτήτων των εργαζομένων. Για να καλυφθεί αυτό το χάσμα, χρειάζεται η δημιουργία νέων εκπαιδευτικών και επιμορφωτικών προγραμμάτων τόσο για ήδη εργαζομένους όσο και για ανέργους. Τέλος, θα πρέπει να συνεχιστούν οι πολιτικές για την αντιμετώπιση της αδήλωτης εργασίας και τον περαιτέρω περιορισμό του εργατικού κόστους, μετά και την πρόσφατη μείωση των εργοδοτικών εισφορών από την 1η Ιανουαρίου 2025.

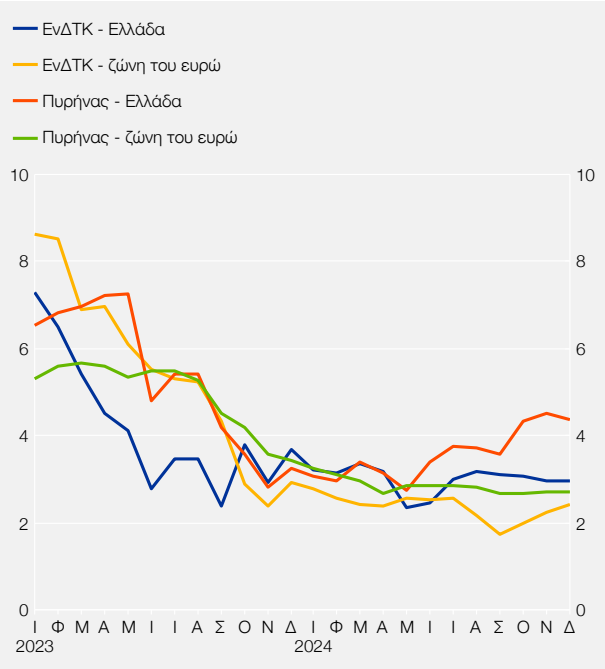
5 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΟΥ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΥ, ΤΗΣ ΑΜΟΙΒΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΚΑΙ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΚΕΡΔΩΝ – ΑΝΙΣΟΚΑΤΑΝΟΜΗ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΦΤΩΧΕΙΑ

5.1 Πληθωρισμός

Ο πληθωρισμός, όπως μετρείται από τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ), υποχώρησε στο 3,0% το 2024. Η εξέλιξη αυτή ουσιαστικά συνιστά συνέχεια της πορείας αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού η οποία ξεκίνησε το δ΄ τρίμηνο του 2022. Μετά την εκτόξευση του γενικού εναρμονισμένου πληθωρισμού στο 9,3% το 2022, ο πληθωρισμός αποκλιμακώθηκε έντονα στο 4,2% το 2023 και περαιτέρω στο 3,0% το 2024 (βλ. Διάγραμμα IV.16 και Πίνακα IV.5).

Διάγραμμα IV.16 Εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) και πυρήνας του πληθωρισμού (ΕνΔΤΚ χωρίς ενέργεια και είδη διατροφής, αλκοολούχα ποτά και καπνό) Ελλάδος και ζώνης του ευρώ (Ιανουάριος 2023 - Δεκέμβριος 2024)

(ποσοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



Πηγές: Eurostat, ΕΛΣΤΑΤ και επεξεργασία στοιχείων ΕΛΣΤΑΤ.

Στην αποκλιμάκωση του εναρμονισμένου πληθωρισμού συνέβαλαν και οι δύο διατροφικές συνιστώσες (επεξεργασμένα και μη επεξεργασμένα είδη διατροφής), τα μη ενεργειακά βιομηχανικά αγαθά και τα ενεργειακά αγαθά. Αντιθέτως, ο πληθωρισμός των υπηρεσιών (βλ. και Πλαίσιο IV.2) κατέγραψε υψηλό ετήσιο ρυθμό (4,4%), που δεν διαφέρει αισθητά από τους ετήσιους ρυθμούς που κατέγραψαν οι υπηρεσίες κατά τα δύο προηγούμενα έτη (4,5%).

Ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός των ενεργειακών αγαθών διατηρήθηκε και το 2024 σε αρνητικό έδαφος (-1,4%). Η εξέλιξη αυτή αντανακλά πρωτίστως το γεγονός ότι οι διεθνείς τιμές του πετρελαίου παρέμειναν σε σχετικώς χαμηλά επίπεδα, ιδίως κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2024. Έτσι, ο αρνητικός πληθωρισμός των καυσίμων κίνησης και θέρμανσης, κυρίως κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2024, υπεραντιστάθμισε την ανοδική

Πίνακας IV.5 Η εξέλιξη των τιμών στην Ελλάδα και τη ζώνη του ευρώ

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2020	2021	2022	2023	2024
Α. Ζώνη του ευρώ					
Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) και συνιστώσες του					
Γενικός δείκτης	**0,3**	**2,6**	**8,4**	**5,4**	**2,4**
Αγαθά	-0,4	3,4	11,9	5,7	1,1
Είδη διατροφής	2,3	1,5	9,0	10,9	2,9
Επεξεργασμένα είδη διατροφής[1]	1,8	1,5	8,6	11,4	3,2
Μη επεξεργασμένα είδη διατροφής	4,0	1,6	10,4	9,1	1,9
Βιομηχανικά αγαθά	-1,8	4,5	13,6	2,9	0,0
Βιομηχανικά αγαθά εκτός ενέργειας	0,2	1,5	4,6	5,0	0,8
Ενέργεια	-6,8	13,0	37,0	-2,0	-2,2
Υπηρεσίες	1,0	1,5	3,5	4,9	4,0
Γενικός δείκτης χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής[2]	**0,7**	**1,5**	**3,9**	**4,9**	**2,8**
Β. Ελλάδα					
Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) και συνιστώσες του					
Γενικός δείκτης	**-1,3**	**0,6**	**9,3**	**4,2**	**3,0**
Αγαθά	-1,1	2,0	12,9	3,8	1,7
Είδη διατροφής	1,3	1,2	9,7	9,9	2,8
Επεξεργασμένα είδη διατροφής[1]	-0,1	0,7	9,5	9,3	2,5
Μη επεξεργασμένα είδη διατροφής	4,5	2,2	10,1	11,1	3,4
Βιομηχανικά αγαθά	-3,3	2,7	15,9	-1,0	0,8
Βιομηχανικά αγαθά εκτός ενέργειας	-0,4	-0,7	5,0	6,4	1,7
Ενέργεια	-9,8	12,4	41,0	-13,4	-1,4
Υπηρεσίες	-1,4	-1,0	4,5	4,5	4,4
Γενικός δείκτης χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής[2]	**-1,2**	**-1,1**	**4,6**	**5,3**	**3,6**

Πηγές: Eurostat, ΕΛΣΤΑΤ και επεξεργασία στοιχείων ΕΛΣΤΑΤ.
1 Περιλαμβάνονται τα αλκοολούχα ποτά και ο καπνός.
2 Τα είδη διατροφής περιλαμβάνουν τα τρόφιμα, τα μη αλκοολούχα ποτά, τα αλκοολούχα ποτά και τον καπνό.

πορεία των τιμών του ηλεκτρικού ρεύματος και του φυσικού αερίου, διατηρώντας το μέσο ενεργειακό πληθωρισμό σε αρνητικό έδαφος (βλ. Διάγραμμα IV.17).

Έντονα καθοδική υπήρξε η πορεία του πληθωρισμού τόσο των επεξεργασμένων όσο και των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής. Ο πληθωρισμός των επεξεργασμένων ειδών διατροφής κυμάνθηκε από 5,3% τον Ιανουάριο του 2024 σε -0,3% το Δεκέμβριο και ακολούθησε σταθερή πορεία αποκλιμάκωσης. Παρόμοια κινήθηκε και ο πληθωρισμός των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής, υποχωρώντας σε 0,0% το Δεκέμβριο του 2024 από 11,5% τον Ιανουάριο. Ξεχωρίζει η έντονη υποχώρηση του πληθωρισμού διαφόρων ειδών διατροφής όπως: το ελαιόλαδο (-0,6% το Δεκέμβριο του 2024 από 67,4% τον Ιανουάριο), τα φρέσκα φρούτα (-3,5% από 15,9%), τα φρέσκα λαχανικά (-0,3% από 23,4%), τα κρέατα (1,3% από 6,0%), τα ψάρια (1,2% από 7,7%), τα είδη “καφές-κακάο-τσάι” (1,3% από 5,0%), τα είδη “μεταλλικό νερό-αναψυκτικά-χυμοί φρούτων” (4,2% από 11,7%) και τα οινοπνευματώδη ποτά (0,3% από 4,4%). Ο δείκτης του συνόλου των ειδών διατροφής (που περιλαμβάνει τα τρόφιμα, τα μη αλκοολούχα ποτά, τα αλκοολούχα ποτά και τον καπνό) κατέγραψε έντονη αποκλιμάκωση από 7,1% τον Ιανουάριο του 2024 σε -0,2% το Δεκέμβριο. Έτσι, η συνολική διατροφική συνιστώσα, που το 2023 κατέγραψε μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησης 9,9%, υποχώρησε το 2024 στο 2,8%.

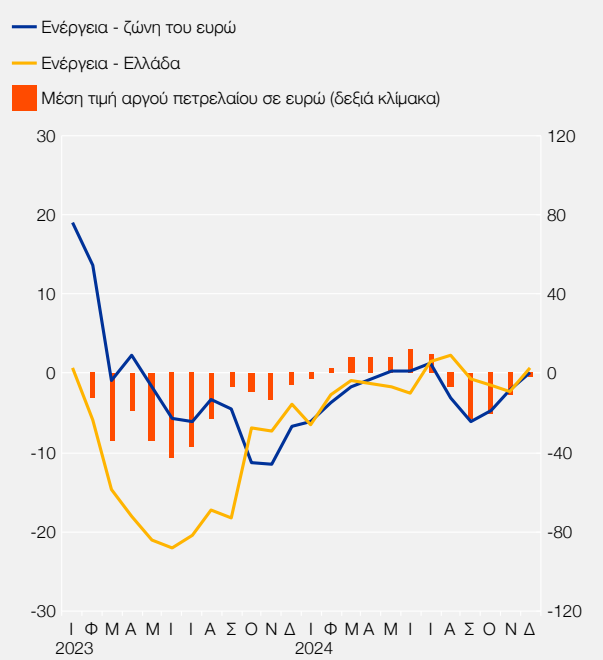
Ο μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής των τιμών των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών υποχώρησε σε 1,7% το 2024 από 6,4% το 2023, συμβάλλοντας στην αποκλιμάκωση του γενικού

εναρμονισμένου πληθωρισμού. Παρά το ότι ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός των αγαθών αυτών επιβραδύνθηκε έντονα το 2024 σε σύγκριση με το 2023, οι ετήσιοι ρυθμοί που καταγράφονταν ανά μήνα παρουσίασαν έντονη μεταβλητότητα μέσα στο έτος: από τον Ιανουάριο του 2024 μέχρι και τον Ιούλιο υποχώρησαν συστηματικά, ενώ τους επόμενους μήνες του έτους ενισχύθηκαν εκ νέου. Η εξέλιξη αυτή, σε συνδυασμό με την αντίστοιχη ενίσχυση των ετήσιων ρυθμών μεταβολής των υπηρεσιών κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2024, συνέβαλε στην περαιτέρω απόκλιση ανάμεσα στο γενικό εναρμονισμένο πληθωρισμό και στον πυρήνα του πληθωρισμού (ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια και όλα τα είδη διατροφής).

Η συνιστώσα των υπηρεσιών ουσιαστικά είναι η μόνη συνιστώσα του ΕνΔΤΚ που διατηρήθηκε το 2024 σε επίπεδα παρόμοια με εκείνα του 2023 και του 2022 και ως εκ τούτου εμπόδισε την περαιτέρω αποκλιμάκωση του εναρμονισμένου πληθωρισμού. Ο επίμονα υψηλός πληθωρισμός της συνιστώσας των υπηρεσιών αντανακλά τις αυξήσεις στο μοναδιαίο κόστος εργασίας, την υψηλή εξωτερική ζήτηση και, επιπλέον, τις επιβαρύνσεις από τις αυξήσεις

Διάγραμμα IV.17 Εξέλιξη των τιμών των ενεργειακών αγαθών στη ζώνη του ευρώ και την Ελλάδα και της τιμής του αργού πετρελαίου σε ευρώ (Ιανουάριος 2023 - Δεκέμβριος 2024)

(ποσοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



Πηγές: Eurostat και επεξεργασία στοιχείων ΕΛΣΤΑΤ και στοιχείων ΕΚΤ για τις τιμές του αργού πετρελαίου (UK Brent).

Πίνακας IV.6 Δείκτες τιμών

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	Δείκτης τιμών καταναλωτή							
		Ειδικοί δείκτες						
Έτη	Γενικός	Αγαθά	Υπηρεσίες	ΔΤΚ χωρίς νωπά οπωροκηπευτικά και καύσιμα	ΔΤΚ χωρίς είδη διατροφής και καύσιμα	Διατροφή και μη αλκοολούχα ποτά	Νωπά οπωροκηπευτικά	Καύσιμα
2020	-1,2	-1,6	-0,8	-0,4	-0,6	1,4	6,5	-12,3
2021	1,2	2,4	-0,5	0,2	-0,1	1,4	1,2	14,9
2022	9,6	14,0	2,4	7,1	5,7	11,8	10,3	34,7
2023	3,5	3,3	3,8	5,1	3,4	11,6	11,5	-11,4
2024	2,7	1,6	4,4	3,2	3,1	3,4	3,4	-2,0

	Δείκτης τιμών παραγωγού στη βιομηχανία						Δείκτης τιμών εισαγωγών στη βιομηχανία	
	Εγχώρια αγορά				Εξωτερική αγορά			
		Ειδικοί δείκτες						
Έτη	Γενικός	Γενικός χωρίς τιμές ενέργειας	Ενδιάμεσα αγαθά	Καταναλωτικά αγαθά	Γενικός	Γενικός χωρίς τιμές ενέργειας	Γενικός	Γενικός χωρίς τιμές ενέργειας
2020	-4,6	-0,1	-0,6	0,2	-15,5	-0,3	-10,8	-0,9
2021	11,9	2,3	4,1	0,8	20,0	5,5	20,0	2,8
2022	33,5	6,6	10,1	4,7	39,8	15,2	27,7	7,1
2023	-6,5	5,0	3,4	6,5	-9,0	4,0	-12,3	1,2
2024	-2,4	1,6	0,6	2,4	-1,5	2,2	-2,0	0,0

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ και επεξεργασία στοιχείων ΕΛΣΤΑΤ.

των έμμεσων φόρων στην εστίαση και στις υπηρεσίες παροχής καταλύματος που πραγματοποιήθηκαν στη διάρκεια του 2024. Η αύξηση του πληθωρισμού των υπηρεσιών κατά τη διάρκεια του έτους (από 3,7% το πρώτο εξάμηνο του 2024 σε 5,1% το δεύτερο) συμπαρέσυρε ανοδικά τον πυρήνα του πληθωρισμού ο οποίος αυξήθηκε από 3,1% το πρώτο εξάμηνο του 2024 σε 4,0% το δεύτερο εξάμηνο. Ως αποτέλεσμα, ο πυρήνας του πληθωρισμού παρουσίασε απόκλιση από το γενικό εναρμονισμένο πληθωρισμό κατά 1,0 ποσοστιαία μονάδα το δεύτερο εξάμηνο του 2024, έναντι αμελητέας απόκλισης κατά 0,1 ποσ. μον. το πρώτο εξάμηνο (βλ. Πίνακα IV.6).

Ισχνή περαιτέρω αποκλιμάκωση αναμένεται για τον εναρμονισμένο πληθωρισμό στη διάρκεια του 2025. Υποχώρηση αναμένεται να καταγράψει ο πληθωρισμός των ειδών διατροφής και των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών. Ο ενεργειακός πληθωρισμός εκτιμάται ότι θα επιστρέψει σε θετικό έδαφος, συμβάλλοντας αυξητικά στο γενικό πληθωρισμό μαζί με τον πληθωρισμό των υπηρεσιών, ο οποίος αναμένεται να ενισχυθεί, καθώς οι παράγοντες που τον διαμορφώνουν θα συνεχίσουν και το τρέχον έτος να τον επηρεάζουν αυξητικά.

Πλαίσιο IV.2

Ο ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΚΑΙ ΟΙ ΚΥΡΙΕΣ ΣΥΝΙΣΤΩΣΕΣ ΤΟΥ

Την περίοδο 2023-2024 διαπιστώνεται ότι για την ελληνική οικονομία τον κυριότερο ρόλο στη διαμόρφωση του γενικού πληθωρισμού, όπως αυτός μετρείται από τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ), είχε η συνιστώσα των υπηρεσιών. Συνεπώς, έχει ιδιαίτερο ενδιαφέρον η διερεύνηση και η ταυτοποίηση των κατηγοριών υπηρεσιών που έχουν τη μεγαλύτερη συμβολή στη διαμόρφωση του πληθωρισμού των υπηρεσιών.

Οι κυριότερες συνιστώσες του πληθωρισμού των υπηρεσιών

Ο ΕνΔΤΚ συνίσταται από πέντε κύριες συνιστώσες: τα μη επεξεργασμένα είδη διατροφής, τα επεξεργασμένα είδη διατροφής, τα μη ενεργειακά βιομηχανικά αγαθά, τα ενεργειακά αγαθά και τις υπηρεσίες. Διαχρονικά, η συνιστώσα των υπηρεσιών φέρει την υψηλότερη στάθμιση. Ο εναρμονισμένος πληθωρισμός ξεκίνησε την ανοδική του πορεία στα μέσα του 2021 και κυρίως κατά το τελευταίο τρίμηνο. Από το β΄ τρίμηνο του 2021 ισχυροποιήθηκε η ενεργειακή συνιστώσα, καταγράφοντας ετήσιους ρυθμούς υψηλότερους από 10%, ενώ από το γ΄ τρίμηνο του ίδιου έτους άρχισε και η ανοδική πορεία του πληθωρισμού των ειδών διατροφής. Οι σημαντικές αυξήσεις για τις υπηρεσίες και τα μη ενεργειακά βιομηχανικά αγαθά ακολούθησαν με υστέρηση κάποιων μηνών και εκδηλώθηκαν εμφατικά στα μέσα του έτους 2022. Στον Πίνακα Α παρουσιάζονται οι μέσοι ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής του εναρμονισμένου δείκτη και οι συμβολές των πέντε κύριων συνιστωσών του κατά τα έτη 2020-2024.

Πίνακας Α Γενικός εναρμονισμένος πληθωρισμός (σε ετήσιες μεταβολές) και συμβολές των κύριων συνιστωσών του (σε ποσοστιαίες μονάδες)[1]

(γενικός εναρμονισμένος πληθωρισμός: ετήσιες μεταβολές, συμβολές: ποσοστιαίες μονάδες)

	Γενικός εναρμονισμένος πληθωρισμός	Μη επεξεργασμένα είδη διατροφής	Επεξεργασμένα είδη διατροφής	Μη ενεργειακά βιομηχανικά αγαθά	Ενέργεια	Υπηρεσίες
2020	-1,3	0,33	-0,02	-0,07	-0,79	-0,71
2021	0,6	0,17	0,12	-0,12	0,79	-0,39
2022	9,3	0,74	1,56	0,91	4,47	1,62
2023	4,2	0,90	1,71	1,22	-1,69	2,01
2024	3,0	0,31	0,47	0,33	-0,12	2,02

Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ και Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Στη δεύτερη στήλη παρουσιάζονται οι ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής των τιμών για το γενικό εναρμονισμένο πληθωρισμό, ενώ στις επόμενες στήλες οι συμβολές της κάθε συνιστώσας στην ετήσια μεταβολή του γενικού δείκτη. Συνεπώς, το άθροισμα αυτών των συμβολών κατ' έτος ισούται με τον ετήσιο εναρμονισμένο πληθωρισμό του αντίστοιχου έτους.

Πίνακας Β Πληθωρισμός συνιστώσας υπηρεσιών (σε ετήσιες μεταβολές) και συμβολές βασικών υποδεικτών υπηρεσιών (σε ποσοστιαίες μονάδες)[1]

(πληθωρισμός: ετήσιες μεταβολές, συμβολές: ποσοστιαίες μονάδες)

	Πληθωρισμός συνιστώσας υπηρεσιών	Υπηρεσίες εστίασης	Υπηρεσίες παροχής καταλύματος	Αεροπορικά εισιτήρια	Ενοίκια
2020	-1,4	0,08	-0,53	-0,50	0,01
2021	-1,0	-0,20	0,09	-0,17	-1,67
2022	4,5	1,54	2,29	0,57	-0,55
2023	4,5	2,24	0,76	0,31	0,32
2024	4,4	1,83	0,69	0,34	0,34

Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ και Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Στη δεύτερη στήλη παρουσιάζονται οι ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής των τιμών για τη συνιστώσα των υπηρεσιών, ενώ στις επόμενες στήλες οι συμβολές επιλεγμένων υποδεικτών υπηρεσιών στην ετήσια μεταβολή του δείκτη των υπηρεσιών. Το άθροισμα κατ' έτος αυτών των συμβολών δεν ισούται με τον πληθωρισμό της συνιστώσας των υπηρεσιών, καθώς στον πίνακα περιλαμβάνεται ένα μικρό δείγμα τεσσάρων μόνο υποδεικτών υπηρεσιών από το μεγάλο αριθμό των υποδεικτών υπηρεσιών που συνθέτουν τη συνιστώσα των υπηρεσιών.

Η ετήσια μεταβολή της ενεργειακής συνιστώσας κορυφώθηκε το Μάιο του 2022 (61,0%), συμβάλλοντας κατά 4,47 ποσοστιαίες μονάδες στη μέση αύξηση του εναρμονισμένου πληθωρισμού, που ήταν 9,3% το 2022. Οι δύο διατροφικές συνιστώσες συνέβαλαν κατά 2,61 ποσοστιαίες μονάδες το 2023, διατηρώντας μαζί με τις υπηρεσίες (2,01 ποσ. μον.) και τα μη ενεργειακά βιομηχανικά αγαθά (1,22 ποσ. μον.) τον εναρμονισμένο πληθωρισμό σε υψηλά επίπεδα (4,2%) παρά τη σημαντική πτώση της ενέργειας (-1,69 ποσ. μον.). Αξιοσημείωτη είναι η συμβολή των υπηρεσιών στο γενικό πληθωρισμό τόσο το 2023 (2,01 ποσ. μον.) όσο και το 2024 (2,02 ποσ. μον.).

Η επιμονή του υψηλού πληθωρισμού των υπηρεσιών το 2024 (4,4% από 4,5% το 2023) οφείλεται σε πολλούς παράγοντες. Η έκρηξη του ενεργειακού πληθωρισμού το 2022, οι μεγάλες αυξήσεις στις τιμές των διατροφικών αγαθών και τα προβλήματα στις εφοδιαστικές αλυσίδες την περίοδο κατά την οποία είχαν επιβληθεί αναγκαστικά μέτρα περιορισμού της οικονομικής δραστηριότητας ενσωματώθηκαν με χρονική υστέρηση στον πληθωρισμό των υπηρεσιών. Επιπλέον, οι μισθολογικές αυξήσεις, λόγω και των αυξήσεων του κατώτατου μισθού, αντανακλώνται επίσης στον υψηλό και επίμονο πληθωρισμό των υπηρεσιών.

Από τους πολλούς υποδείκτες που συνθέτουν τη συνιστώσα των υπηρεσιών ξεχωρίζουν συγκεκριμένοι δείκτες που σχετίζονται κυρίως με τον τουρισμό, όπως οι υπηρεσίες παροχής καταλύματος και οι υπηρεσίες εστίασης, καθώς επίσης τα αεροπορικά εισιτήρια και τα ενοίκια. Στον Πίνακα Β παρουσιάζονται οι μέσοι ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής της συνιστώσας των υπηρεσιών μαζί με τις συμβολές των τεσσάρων βασικών υποδεικτών της.

Από άποψη βαρύτητας, οι ανωτέρω τέσσερις υποδείκτες των υπηρεσιών φέρουν συντελεστή στάθμισης 223,06‰, καλύπτοντας κάτι λιγότερο από το 50% της συνολικής στάθμισης της συνιστώσας των υπηρεσιών στον ΕνΔΤΚ, που το 2024 ήταν 463,79‰. Ειδικότερα όμως, η συνολική συμβολή τους στη διαμόρφωση του πληθωρισμού των υπηρεσιών στο 4,5% το 2023 ανήλθε στο 81%, ενώ για το 2024 στο 72%.

Οι υπηρεσίες εστίασης μαζί με τις υπηρεσίες παροχής καταλύματος φέρουν υψηλή στάθμιση, αντανακλούν έντονα τις μισθολογικές αυξήσεις καθώς σημαντικό τμήμα των απασχολουμένων σε αυτές αμείβεται με τον κατώτατο μισθό, ενσωματώνουν το διατροφικό και το ενεργειακό κόστος και αντικατοπτρίζουν την υψηλή τουριστική ζήτηση. Τα αεροπορικά εισιτήρια παρουσιάζουν έντονη μεταβλητότητα, ενσωματώνουν το ενεργειακό κόστος και αντανακλούν την υψηλή τουριστική ζήτηση. Τα ενοίκια κατοικιών περιορίζονται κυρίως σε εγχώρια ζητήματα, αν και σε κάποιο βαθμό συνδέονται και με τη διαθεσιμότητα κατοικιών για μακροχρόνια ενοικίαση, σε αντιδιαστολή με εκείνα των βραχυχρόνιων μισθώσεων λόγω υψηλής τουριστικής ζήτησης.

Η επιμονή του πληθωρισμού των υπηρεσιών κατά το 2024, πιθανότατα και κατά το 2025, οφείλεται στις μισθολογικές αυξήσεις, στις αυξήσεις στην έμμεση φορολογία και στην υψηλή ζήτηση λόγω και του αυξημένου τουρισμού. Οι μισθοί και ιδιαιτέρως ο κατώτατος μισθός αναμένεται να αυξηθούν και φέτος. Παράλληλα, έχουν δρομολογηθεί φορολογικές αυξήσεις που αφορούν το τέλος ανθεκτικότητας στην κλιματική κρίση, ενώ και το 2025 αναμένεται να είναι ένα ακόμη έτος με αυξημένο τουρισμό, που θα διατηρήσει την εξωτερική ζήτηση σε υψηλά επίπεδα.

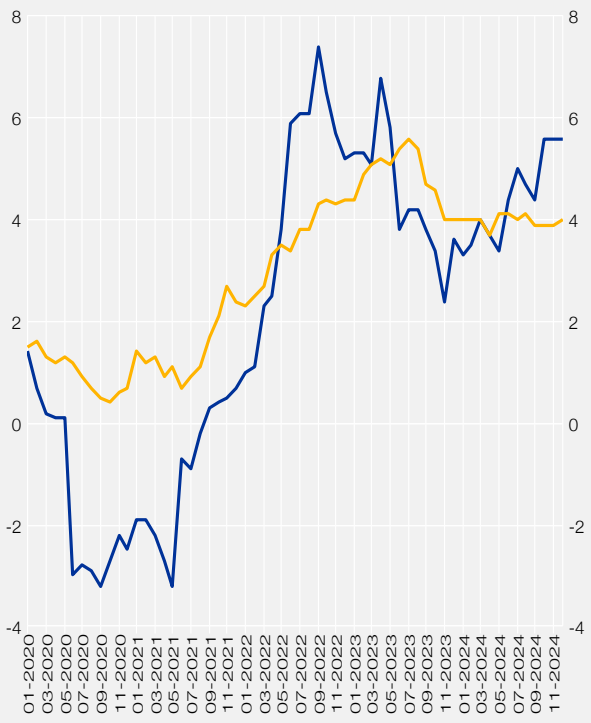
Σύγκριση του πληθωρισμού των υπηρεσιών σε Ελλάδα και ευρωζώνη

Στη ζώνη του ευρώ όπως και στην Ελλάδα, οι υπηρεσίες συνολικά έχουν τη μεγαλύτερη στάθμιση μεταξύ των συνιστωσών του πληθωρισμού (448,83‰ για το 2024). Μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ, οι χώρες με την υψηλότερη στάθμιση στις υπηρεσίες είναι η Αυστρία (487,54‰), η Γαλλία (482,38‰) και η Ισπανία (469,17‰), ενώ τη χαμηλότερη στάθμιση στις υπηρεσίες καταγράφουν η Σλοβακία (272,79‰), η Λεττονία (273,34‰) και η Κροατία (320,91‰). Η Ελλάδα κατέχει την 4η υψηλότερη θέση μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ ως προς τη στάθμιση στις υπηρεσίες.

Από τον Ιανουάριο του 2020 μέχρι και τον Απρίλιο του 2022 (βλ. Διάγραμμα Α), ο πληθωρισμός των υπηρεσιών στην Ελλάδα ήταν χαμηλότερος από τον αντίστοιχο της ζώνης του ευρώ και, μάλιστα, την περίοδο Ιουνίου 2020-Αυγούστου 2021 ήταν αρνητικός. Από τον Ιούνιο του 2021 και μετά παρατηρήθηκε σταθερά ανοδική πορεία του πληθωρισμού των υπηρεσιών τόσο στην Ελλάδα όσο και στη ζώνη του ευρώ, κυρίως ως αποτέλεσμα της χαλάρωσης των μέτρων για την αντιμετώπιση της πανδημίας, τα οποία, στο διάστημα που προηγήθηκε, είχαν δυσανάλογα αρνητική επίπτωση στην κατανάλωση υπηρεσιών σε σχέση με την κατανάλωση αγαθών. Αυτή τη χρονική περίοδο, η άνοδος του πληθωρισμού των υπηρεσιών στην Ελλάδα ήταν πολύ πιο έντονη από εκείνη στη ζώνη του ευρώ, με αποτέλεσμα μεταξύ Μαΐου 2022 και Μαΐου 2023 ο πληθωρισμός των υπηρεσιών στην Ελλάδα να ξεπερνά εκείνον της ευρωζώνης, καταγράφοντας μέγιστη τιμή 7,4% το Σεπτέμβριο του 2022, έναντι μέγιστης τιμής 5,2% στην ευρωζώνη τον Απρίλιο του 2023.

Διάγραμμα Α Εξέλιξη του πληθωρισμού των υπηρεσιών στην Ελλάδα και στην ευρωζώνη (2020 - 2024)

(ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής %)



Πηγές: Eurostat και επεξεργασία στοιχείων από την Τράπεζα της Ελλάδος.

Σύμφωνα με τους Corsello and Neri (2025)[1] και Michail and Louca (2024)[2], η άνοδος του πληθωρισμού των υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ τα έτη 2021 και 2022 αποδίδεται κυρίως στις κατηγορίες της εστίασης και των ταξιδιωτικών υπηρεσιών ("fast-movers"), οι οποίες επηρεάστηκαν σε μεγάλο βαθμό από την άνοδο των τιμών σε καύσιμα και τρόφιμα, κυρίως κατά τη διάρκεια του 2022. Κατά το έτος 2023, η άνοδος του πληθωρισμού των υπηρεσιών στην ευρωζώνη αποδίδεται κυρίως στις κατηγορίες των ενοικίων, ασφαλειών, υγείας και εκπαίδευσης, που γενικά αντιδρούν με χρονική υστέρηση ("late-comers").

Στην πρόσφατη μελέτη των Καρακίτσιου κ.ά. (2025)[3] σχετικά με τη διερεύνηση της επιμονής του ΕνΔΤΚ και των συνιστωσών του σε Ελλάδα και ευρωζώνη, αναφέρεται ότι στην Ελλάδα η επιμονή του πληθωρισμού των υπηρεσιών φαίνεται να είναι συγκριτικά μεγαλύτερη μέχρι την αρχή της πληθωριστικής κρίσης το 2021. Ωστόσο, η αύξηση της επιμονής του πληθωρισμού των υπηρεσιών είναι σημαντική και στη ζώνη του ευρώ, ιδίως από το 2020 και έπειτα. Επισημαίνεται ότι οι υψηλές παράμετροι επιμονής τόσο στην Ελλάδα όσο και στην ευρωζώνη μπορούν να αποδοθούν στις διαταραχές στην εφοδιαστική αλυσίδα και κυρίως στη στενότητα στην αγορά εργα-

1 Corsello, F. and S. Neri (2025), "Catch me if you can: fast-movers and late-comers in euro area inflation", *SUERF Policy Brief*, No. 1070.
2 Michail, N.A. and K.G. Louca (2024), "Wages and Inflation in the Euro Area", *CESifo Economic Studies*, ifae014.
3 Καρακίτσιος, Α., Ε. Κασιμάτη, Ε. Κοντέλης και Ζ. Μπραγουδάκης (2025), "Διερεύνηση της επιμονής του Εναρμονισμένου πληθωρισμού και των συνιστωσών του στην Ελλάδα και στην ευρωζώνη", *Οικονομικές Εξελίξεις*, Τεύχος 56, Αθήνα: ΚΕΠΕ.

σίας, παράγοντες που μπορούν να οδηγήσουν τις τιμές και τον πληθωρισμό των υπηρεσιών σε υψηλότερα επίπεδα, με κυριότερο προσδιοριστικό παράγοντα τις μισθολογικές αυξήσεις (Schwartzman 2023, Shapiro 2023, Sanchez 2008).[4]

Από τον Ιούνιο μέχρι και το Δεκέμβριο του 2023 παρατηρείται υποχώρηση του πληθωρισμού των υπηρεσιών τόσο στην Ελλάδα όσο και στην ευρωζώνη, με την τάση στην Ελλάδα να είναι εντονότερη, με συνέπεια να καταγράφει και πάλι χαμηλότερο πληθωρισμό υπηρεσιών. Στη συνέχεια, ο πληθωρισμός των υπηρεσιών της ευρωζώνης σταθεροποιείται περίπου στο 4%, με τον αντίστοιχο της Ελλάδος να ακολουθεί σταθερά ανοδική τάση, φθάνοντας το 5,6% το Δεκέμβριο του 2024.

Σύμφωνα με τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία για το πρώτο δίμηνο του 2025, ο πληθωρισμός των υπηρεσιών στην Ελλάδα διατηρείται σε υψηλά επίπεδα (5,4%) και είναι υψηλότερος από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο (3,8%). Μεταξύ των χωρών της ευρωζώνης, οι χώρες με τον υψηλότερο πληθωρισμό υπηρεσιών για την περίοδο Ιανουαρίου-Φεβρουαρίου 2025 είναι η Εσθονία (8,7%), η Κροατία (8,0%) και η Σλοβακία (επίσης 8,0%), ενώ το χαμηλότερο πληθωρισμό υπηρεσιών καταγράφουν το Λουξεμβούργο (2,0%) και η Γαλλία (2,5%).

Η συμβολή των κυριότερων συνιστωσών του πληθωρισμού των υπηρεσιών

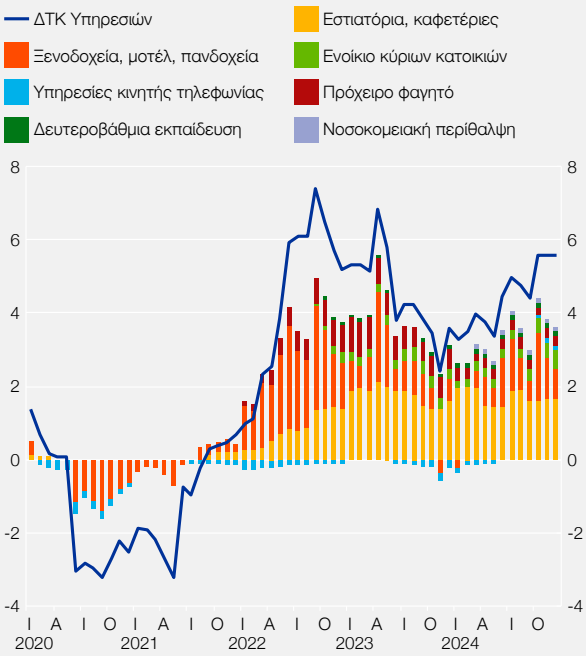
Οι υπηρεσίες συνολικά έχουν τη μεγαλύτερη στάθμιση μεταξύ των συνιστωσών του πληθωρισμού διαχρονικά, αφού η καταναλωτική δαπάνη για υπηρεσίες ξεπερνά το 40% της συνολικής δαπάνης των νοικοκυριών. Συνακόλουθα, ο πληθωρισμός των υπηρεσιών επηρεάζει σε σημαντικό βαθμό το γενικό πληθωρισμό. Κυριότερες συνιστώσες θεωρούνται οι υπηρεσίες με τη μεγαλύτερη στάθμιση. Με βάση τα στοιχεία του 2024 (που προέρχονται από την καταναλωτική δαπάνη του 2023), συνολικά οι υπηρεσίες αποτελούν το 463,79‰ της συνολικής καταναλωτικής δαπάνης, ενώ οι επιμέρους συνιστώσες με τις μεγαλύτερες σταθμίσεις —ως προς το σύνολο της καταναλωτικής δαπάνης— είναι τα εστιατόρια (118,78‰), τα ξενοδοχεία (41,75‰), τα ενοίκια κύριων κατοικιών (31,07‰), οι υπηρεσίες κινητής τηλεφωνίας (23,19‰), οι υπηρεσίες πρόχειρου φαγητού (22,02‰), η δευτεροβάθμια εκπαίδευση (18,02‰) και η νοσοκομειακή περίθαλψη (17,38‰).

Συνεπώς, οι ανωτέρω υπηρεσίες διαμορφώνουν σε μεγάλο βαθμό τη συμπεριφορά του πληθωρισμού των υπηρεσιών, συναποτελώντας άνω του 27% της συνολικής καταναλωτικής δαπάνης. Για το λόγο αυτό, η εξέταση της εξέλιξής τους και η ανάλυση της συμβολής τους στον πληθωρισμό των υπηρεσιών είναι ιδιαίτερα χρήσιμη προκειμένου να κατανοηθούν οι πιθανοί προσδιοριστικοί παράγοντες μιας σημαντικής συνιστώσας του γενικού πληθωρισμού.

Στο Διάγραμμα Β παρουσιάζονται η εξέλιξη του πληθωρισμού των υπηρεσιών κατά την περίοδο 2020-2024 και οι συμβολές των προαναφερόμενων επιμέρους συνιστωσών των υπηρεσιών για το ίδιο χρονικό διάστημα.

Διάγραμμα Β Δείκτης Τιμών Καταναλωτή Υπηρεσιών και συμβολές των κύριων συνιστωσών του (Ιανουάριος 2020 - Δεκέμβριος 2024)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές % και συμβολές σε ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ και επεξεργασία στοιχείων από την Τράπεζα της Ελλάδος.

4 Schwartzman, F. (2023), "Untangling persistent inflation: underlying the factors at work", Federal Reserve Bank of Richmond, *Economic Brief*, 23-31, Shapiro, A.H. (2023), "How much do labor costs drive inflation?", Federal Reserve Bank of San Francisco, *FRBSF Economic Letter*, και Sanchez, M. (2008), "Why is services inflation higher than goods inflation in the euro area?", διαθέσιμο στο SSRN, http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1328827.

Όπως προκύπτει από την ανάλυση των στοιχείων, οι επιλεγμένες υπηρεσίες ερμηνεύουν ένα σημαντικό κομμάτι του πληθωρισμού των υπηρεσιών ιδίως κατά τα έτη 2023 και 2024. Πιο συγκεκριμένα, ο πληθωρισμός των εστιατορίων, των ξενοδοχείων και των ενοικίων αποτελεί το σημαντικότερο μέρος του πληθωρισμού των υπηρεσιών, αφού η συμβολή τους είναι διαχρονικά υψηλότερη από το 50% του συνολικού πληθωρισμού των υπηρεσιών, με το ποσοστό αυτό να ξεπερνά ακόμη και το 70% κατά τα έτη 2023 και 2024. Το αποτέλεσμα αυτό οφείλεται τόσο στις υψηλές σταθμίσεις των συγκεκριμένων υπηρεσιών όσο και στους πολύ υψηλούς ρυθμούς πληθωρισμού που καταγράφουν οι συνιστώσες αυτές από τα τέλη του 2021 και μετά. Η μεγάλη συμβολή των συγκεκριμένων υπηρεσιών παρατηρείται και την περίοδο της πανδημίας, όταν ο πληθωρισμός των υπηρεσιών ήταν αρνητικός.

Από τα μέσα του 2022 έως και τις αρχές του 2024, ιδιαίτερα σημαντική ήταν και η συμβολή του πληθωρισμού των υπηρεσιών πρόχειρου φαγητού (δεν εντάσσονται στον υποδείκτη των εστιατορίων), γεγονός που αποδίδεται κυρίως στους πολύ υψηλούς ρυθμούς που σημείωνε ο εν λόγω πληθωρισμός παρά στη στάθμιση των υπηρεσιών αυτών. Αντιθέτως, οι συμβολές των υπηρεσιών κινητής τηλεφωνίας και δευτεροβάθμιας εκπαίδευσης είναι σημαντικά μικρότερες.

Συμπεράσματα

Η παραπάνω ανάλυση καταδεικνύει ότι η συμβολή των τιμών των υπηρεσιών στη διαμόρφωση του πληθωρισμού στη σημερινή συγκυρία είναι καθοριστικής σημασίας. Από τα δεδομένα προκύπτει ότι η αύξηση των τιμών των υπηρεσιών αποδίδεται στους εξής παράγοντες:

(α) Άνοδος της ζήτησης και, κατ' επέκταση, των τιμών των υπηρεσιών. Η ιδιωτική κατανάλωση καταγράφει συνεχή άνοδο από το 2021 και έπειτα, επιδεικνύοντας αξιοσημείωτη ανθεκτικότητα απέναντι στις πολλαπλές εξωτερικές διαταραχές. Μετά τη μείωση κατά 6,1% το 2020 λόγω της πανδημίας, η ιδιωτική καταναλωτική δαπάνη (σε σταθερές τιμές) αυξήθηκε κατά 5,4% το 2021, 8,8% το 2022 και 1,7% το 2023. Επιπλέον, το πρώτο εννεάμηνο του 2024 η πραγματική ιδιωτική κατανάλωση σημείωσε ετήσια αύξηση κατά 1,8%, ενισχυμένη από την άνοδο της απασχόλησης, την ανοδική πορεία των ταξιδιωτικών εισπράξεων και την αύξηση των εισοδημάτων.

(β) Χρονική υστέρηση στην προσαρμογή των τιμών των υπηρεσιών στο γενικό επίπεδο τιμών. Σε σύγκριση με άλλες κατηγορίες, όπως η ενέργεια και τα τρόφιμα, οι τιμές των υπηρεσιών προσαρμόζονται πιο αργά. Αυτό παρατηρήθηκε στη διάρκεια της ενεργειακής κρίσης, καθώς ο ΕνΔΤΚ αυξήθηκε κατά 9,3% το 2022 και 4,2% το 2023, ενώ οι τιμές των υπηρεσιών κατέγραψαν ηπιότερη άνοδο (4,5% και στα δύο έτη). Αντίθετα, οι τιμές των τροφίμων αυξήθηκαν κατά 12,0% και 11,7% αντίστοιχα.

(γ) Ένταση εργασίας στον τομέα των υπηρεσιών. Η παραγωγή των υπηρεσιών χαρακτηρίζεται από μεγαλύτερη ένταση εργασίας, με τους μισθούς να αποτελούν μεγαλύτερο ποσοστό του συνολικού κόστους σε σχέση με τα αγαθά. Ως εκ τούτου, οι τιμές των υπηρεσιών επηρεάζονται εντονότερα από τις μισθολογικές αυξήσεις, οι οποίες προέρχονται σε κάποιο βαθμό από τις αυξήσεις στον κατώτατο μισθό (Τράπεζα της Ελλάδος 2024)[5] και τη στενότητα στην αγορά εργασίας (Antonopoulos et al. 2022)[6].

(δ) Αυξημένη βαρύτητα των υπηρεσιών στον ΕνΔΤΚ. Οι συντελεστές στάθμισης των επιμέρους κατηγοριών του ΕνΔΤΚ διαφέρουν μεταξύ των κρατών-μελών της ευρωζώνης και αναπροσαρμόζονται ετησίως με βάση τις καταναλωτικές δαπάνες των νοικοκυριών. Για το 2024, οι υπηρεσίες στην Ελλάδα αντιπροσώπευαν το τέταρτο υψηλότερο ποσοστό στην ευρωζώνη, υπερβαίνοντας το μέσο όρο της. Αυτό σημαίνει ότι ο ΕνΔΤΚ στην Ελλάδα εμφανίζει μεγαλύτερη ευαισθησία στις αυξήσεις των τιμών των υπηρεσιών που έχουν καταγραφεί από την αρχή του έτους.

5 Βλ. "Αξιολόγηση του ισχύοντος νομοθετημένου κατώτατου μισθού και ημερομισθίου", Τράπεζα της Ελλάδος, 2024.

6 Antonopoulos, C., S. Anyfantaki, H. Balfoussia, T. Kosma, E. Papapetrou, F. Petroulakis, P. Petroulas and P. Zioutou (2022), "The Greek labour market before and after the pandemic: slack, tightness and skills mismatch", Bank of Greece, *Economic Bulletin*, 56.

ΠΛΑΙΣΙΟ IV.3

ΑΝΤΙΛΗΨΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΣΔΟΚΙΕΣ ΤΩΝ ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΩΝ ΓΙΑ ΤΟΝ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΚΑΙ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΖΩΝΗ. ΕΥΡΗΜΑΤΑ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΡΕΥΝΑ ΤΗΣ ΕΚΤ ΓΙΑ ΤΙΣ ΠΡΟΣΔΟΚΙΕΣ ΤΩΝ ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΩΝ

Η έρευνα για τις προσδοκίες των καταναλωτών που διενεργεί η ΕΚΤ (Consumer Expectations Survey, CES) δίνει τη δυνατότητα έγκαιρης καταγραφής των αντιλήψεων και προσδοκιών των καταναλωτών για τον πληθωρισμό σε 11 χώρες της ευρωζώνης. Στη CES του Απριλίου 2022 προστέθηκαν πέντε ακόμη χώρες της ζώνης του ευρώ και συγκεκριμένα η Αυστρία, η Φινλανδία, η Ιρλανδία, η Ελλάδα και η Πορτογαλία, εκτός από τις έξι χώρες που ήταν ήδη στο δείγμα (Βέλγιο, Γαλλία, Γερμανία, Ισπανία, Ιταλία και Ολλανδία).[1] Επομένως, από τον Απρίλιο του 2022 η CES συλλέγει σε μηνιαία βάση και ελληνικά δεδομένα σχετικά με τις αντιλήψεις των καταναλωτών για την ποσοστιαία μεταβολή των τιμών σήμερα σε σχέση με 12 μήνες πριν και τις προσδοκίες τους για την ποσοστιαία μεταβολή των τιμών τους επόμενους 12 μήνες ή τα επόμενα 3 χρόνια σε σχέση με σήμερα. Σκοπός του παρόντος πλαισίου είναι να εξετάσει αν και κατά πόσον οι αντιλήψεις των καταναλωτών για τον πληθωρισμό στην Ελλάδα και στην ευρωζώνη επηρεάζουν τις βραχυπρόθεσμες και μεσομακροπρόθεσμες προσδοκίες τους. Με αυτό τον τρόπο θα κατανοήσουμε καλύτερα πώς διαμορφώνονται οι προσδοκίες των καταναλωτών για τον πληθωρισμό. Αυτό είναι πολύ σημαντικό για το σχεδιασμό αποτελεσματικής νομισματικής πολιτικής, αφού οι προσδοκίες των καταναλωτών για τον πληθωρισμό παίζουν ρόλο στη λήψη των οικονομικών αποφάσεών τους, για παράδειγμα αποφάσεων σχετικά με την κατανάλωση, την αποταμίευση και τις επενδύσεις.[2]

Διαχρονική εξέλιξη του πληθωρισμού και των αντιλήψεων και προσδοκιών των καταναλωτών για τον πληθωρισμό στην Ελλάδα σε σχέση με την ευρωζώνη

Στο Διάγραμμα Α (αριστερό γράφημα) απεικονίζεται η εξέλιξη του πληθωρισμού με βάση τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) στην Ελλάδα και στη ζώνη του ευρώ την περίοδο μεταξύ Απριλίου 2022 και Νοεμβρίου 2024.[3] Παρατηρείται μεγάλη αύξηση του πληθωρισμού το 2022, λόγω των διαταραχών της παγκόσμιας εφοδιαστικής αλυσίδας που προκλήθηκαν την περίοδο της πανδημίας, αλλά και των πληθωριστικών πιέσεων επί των τιμών της ενέργειας που εντάθηκαν με τον πόλεμο στην Ουκρανία. Στην Ελλάδα ο πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ αυξήθηκε από 9,1% τον Απρίλιο του 2022 σε 12,1% το Σεπτέμβριο του 2022, οπότε έφθασε στη μέγιστη τιμή του, ενώ στη ζώνη του ευρώ αυξήθηκε από 7,5% τον Απρίλιο του 2022 σε 10,6% (το υψηλότερο σημείο του) τον Οκτώβριο του 2022. Στη συνέχεια, ο πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ μειώθηκε σημαντικά από 10,6% σε 2,2% το Νοέμβριο του 2024 ως αποτέλεσμα της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ, πλησιάζοντας το στόχο για πληθωρισμό 2%. Στην Ελλάδα, ο πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ μειώθηκε από 12,1% το Σεπτέμβριο του 2022 σε 3,3% το Νοέμβριο του 2024. Αξίζει να σημειωθεί ότι ο πληθωρισμός στην Ελλάδα αυξήθηκε από 2,5% τον Ιούνιο του 2024 σε 3,2% τον Αύγουστο του 2024, κυρίως λόγω της αύξησης των τιμών της ενέργειας και των υπηρεσιών.

Στο Διάγραμμα Α (δεξιό γράφημα) απεικονίζεται η εξέλιξη των αντιλήψεων των καταναλωτών για τον πληθωρισμό στην Ελλάδα και τη ζώνη του ευρώ την περίοδο μεταξύ Απριλίου 2022 και Νοεμβρίου 2024 σύμφωνα με τη CES. Οι διάμεσες αντιλήψεις των καταναλωτών για τον πληθωρισμό είναι υψηλότερες από τις επίσημες τιμές του ΕνΔΤΚ τόσο στην Ελλάδα όσο και στη ζώνη του ευρώ. Παρατηρείται ότι αρχικά οι διάμεσες αντιλήψεις των καταναλωτών στην Ελλάδα, αν και ήταν σε υψηλά επίπεδα (20%), παρέμειναν σταθερές μέχρι και το α΄ τρίμηνο του 2022. Στη συνέχεια, αυξήθηκαν σημαντικά, με τη μέγιστη τιμή τους να ανέρχεται στο 25% το Φεβρουάριο του 2023, ενώ από τον Απρίλιο του 2024 μειώνονταν με σταθερό ρυθμό, υποχωρώντας στο 12,1% το Νοέμβριο του 2024. Παρόμοια πορεία ακολούθησαν οι διάμεσες αντιλήψεις των καταναλωτών για τον πληθωρισμό στη

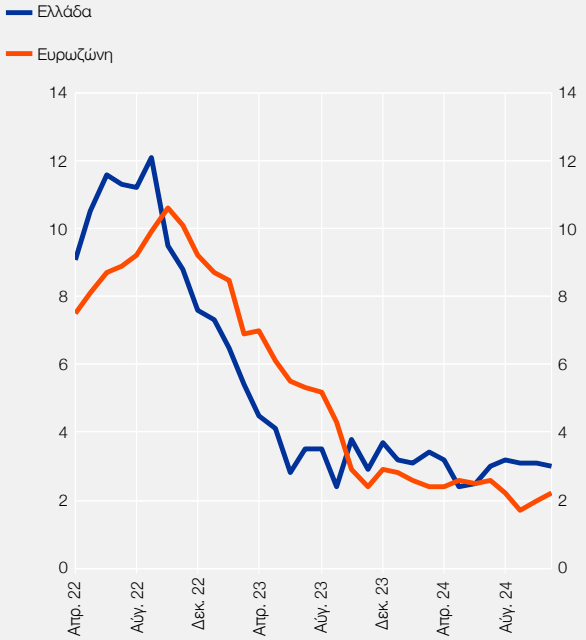
1 Για μία λεπτομερή περιγραφή της CES, βλ. Bańkowska et al. (2021), “Consumer Expectations Survey: an overview and first evaluation”, ECB Occasional Paper No. 287, December, και Georgarakos, D. and G. Kenny (2022), “Household spending and fiscal support during the COVID-19 pandemic: Insights from a new consumer survey”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 129, Supplement, S1-S14.

2 Βλ. π.χ. Weber et al. (2022), “The Subjective Inflation Expectations of Households and Firms: Measurement, Determinants, and Implications”, *Journal of Economic Perspectives*, 36(3):157-184, και D’Acunto et al. (2024), “Household inflation expectations: an overview of recent insights for monetary policy”, ECB Discussion Paper No. 24.

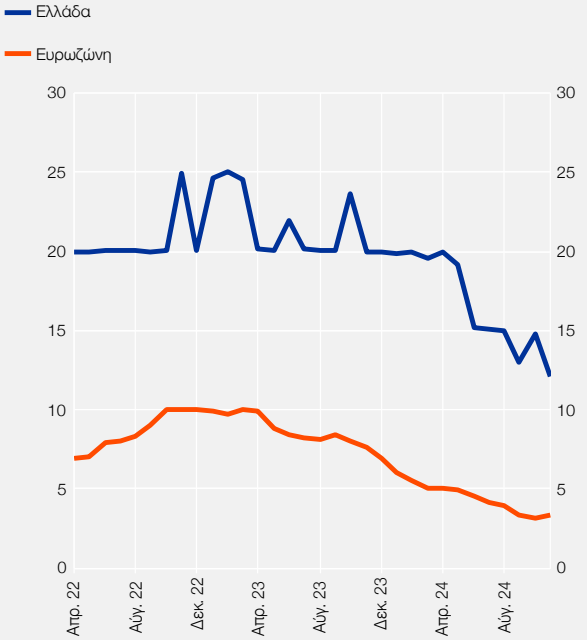
3 Ο Νοέμβριος του 2024 ήταν ο μήνας με τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία κατά τη διάρκεια της συγγραφής του πλαισίου.

Διάγραμμα Α Δείκτης πληθωρισμού και αντιλήψεις καταναλωτών για τον πληθωρισμό

Ρυθμός πληθωρισμού
(ετήσια ποσοστιαία μεταβολή, ΕνΔΤΚ)



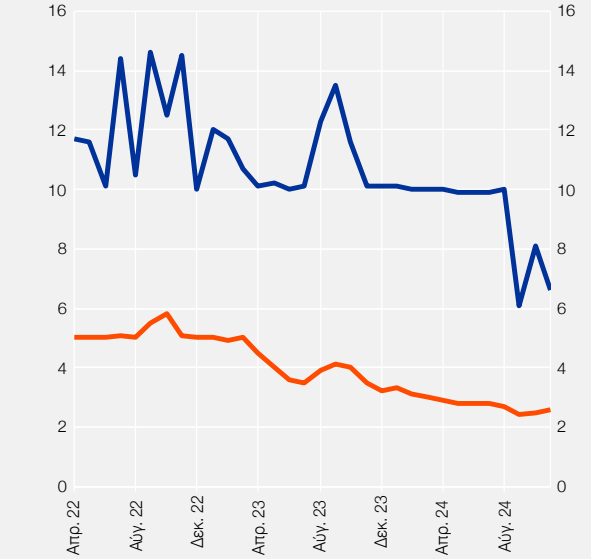
Διάμεσες αντιλήψεις καταναλωτών για τον πληθωρισμό
(ποσοστιαία μεταβολή)



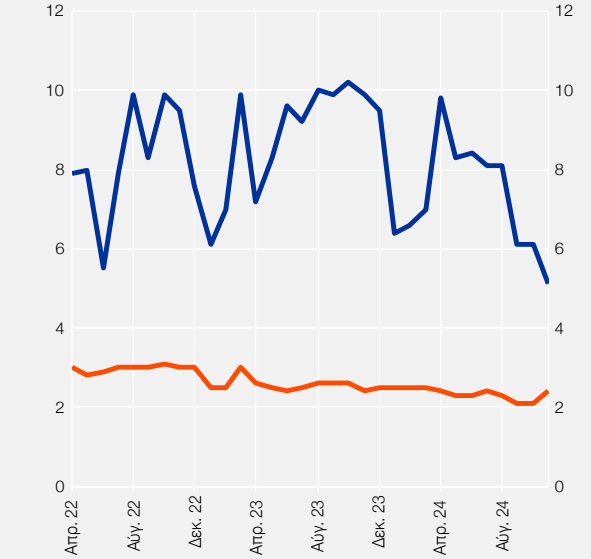
Πηγές: Eurostat (ρυθμός πληθωρισμού) και ΕΚΤ, Έρευνα για τις προσδοκίες των καταναλωτών (CES) (διάμεσες αντιλήψεις).
Σημειώσεις: Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή για την Ελλάδα και την ευρωζώνη. Διάμεσες αντιλήψεις για τον πληθωρισμό, σταθμισμένα δεδομένα που αφορούν την περίοδο Απριλίου 2022-Νοεμβρίου 2024. Τελευταίες παρατηρήσεις: Νοέμβριος 2024.

Διάγραμμα Β Προσδοκίες των καταναλωτών για τον πληθωρισμό

Διάμεσες προσδοκίες καταναλωτών για τον πληθωρισμό τους επόμενους 12 μήνες
(ποσοστιαία μεταβολή)



Διάμεσες προσδοκίες καταναλωτών για τον πληθωρισμό τα επόμενα 3 χρόνια
(ποσοστιαία μεταβολή)



Πηγή: ΕΚΤ, Έρευνα για τις προσδοκίες των καταναλωτών (CES).
Σημειώσεις: Διάμεσες προσδοκίες για τον πληθωρισμό τους επόμενους 12 μήνες και τα επόμενα 3 χρόνια, σταθμισμένα δεδομένα που αφορούν τη περίοδο Απριλίου 2022-Νοεμβρίου 2024. Τελευταίες παρατηρήσεις: Νοέμβριος 2024.

ζώνη του ευρώ. Αρχικά αυξάνονταν σημαντικά, καταγράφοντας μέγιστο 10%, και στη συνέχεια άρχισαν να μειώνονται σταδιακά και διαμορφώθηκαν σε 3,4% το Νοέμβριο του 2024. Παρατηρείται ότι οι διάμεσες αντιλήψεις των καταναλωτών για τον πληθωρισμό βάσει του ΕνΔΤΚ άρχισαν να υποχωρούν το α΄ τρίμηνο του 2023 για τη ζώνη του ευρώ και σχεδόν ένα χρόνο αργότερα για την Ελλάδα.

Στο Διάγραμμα Β παρουσιάζεται η εξέλιξη των διάμεσων προσδοκιών των καταναλωτών για τον πληθωρισμό στην Ελλάδα και τη ζώνη του ευρώ για τους επόμενους 12 μήνες και τα επόμενα 3 χρόνια. Οι βραχυπρόθεσμες προσδοκίες των καταναλωτών, δηλαδή για τους επόμενους 12 μήνες, παρουσιάζουν την ίδια πορεία εξέλιξης με εκείνη των τρεχουσών αντιλήψεων των καταναλωτών για τον πληθωρισμό. Παρατηρείται όμως ότι οι προσδοκίες των καταναλωτών για τον πληθωρισμό είναι αισθητά χαμηλότερες από τις αντιλήψεις τους. Επίσης, όπως και με τις αντιλήψεις, και οι προσδοκίες των καταναλωτών για τον πληθωρισμό στην Ελλάδα είναι υψηλότερες από ό,τι στη ζώνη του ευρώ.[4] Επιπλέον, οι βραχυπρόθεσμες προσδοκίες των καταναλωτών στην Ελλάδα και τη ζώνη του ευρώ έφθασαν στο ανώτατο σημείο (14,5% και 5,8% αντίστοιχα) την ίδια περίοδο που μεγιστοποιήθηκε ο ΕνΔΤΚ στην Ελλάδα (Σεπτέμβριος 2022) και στη ζώνη του ευρώ (Οκτώβριος 2022). Οι διάμεσες βραχυπρόθεσμες προσδοκίες υποχώρησαν στην Ελλάδα από 13,5% το Σεπτέμβριο του 2023 σε 6,6% το Νοέμβριο του 2024, ενώ για το ίδιο χρονικό διάστημα στη ζώνη του ευρώ μειώθηκαν από 4,1% σε 2,6%. Η μεγάλη αυτή μείωση των προσδοκιών των καταναλωτών για τον πληθωρισμό είναι κυρίως αποτέλεσμα της περιοριστικής νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ με τη σημαντική αύξηση των επιτοκίων της για 10 συνεχόμενους μήνες από τον Ιούλιο του 2022 έως το Σεπτέμβριο του 2023.

Οι μεσομακροπρόθεσμες προσδοκίες των καταναλωτών για τον πληθωρισμό, δηλαδή για τα επόμενα 3 χρόνια, στην Ελλάδα και τη ζώνη του ευρώ είναι αισθητά χαμηλότερες από τις βραχυπρόθεσμες προσδοκίες τους. Όπως και με τις βραχυπρόθεσμες προσδοκίες, οι μεσομακροπρόθεσμες προσδοκίες των καταναλωτών για τον πληθωρισμό είναι υψηλότερες και πιο ευμετάβλητες στην Ελλάδα σε σχέση με τη ζώνη του ευρώ.[5] Οι διάμεσες μεσομακροπρόθεσμες προσδοκίες των καταναλωτών για τον πληθωρισμό στην Ελλάδα αυξήθηκαν και έφθασαν στο μέγιστο επίπεδο τον Οκτώβριο του 2023 (10,2%), αλλά στη συνέχεια υποχώρησαν σημαντικά. Συγκεκριμένα, μειώθηκαν από 9,8% τον Απρίλιο του 2024 σε 5,1% το Νοέμβριο. Στη ζώνη του ευρώ, οι διάμεσες μεσομακροπρόθεσμες προσδοκίες των καταναλωτών ανήλθαν στο ανώτατο επίπεδο τον Οκτώβριο του 2022 (3,1%). Τον Απρίλιο του 2023 μειώθηκαν σε 2,6% και τον Οκτώβριο του 2024 έφθασαν στο 2,1%, πολύ κοντά στο στόχο της ΕΚΤ για πληθωρισμό 2% μεσοπρόθεσμα. Όμως το Νοέμβριο του 2024 αυξήθηκαν σε 2,4%.

Η επίδραση των αντιλήψεων των καταναλωτών για τον πληθωρισμό στις προσδοκίες τους για τον πληθωρισμό

Στο Διάγραμμα Γ απεικονίζεται η σχέση μεταξύ των αντιλήψεων των καταναλωτών για τον πληθωρισμό και των προσδοκιών τους για τον πληθωρισμό τους επόμενους 12 μήνες στην Ελλάδα και στη ζώνη του ευρώ, με βάση τα στοιχεία της CES από τον Απρίλιο του 2022 έως το Νοέμβριο του 2024 και λαμβάνοντας υπόψη χαρακτηριστικά των καταναλωτών που δεν μεταβάλλονται με το χρόνο, π.χ. το επίπεδο εκπαίδευσης, (individual fixed effects) και τις επιδράσεις κάθε κύματος της έρευνας που επηρεάζουν όλα τα νοικοκυριά το ίδιο (wave effects). Παρατηρείται σαφής θετική και γραμμική σχέση μεταξύ των αντιλήψεων και των βραχυπρόθεσμων προσδοκιών για τον πληθωρισμό. Στο Διάγραμμα Δ απεικονίζεται η σχέση μεταξύ των αντιλήψεων και των προσδοκιών των καταναλωτών για τον πληθωρισμό τα επόμενα 3 χρόνια στην Ελλάδα και την ευρωζώνη. Παρά το μεσομακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα, οι αντιλήψεις των καταναλωτών εξακολουθούν να επηρεάζουν θετικά τις προσδοκίες τους για τον πληθωρισμό για τα επόμενα 3 χρόνια και στην Ελλάδα αλλά και στην ευρωζώνη.

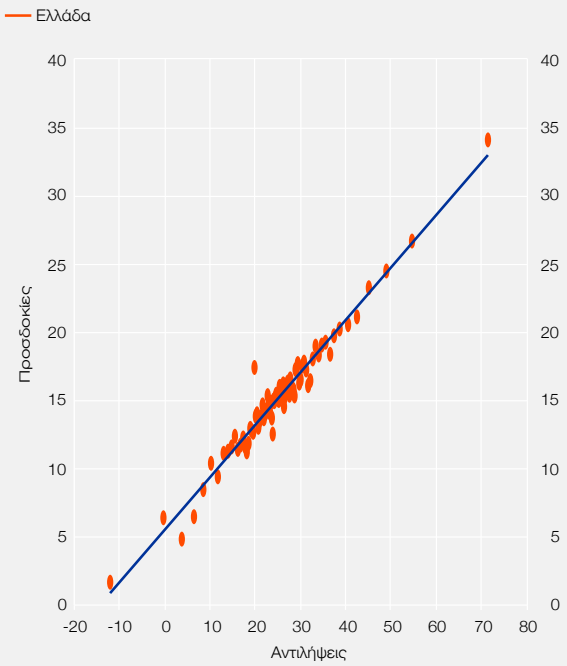
Στη συνέχεια, χρησιμοποιείται ένα γραμμικό υπόδειγμα παλινδρόμησης για να εκτιμηθεί η επίδραση των αντιλήψεων των καταναλωτών για τον πληθωρισμό στις βραχυπρόθεσμες και μεσομακροπρόθεσμες προσδοκίες. Ακο-

4 Αυτό επιβεβαιώνεται και από την έρευνα των καταναλωτών της Ευρωπαϊκής Επιτροπής που δείχνει ότι οι αντιλήψεις και οι προσδοκίες των καταναλωτών για τον πληθωρισμό είναι μεγαλύτερες στην Ελλάδα σε σχέση με την ευρωζώνη.

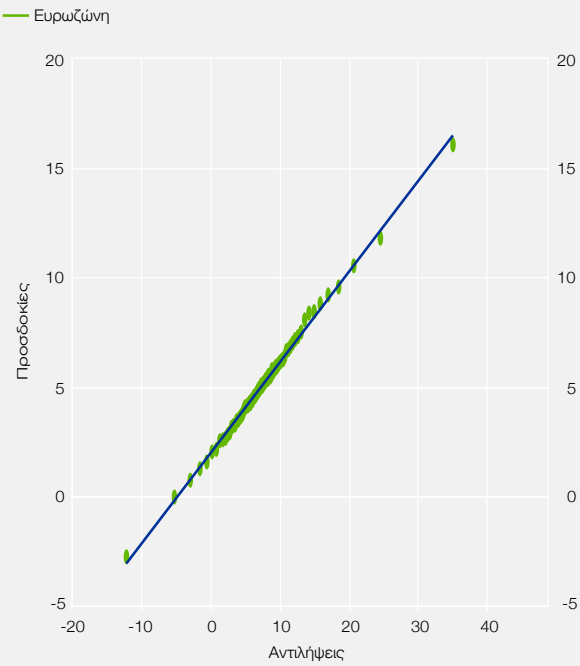
5 Οι υψηλότερες προσδοκίες των καταναλωτών για τον πληθωρισμό στην Ελλάδα σε σύγκριση με την ευρωζώνη συσχετίζονται με μια πιο απαισιόδοξη άποψη των Ελλήνων καταναλωτών για το εισόδημα, τη χρηματοοικονομική τους κατάσταση, τη ρευστότητα και την πρόσβασή τους στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, βλ. Πλαίσιο IV.2 "Έρευνα της ΕΚΤ για τις προσδοκίες των Ελλήνων καταναλωτών", Τράπεζα της Ελλάδος, *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2023*, Απρίλιος 2024.

Διάγραμμα Γ Συσχέτιση αντιλήψεων και προσδοκιών των καταναλωτών για τον πληθωρισμό τους επόμενους 12 μήνες

Σχέση αντιλήψεων και προσδοκιών τους επόμενους 12 μήνες για τον πληθωρισμό: Ελλάδα



Σχέση αντιλήψεων και προσδοκιών τους επόμενους 12 μήνες για τον πληθωρισμό: Ευρωζώνη

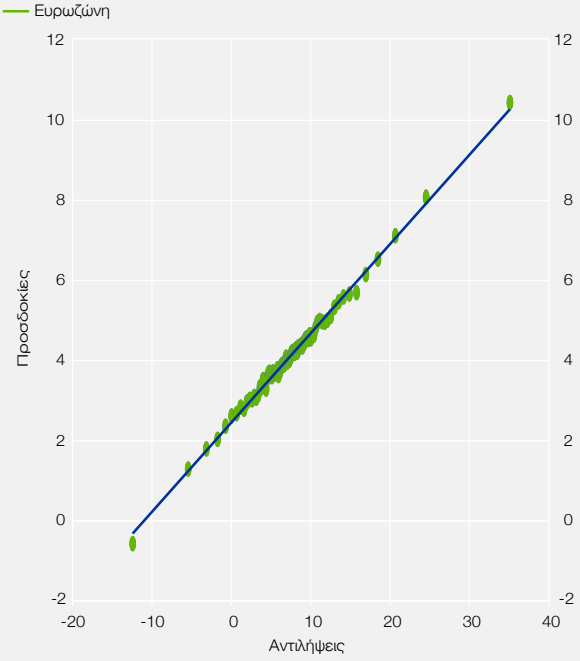


Πηγή: ΕΚΤ, Έρευνα για τις προσδοκίες των καταναλωτών (CES).
Σημειώσεις: Για τον προσδιορισμό της σχέσης μεταξύ αντιλήψεων και προσδοκιών τους επόμενους 12 μήνες για τον πληθωρισμό λαμβάνονται υπόψη οι επιδράσεις από ατομικά χαρακτηριστικά που δεν μεταβάλλονται στο χρόνο και οι επιδράσεις κάθε κύματος της έρευνας. Τα δεδομένα αφορούν την περίοδο Απριλίου 2022-Νοεμβρίου 2024. Τελευταίες παρατηρήσεις: Νοέμβριος 2024.

Διάγραμμα Δ Συσχέτιση αντιλήψεων και προσδοκιών των καταναλωτών για τον πληθωρισμό τα επόμενα 3 χρόνια

Σχέση αντιλήψεων και προσδοκιών τα επόμενα 3 χρόνια για τον πληθωρισμό: Ελλάδα

Σχέση αντιλήψεων και προσδοκιών τα επόμενα 3 χρόνια για τον πληθωρισμό: Ευρωζώνη



Πηγή: ΕΚΤ, Έρευνα για τις προσδοκίες των καταναλωτών (CES).
Σημειώσεις: Για τον προσδιορισμό της σχέσης μεταξύ αντιλήψεων και προσδοκιών τους επόμενους 12 μήνες για τον πληθωρισμό λαμβάνονται υπόψη οι επιδράσεις από ατομικά χαρακτηριστικά που δεν μεταβάλλονται στο χρόνο και οι επιδράσεις κάθε κύματος της έρευνας. Τα δεδομένα αφορούν την περίοδο Απριλίου 2022-Νοεμβρίου 2024. Τελευταίες παρατηρήσεις: Νοέμβριος 2024.

λουθώντας τη σχετική βιβλιογραφία, το υπόδειγμα περιλαμβάνει και άλλες ανεξάρτητες μεταβλητές και συγκεκριμένα την ηλικιακή ομάδα, το φύλο, την οικογενειακή κατάσταση (αν έχει σύντροφο), την εκπαίδευση, το επίπεδο χρηματοοικονομικού αλφαβητισμού, τα εισοδηματικά τεταρτημόρια, την κατάσταση απασχόλησης, την ιδιοκτησία κατοικίας, τη λήψη στεγαστικού δανείου, τους περιορισμούς ρευστότητας, τη δυσχερή χρηματοοικονομική κατάσταση του νοικοκυριού σε σχέση με δώδεκα μήνες πριν και τη δυσκολία πρόσβασης σε χρηματοδότηση από χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (π.χ. τράπεζες).

Τα εμπειρικά αποτελέσματα δείχνουν (βλ. Πίνακα Α) ότι υπάρχει θετική και στατιστικά σημαντική επίδραση των αντιλήψεων των καταναλωτών για τον πληθωρισμό στις προσδοκίες τους για τους επόμενους δώδεκα μήνες στην Ελλάδα και τη ζώνη του ευρώ. Για την Ελλάδα ο εκτιμώμενος συντελεστής των αντιλήψεων για τον πληθωρισμό είναι 0,56, ενώ για την ευρωζώνη είναι 0,51. Αυτό σημαίνει ότι, αν αυξηθούν οι αντιλήψεις των καταναλωτών στην Ελλάδα και τη ζώνη του ευρώ κατά μία ποσοστιαία μονάδα, αυξάνονται οι βραχυπρόθεσμες προσδοκίες τους κατά 0,56 και 0,51 της ποσοστιαίας μονάδας αντίστοιχα.

Επιπλέον, τα αποτελέσματα δείχνουν (βλ. Πίνακα Β) ότι εξακολουθεί να υπάρχει θετική και σημαντική επίδραση των αντιλήψεων των καταναλωτών για τον πληθωρισμό στις προσδοκίες τους για τα επόμενα τρία χρόνια στην Ελλάδα και την ευρωζώνη. Στην Ελλάδα ο εκτιμώμενος συντελεστής των αντιλήψεων για τον πληθωρισμό είναι 0,47, ενώ στην ευρωζώνη είναι 0,36.[6] Παρατηρείται ότι η επίδραση των αντιλήψεων των καταναλωτών για τον πληθωρισμό στις μεσομακροπρόθεσμες προσδοκίες τους είναι σχετικά μικρότερη από ό,τι στις βραχυπρόθεσμες προσδοκίες τους.

Πίνακας Α Εμπειρικό υπόδειγμα βραχυπρόθεσμων προσδοκιών: Ελλάδα και ευρωζώνη-11

	Ελλάδα	Ευρωζώνη-11
Προσδοκίες καταναλωτών για τον πληθωρισμό τους επόμενους 12 μήνες		
Αντιλήψεις για τον πληθωρισμό	0,556*** (0,059)	0,507*** (0,008)
Παρατηρήσεις	33.291	919.266
R-squared	0,501	0,466
Άλλες μεταβλητές	ΝΑΙ	ΝΑΙ
Επιδράσεις κυμάτων	ΝΑΙ	ΝΑΙ

Πηγή: ΕΚΤ, Έρευνα για τις προσδοκίες των καταναλωτών (CES).
Σημειώσεις: Το διάγραμμα δείχνει τους εκτιμώμενους συντελεστές που προέρχονται από ένα γραμμικό υπόδειγμα παλινδρόμησης βραχυπρόθεσμων προσδοκιών με συσχετισμένα τυπικά σφάλματα (clustered standard errors). Τα δεδομένα αφορούν την περίοδο Απριλίου 2022-Νοεμβρίου2024. Τελευταίες παρατηρήσεις: Νοέμβριος 2024.

Πίνακας Β Εμπειρικό υπόδειγμα μεσομακροπρόθεσμων προσδοκιών: Ελλάδα και ευρωζώνη-11

	Ελλάδα	Ευρωζώνη-11
Προσδοκίες καταναλωτών για τον πληθωρισμό τα επόμενα 3 χρόνια		
Αντιλήψεις για τον πληθωρισμό	0,477*** (0,059)	0,359*** (0,011)
Παρατηρήσεις	33.291	919.267
R-squared	0,3327	0,2577
Άλλες μεταβλητές	ΝΑΙ	ΝΑΙ
Επιδράσεις κυμάτων	ΝΑΙ	ΝΑΙ

Πηγή: ΕΚΤ, Έρευνα για τις προσδοκίες των καταναλωτών (CES).
Σημειώσεις: Το διάγραμμα δείχνει τους εκτιμώμενους συντελεστές που προέρχονται από ένα γραμμικό υπόδειγμα παλινδρόμησης μεσομακροπρόθεσμων προσδοκιών με συσχετισμένα τυπικά σφάλματα (clustered standard errors). Τα δεδομένα αφορούν την περίοδο Απριλίου 2022-Νοεμβρίου 2024. Τελευταίες παρατηρήσεις: Νοέμβριος 2024.

Συμπεράσματα

Συμπερασματικά, οι αντιλήψεις και οι προσδοκίες των καταναλωτών για τον πληθωρισμό στην Ελλάδα και τη ζώνη του ευρώ παρουσιάζουν την ίδια πορεία εξέλιξης, αν και είναι σημαντικά υψηλότερες στην περίπτωση της Ελλάδος. Οι αντιλήψεις και οι προσδοκίες των καταναλωτών για τον πληθωρισμό αυξήθηκαν στη διάρκεια του 2022, κυρίως λόγω των διαταραχών της παγκόσμιας εφοδιαστικής αλυσίδας που προκάλεσε η πανδημία, αλλά και των πληθωριστικών πιέσεων επί των τιμών της ενέργειας που εντάθηκαν με τον πόλεμο στην Ουκρανία. Στη συνέχεια όμως υποχώρησαν σημαντικά, με σχετική υστέρηση στην περίπτωση της Ελλάδος, ως αποτέλεσμα της περιοριστικής νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ. Οι αντιλήψεις των καταναλωτών για τον πληθωρισμό είναι θετικά και έντονα συσχετισμένες με τις βραχυπρόθεσμες και μεσομακροπρόθεσμες προσδοκίες τους. Επομένως, ο σχεδιασμός μιας αποτελεσματικής νομισματικής πολιτικής συνδέεται με το μηχανισμό διαμόρφωσης των προσδοκιών και των αντιλήψεων των καταναλωτών για τον πληθωρισμό.

6 Η θετική σχέση μεταξύ αντιλήψεων και προσδοκιών των καταναλωτών για τον πληθωρισμό έχει αναφερθεί συχνά στη βιβλιογραφία, βλ. μεταξύ άλλων D'Acunto et al. (2021), "Exposure to Grocery Prices and Inflation Expectations, *Journal of Political Economy*, 121(5), 1615-1639, Arioli et al. (2017), "EU consumers' quantitative inflation perceptions and expectations: an evaluation", ECB Occasional Paper No. 186, και Huber et al. (2023), "The pass-through from inflation perceptions to inflation expectations", Deutsche Bundesbank Discussion Paper No. 17/2023.

Πίνακας IV.7 Αμοιβές και κόστος εργασίας (2022-2025)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

Ελλάδα	2022	2023	2024	2025 (πρόβλ.)
Σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας	4,9	5,3	7,4	5,6
Αμοιβές εξαρτημένης εργασίας ανά μισθωτό	1,8	3,7	6	4,5
Παραγωγικότητα της εργασίας (ΑΕΠ/συνολική απασχόληση)	3,2	1,1	1	1,2
Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (σύνολο οικονομίας)	-1,4	2,5	4,9	3,2
Σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας στον τομέα της γενικής κυβέρνησης	0,8	3,2	4,7 (9μηνο)	…
Σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας στον επιχειρηματικό τομέα	6,8	6,2	10,4 (9μηνο)	…

Πηγές: Για το 2022-2024: ΕΛΣΤΑΤ, στοιχεία ετήσιων και τριμηνιαίων εθνικών λογαριασμών, 17.10.2024 και 7.3.2025, και στοιχεία ετήσιων και τριμηνιαίων λογαριασμών θεσμικών τομέων, 24.10.2024 και 24.1.2025. Για το 2025: προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

5.2 Κόστος εργασίας

Το 2024, βάσει προσωρινών ετήσιων στοιχείων των εθνικών λογαριασμών, τόσο οι συνολικές αποδοχές όσο και οι αμοιβές ανά μισθωτό αυξήθηκαν αισθητά περισσότερο από ό,τι το 2023. Ο ρυθμός ανόδου της παραγωγικότητας ήταν σχεδόν ίσος με εκείνον του 2023, αλλά ο ρυθμός ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος επιταχύνθηκε σημαντικά (βλ. Πίνακα IV.7).

Την άνοδο των αποδοχών το 2024 επηρέασαν: (α) η αύξηση των μισθών των δημοσίων υπαλλήλων, (β) η λήξη της αναστολής των επιδομάτων προϋπηρεσίας (τριετιών) των μισθωτών του ιδιωτικού τομέα, η οποία είχε νομοθετηθεί κατά την περίοδο των προγραμμάτων οικονομικής προσαρμογής, και (γ) η αύξηση του κατώτατου μισθού κατά 6,4% από 1ης Απριλίου 2024.

Ειδικότερα, στο σύνολο της οικονομίας (εκτός του πρωτογενούς τομέα και των νοικοκυριών) ο δείκτης μισθολογικού κόστους της ΕΛΣΤΑΤ αυξήθηκε κατά 4,4% το 2024. Εξάλλου, στον επιχειρηματικό τομέα το 2024 υπογράφηκαν 238 νέες επιχειρησιακές συλλογικές συμβάσεις, οι οποίες αφορούν 171.161 μισθωτούς. Από αυτές, 82 συμβάσεις προβλέπουν αυξήσεις μισθών, ενώ οι υπόλοιπες δεν περιλαμβάνουν μισθολογικές ρυθμίσεις.[17] Στον τομέα της γενικής κυβέρνησης, οι δαπάνες για αμοιβές υπαλλήλων αυξήθηκαν κατά 6,0% το 2024 (βάσει ταμειακών στοιχείων).

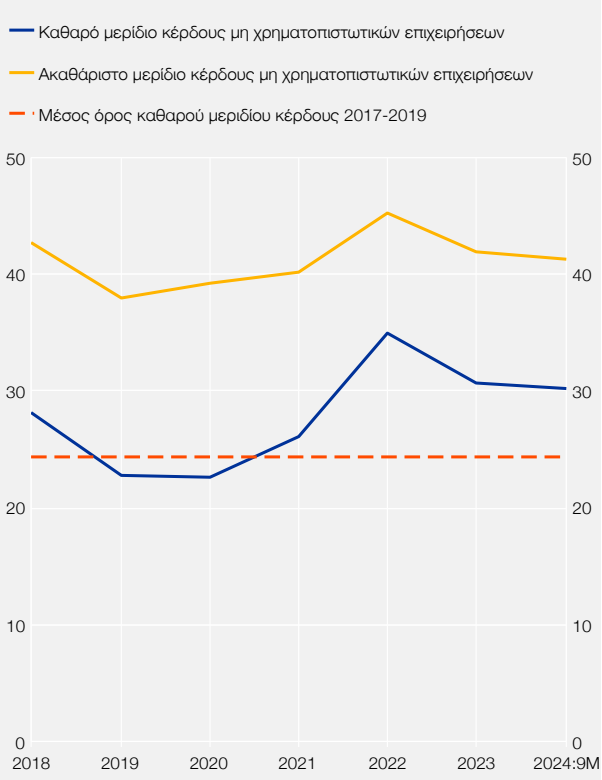
Το 2025 αναμένεται επιβράδυνση των συνολικών αμοιβών και των αμοιβών ανά μισθωτό, καθώς και μικρή επιτάχυνση της παραγωγικότητας – εξελίξεις που θα συντελέσουν σε υποχώρηση του ρυθμού ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος.

Τέλος, η κυβέρνηση προώθησε, σε εφαρμογή της Οδηγίας 2022/2041 της ΕΕ για επαρκείς κατώτατους μισθούς, την ψήφιση του ν. 5163/2024. Σε αυτόν προβλέπεται ότι ο καθορισμός και η αναπροσαρμογή του νομοθετημένου κατώτατου μισθού και ημερομισθίου από το 2028 θα γίνονται αυτόματα με βάση συντελεστή που θα προκύπτει από το άθροισμα (α) του ετήσιου ποσοστού μεταβολής του δείκτη καταναλωτή μεταξύ της 1ης Ιουλίου του προηγούμενου έτους και της 30ής Ιουνίου του τρέχοντος για το χαμηλότερο 20% της εισοδηματικής κατανομής των νοικοκυριών και (β) του ημίσεος του ετήσιου ποσοστού μεταβολής της αγοραστικής δύναμης του γενικού δείκτη μισθών κατά την ίδια χρονική περίοδο. Τα έτη 2025, 2026 και 2027 η αύξηση του κατώτατου μισθού θα καθορίζεται αφού ληφθούν υπόψη οι γνώμες της Επιτροπής Διαβούλευσης (όπου εκπροσωπούνται οι κοινωνικοί εταίροι) και της Επιστημονικής Επιτροπής (ανεξάρτητων εμπειρογνωμόνων).[18] Εξάλλου, εντός έτους από την ψήφιση του νόμου η κυβέρνηση θα ανακοινώσει Σχέδιο Δράσης για την ενίσχυση των συλλογικών διαπραγματεύσεων.

17 Οι κυριότερες κλαδικές ή ομοιοεπαγγελματικές συμβάσεις εργασίας που επηρεάζουν τους μισθούς το 2024 έχουν αναφερθεί στην έκθεση *Νομισματική Πολιτική 2023-2024*, Ιούνιος 2024.

18 Ήδη το Υπουργείο Εργασίας έχει αποστείλει προσκλήσεις για τη συγκρότηση των επιτροπών για το 2025.

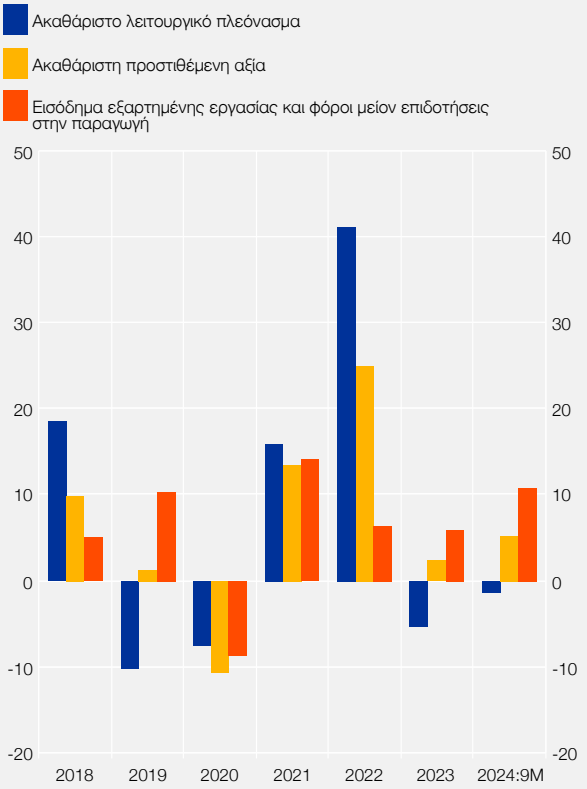
Διάγραμμα IV.18 Μερίδιο κέρδους των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (2018 - α΄ εννεάμηνο 2024)



Πηγή: Υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος βάσει στοιχείων ΕΛΣΤΑΤ.
Σημείωση: Το ακαθάριστο (καθαρό) μερίδιο κέρδους ορίζεται ως ο λόγος του ακαθάριστου (καθαρού) λειτουργικού πλεονάσματος προς την ακαθάριστη (καθαρή) προστιθέμενη αξία.

Διάγραμμα IV.19 Συνιστώσες του μεριδίου κέρδους των επιχειρήσεων (2018 - α΄ εννεάμηνο 2024)

(ετήσια ποσοστιαία μεταβολή)



Πηγή: Υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος βάσει στοιχείων ΕΛΣΤΑΤ.

5.3 Επιχειρηματικά κέρδη

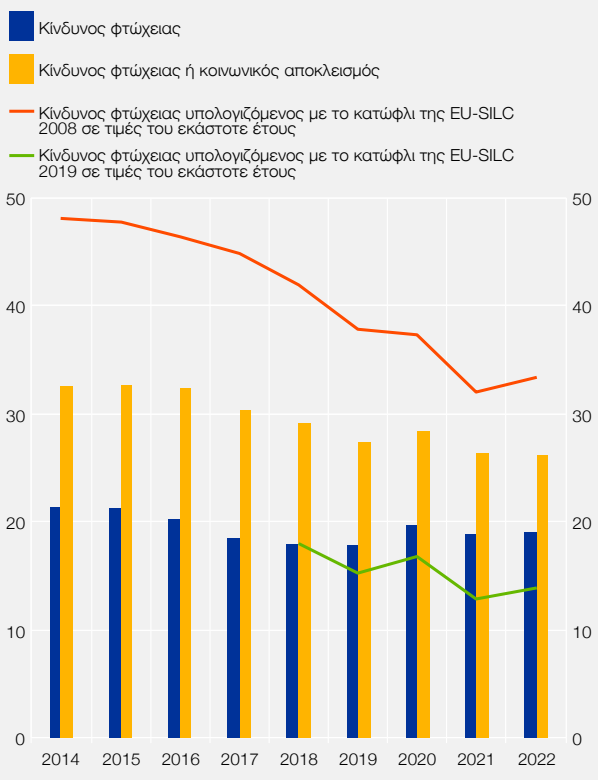
Μετά τη σημαντική αύξηση της κερδοφορίας των ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων το 2022, σημειώθηκε υποχώρηση της κερδοφορίας το 2023 και το πρώτο εννεάμηνο του 2024. Το ακαθάριστο λειτουργικό πλεόνασμα των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων μειώθηκε σε ονομαστικούς όρους κατά 1,4% το πρώτο εννεάμηνο του 2024 (έναντι μεταβολής κατά -4,0% την αντίστοιχη περίοδο του 2023), ενώ το καθαρό λειτουργικό πλεόνασμα (που προκύπτει μετά την αφαίρεση της ανάλωσης πάγιου κεφαλαίου) υποχώρησε ακόμη περισσότερο, κατά 4,1% (-8,2% το εννεάμηνο του 2023) (βλ. Διάγραμμα IV.18). Η μείωση αυτή οφείλεται κυρίως στο γεγονός ότι η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία αυξήθηκε με χαμηλότερο ρυθμό (+5,1%) από αυτόν του εισοδήματος εξαρτημένης εργασίας (+10,7%). Επίσης, η επίδραση των φόρων μείον επιδοτήσεις στην παραγωγή ήταν αρνητική. Παράλληλα, το πρώτο εννεάμηνο του 2024 το μερίδιο καθαρού κέρδους (οριζόμενο ως ο λόγος του καθαρού λειτουργικού πλεονάσματος προς την καθαρή προστιθέμενη αξία), το οποίο εκφράζει την απόδοση του επιχειρηματικού τομέα σε όρους λειτουργικών κερδών, υποχώρησε ελαφρά σε 30,2% από 33,2% την αντίστοιχη περίοδο του 2023. Εντούτοις, παρέμεινε σημαντικά υψηλότερο από τον τριετή μέσο όρο (2017-2019) της προ πανδημίας περιόδου (24,3%) (βλ. Διάγραμμα IV.19). Πάντως, τα κέρδη των επιχειρήσεων παρέμειναν, παρά την αύξηση του κόστους εργασίας, σε υψηλότερα επίπεδα από ό,τι την περίοδο προ της πανδημίας.

5.4 Ανισοκατανομή εισοδήματος και φτώχεια

Τα πιο πρόσφατα ετήσια στοιχεία για την ανισότητα, τη φτώχεια, τον κοινωνικό αποκλεισμό και τις συνθήκες διαβίωσης στην Ελλάδα προέρχονται από την ΕΛΣΤΑΤ και συγκεκριμένα από την Έρευνα Εισοδήματος και Συνθηκών Διαβίωσης των Νοικοκυριών (EU-SILC) 2023, για τα εισο-

Διάγραμμα IV.20 Κίνδυνος φτώχειας (EU-SILC)

(ποσοστό πληθυσμού %)



Πηγή: Έρευνα Εισοδήματος και Συνθηκών Διαβίωσης των Νοικοκυριών (EU-SILC).
Σημείωση: Οι δείκτες παρουσιάζονται με βάση την περίοδο αναφοράς του εισοδήματος.

δήματα του 2022, και την Έρευνα Οικογενειακών Προϋπολογισμών (ΕΟΠ) 2023, για τις καταναλωτικές δαπάνες του 2023. Εξαιτίας των επιπτώσεων της πανδημίας στην οικονομική δραστηριότητα, οι δείκτες φτώχειας και ανισότητας παρουσίασαν επιδείνωση το 2020. Το 2021, ωστόσο, η ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας και οι θετικές εξελίξεις στην αγορά εργασίας (υποχώρηση του ποσοστού ανεργίας και αύξηση της απασχόλησης) συνέβαλαν σημαντικά στην ανάκαμψη των εισοδημάτων και στη βελτίωση των δεικτών φτώχειας και ανισότητας, ενώ το 2022 σημειώθηκαν μικρές μεταβολές στους εν λόγω δείκτες.

Ειδικότερα, με βάση τα στοιχεία για τα εισοδήματα των νοικοκυριών το 2022 που προέρχονται από την έρευνα EU-SILC 2023, μεταβλήθηκαν οριακά οι ακόλουθοι δείκτες:

1) Ο δείκτης κινδύνου σχετικής φτώχειας αυξήθηκε οριακά σε 18,9%, από 18,8% που είχε καταγραφεί για τα εισοδήματα του 2021 (EU-SILC 2022),[19] παραμένοντας πάνω από τα προ πανδημίας επίπεδα. Παράλληλα, ο κίνδυνος σχετικής φτώχειας στην Ελλάδα παραμένει πάνω από το μέσο όρο της ΕΕ-27 (16,2%) και είναι ο ένατος υψηλότερος στην ΕΕ-27 (βλ. Διάγραμμα IV.20).

2) Το ποσοστό του πληθυσμού της χώρας που βρίσκεται σε κίνδυνο φτώχειας ή σε κοινωνικό αποκλεισμό, σύμφωνα με τον αναθεωρημένο ορισμό,[20] μειώθηκε σε 26,1% (ή 2.658 χιλιάδες άτομα), από 26,3% το 2021 και 28,3% το 2020. Σύμφωνα με την ίδια έρευνα, μεταξύ των χωρών της ΕΕ-27, η Ελλάδα εμφάνιζε το 2022 τον τέταρτο υψηλότερο κίνδυνο φτώχειας ή κοινωνικού αποκλεισμού. Ο μέσος όρος ήταν 21,3% στις χώρες της ΕΕ-27.

3) Οι δείκτες εισοδηματικής ανισότητας στην Ελλάδα εμφανίζουν μικτή εικόνα το 2022. Ο δείκτης ανισότητας Gini αυξήθηκε στο 31,8% για τα εισοδήματα του 2022 (ΕΕ-27: 29,6%), από 31,4% για τα εισοδήματα του 2021. Ο δείκτης S80/S20 παρέμεινε ουσιαστικά αμετάβλητος στο 5,2 για τα εισοδήματα του 2021 και του 2022 (ΕΕ-27: 4,7) (βλ. Διάγραμμα IV.21).[21]

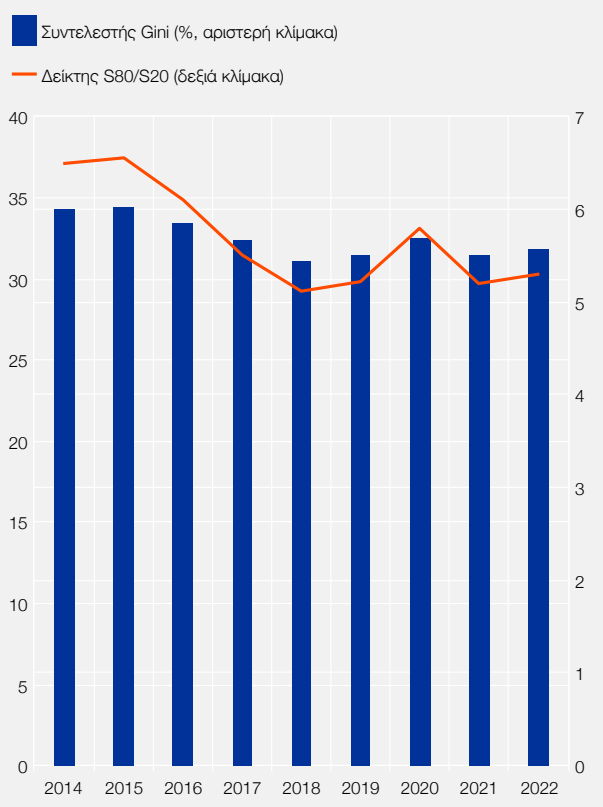
19 Το κατώφλι (ή γραμμή) φτώχειας, με βάση το οποίο υπολογίζεται ο κίνδυνος φτώχειας, μεταβάλλεται κατ' αναλογία προς το μέσο βιοτικό επίπεδο του πληθυσμού, καθώς ορίζεται στο 60% της διαμέσου του ετήσιου συνολικού διαθέσιμου ισοδύναμου εισοδήματος για το σύνολο των νοικοκυριών (ορισμός Eurostat). Για τον υπολογισμό του ισοδύναμου εισοδήματος του νοικοκυριού, ο αρχηγός του λαμβάνει συντελεστή στάθμισης 1, τα άλλα ενήλικα μέλη 0,5 και τα παιδιά κάτω των 14 ετών 0,3. Στην έρευνα του 2023 το χρηματικό όριο της σχετικής φτώχειας για ένα μονομελές νοικοκυριό ήταν 6.030 ευρώ, ενώ για τετραμελές νοικοκυριό με δύο ενήλικες και δύο παιδιά ηλικίας κάτω των 14 ετών ήταν 12.663 ευρώ.

20 Ο αναθεωρημένος ορισμός προκύπτει στο πλαίσιο του προγράμματος "Ευρώπη 2030" και αναφέρεται στον πληθυσμό που είναι σε κίνδυνο φτώχειας ή με υλικές και κοινωνικές στερήσεις (δηλαδή πληθυσμός που στερείται τουλάχιστον 7 από έναν κατάλογο 13 αγαθών και υπηρεσιών) ή που διαβιώνει σε νοικοκυριά με χαμηλή ένταση εργασίας.

21 Ο δείκτης Gini λαμβάνει τιμές από 0% όταν το εθνικό εισόδημα είναι ισόποσα κατανεμημένο (δηλαδή το φτωχότερο x% του πληθυσμού εισπράττει το x% του εθνικού εισοδήματος για 0<x≤100) έως 100% όταν το εθνικό εισόδημα είναι κατανεμημένο σε ένα μόνο άτομο. Ο δείκτης S80/S20 μετρά το λόγο του συνολικού εισοδήματος που εισπράττει το πλουσιότερο 20% του πληθυσμού προς το συνολικό εισόδημα που εισπράττει το φτωχότερο 20%. Και οι δύο δείκτες λαμβάνουν μεγαλύτερες τιμές όσο αυξάνεται η εισοδηματική ανισότητα. Ο δείκτης Gini όμως λαμβάνει υπόψη όλο το φάσμα της ανισοκατανομής του εισοδήματος, ενώ ο δείκτης S80/S20 επικεντρώνεται στις διαφορές στα άκρα της εισοδηματικής κατανομής.

Επιπρόσθετα, ο δείκτης φτώχειας σε απόλυτους όρους, ο οποίος διατηρεί το κατώφλι φτώχειας σταθερό σε όρους πραγματικής αγοραστικής δύναμης του 2019, αυξήθηκε σε 13,8% για τα εισοδήματα του 2022 (από 12,8% για τα εισοδήματα του 2021), σημειώνοντας αύξηση για δεύτερη φορά από το 2019. Σημειώνεται ωστόσο ότι ο κίνδυνος φτώχειας υπολογιζόμενος με το παραπάνω κατώφλι φτώχειας ήταν υψηλότερος για τα εισοδήματα του 2019 (17,9%). Ο ίδιος δείκτης στην ΕΕ διαμορφώθηκε σε υψηλότερο επίπεδο (14,3%) για τα εισοδήματα του 2022.

Διάγραμμα IV.21 Δείκτες εισοδηματικής ανισότητας (EU-SILC)



Πηγή: Έρευνα Εισοδήματος και Συνθηκών Διαβίωσης των Νοικοκυριών (EU-SILC).
Σημείωση: Οι δείκτες παρουσιάζονται με βάση την περίοδο αναφοράς του εισοδήματος.

Ευνοϊκά μεταβλήθηκε το χάσμα ή βάθος της σχετικής φτώχειας,[22] σημειώνοντας περαιτέρω πτώση σε 22,1% το 2022 (από 23,8% το 2021 και 26,4% για τα εισοδήματα του 2020).

Οι οριακές μεταβολές στους δείκτες φτώχειας και ανισότητας το 2022 αντανακλούν συμψηφιστικά τις επιδράσεις από τη μείωση των ασφαλιστικών εισφορών των μισθωτών, την αύξηση του κατώτατου μισθού δύο φορές εντός του 2022 (σωρευτικά από 650 σε 713 ευρώ) και τη συνακόλουθη αύξηση των επιδομάτων ανεργίας, καθώς και την επίδραση των μέτρων για την αντιμετώπιση των συνεπειών της ενεργειακής κρίσης. Όσον αφορά την εισοδηματική στήριξη ευάλωτων νοικοκυριών, υπήρξαν δύο βασικά πακέτα δημοσιονομικής στήριξης, που εκταμιεύθηκαν τον Απρίλιο και το Δεκέμβριο του 2022. Όπως και το 2021, τα πακέτα αυτά στόχευσαν στους χαμηλά αμειβόμενους συνταξιούχους, τους ανασφάλιστους ηλικιωμένους που λαμβάνουν επιδόματα από τον ΟΠΕΚΑ (Οργανισμό Προνοιακών Επιδομάτων και Κοινωνικής Αλληλεγγύης) και τους αποδέκτες επιδομάτων αναπηρίας. Επιπλέον, οι δικαιούχοι του ελάχιστου εγγυημένου εισοδήματος και του επιδόματος παιδιού έλαβαν το διπλάσιο ποσό και μιάμιση φορά το ποσό επιδότησης αντίστοιχα τον Απρίλιο και το Δεκέμβριο. Οι μακροχρόνια άνεργοι έλαβαν στήριξη 250 ευρώ το Δεκέμβριο. Συνολικά, σύμφωνα με την EU-SILC 2023, το μέσο ισοδύναμο ατομικό διαθέσιμο εισόδημα αυξήθηκε κατά 6,6% το 2022 σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος, έναντι αντίστοιχης ετήσιας αύξησης 8,8% το 2021. Δεδομένης της πληθωριστικής διαταραχής του 2022, η ανωτέρω σύγκριση υπονοεί μια αναιμική προσαρμογή των μισθών σε αυτή.[23]

Η εξέταση των στοιχείων της EU-SILC 2023 αναδεικνύει συγκεκριμένες πληθυσμιακές ομάδες ως περισσότερο ευάλωτες στον κίνδυνο φτώχειας: τους ανέργους (48,2%), τους οικονομικά μη ενεργούς εκτός συνταξιούχων (31,1%), τα νοικοκυριά με εξαρτώμενα παιδιά (22,0%), τα μονογονεϊκά νοικοκυριά (37,1%) και τα παιδιά ηλικίας έως 17 ετών (22,1%). Τα ευρήματα αυτά συνάδουν με άλλο συμπέρασμα που προκύπτει από την έρευνα, συγκεκριμένα ότι η κύρια συμβολή της κοινωνικής πολιτικής στη μείωση του ποσοστού φτώχειας προέρχεται από τις συν-

22 Το χάσμα φτώχειας μετρά τη διαφορά του διάμεσου εισοδήματος των φτωχών ατόμων από το κατώφλι της φτώχειας ως ποσοστό του τελευταίου, δηλαδή παρέχει το μέσο εισοδηματικό έλλειμμα των φτωχών ατόμων.

23 Βλ. Theodoropoulou, S., C. Pierros and M. Matsaganis (2024), “The political economy of inflation management: the case of Greece”, *Transfer: European Review of Labour and Research*.

τάξεις (κατά 22,1 ποσοστιαίες μονάδες), ενώ τα κοινωνικά επιδόματα συνέβαλαν στη μείωση του ποσοστού φτώχειας μόνο κατά 4,2 ποσοστιαίες μονάδες.

Ωστόσο, τα τελευταία έτη διακρίνεται πρόοδος ως προς τη στόχευση της κοινωνικής πολιτικής. Για παράδειγμα, όσον αφορά τους ανέργους, σύμφωνα με τα τριμηνιαία στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ για τον αριθμό των ανέργων και τα μηνιαία στοιχεία της Δημόσιας Υπηρεσίας Απασχόλησης (ΔΥΠΑ, προηγουμένως ΟΑΕΔ) για τον αριθμό των επιδοτούμενων ανέργων, το μέσο ποσοστό κάλυψης των ανέργων από επιδότηση το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2024 έφθασε για πρώτη φορά αυτό που είχε καταγραφεί το 2010 (35,1%), πιθανότατα ως απόρροια των πρόσφατων αλλαγών που επήλθαν στις υποχρεώσεις των ανέργων και στη διαχείριση της ανεργίας γενικότερα.[24]

Όσον αφορά τα πολύ φτωχά νοικοκυριά, το ποσό του ελάχιστου εγγυημένου εισοδήματος έχει αυξηθεί από 1.12.2023 κατά 8% και επίσης έχουν αναπροσαρμοστεί τα εισοδηματικά κριτήρια που εφαρμόζονται, αυξάνοντας την κάλυψη του επιδόματος. Η εξέλιξη αυτή είναι θετική, καθώς συμβάλλει στη συστηματική κάλυψη των κενών προστασίας, πέρα από τις έκτακτες οικονομικές ενισχύσεις που έχουν δοθεί τα τελευταία χρόνια στο πλαίσιο των μέτρων στήριξης των οικονομικά ασθενέστερων έναντι των συνεπειών της πανδημίας και της ενεργειακής κρίσης.

Άλλη σχετική νομοθετική παρέμβαση μόνιμου χαρακτήρα είναι η αύξηση των προνοιακών επιδομάτων κατά 8% από 1.5.2023.[25]

Για τις οικογένειες με παιδιά, ευνοϊκές πρόσφατες μεταρρυθμίσεις ήταν η αύξηση από το 2024 του αφορολόγητου κατά 1.000 ευρώ για τους φορολογούμενους με εξαρτώμενα τέκνα, η θέσπιση του επιδόματος μητρότητας για τις ελεύθερες επαγγελματίες, αυτοαπασχολούμενες και αγρότισσες και η αύξηση του επιδόματος γέννησης αναδρομικά από το 2023.

Συμπληρωματικά μέτρα που αποσκοπούν στην καλύτερη στόχευση και αποτελεσματικότητα των κοινωνικών επιδομάτων είναι η εισαγωγή προπληρωμένων καρτών για την καταβολή κοινωνικών παροχών του ΟΠΕΚΑ και της ΔΥΠΑ, καθώς και η αναβάθμιση της πλατφόρμας του ΟΠΕΚΑ, ώστε οι δικαιούχοι να έχουν πρόσβαση σε όλα τα προγράμματα κοινωνικής προστασίας και τα σχετικά επιδόματα.[26]

Τα πιο πρόσφατα στοιχεία που είναι διαθέσιμα για την Ελλάδα είναι αυτά της Έρευνας Οικογενειακών Προϋπολογισμών (ΕΟΠ) 2023 και αφορούν τις καταναλωτικές δαπάνες του 2023. Από αυτά τα στοιχεία προκύπτει αύξηση του κινδύνου φτώχειας με βάση τις αγορές που πραγματοποιούν τα νοικοκυριά (18,7% από 17,4% το 2022) και με βάση τη συνολική καταναλωτική δαπάνη (13,8% από 13,4% το 2022), στην οποία συμπεριλαμβάνεται η αξία, σε χρήμα, των αγαθών και υπηρεσιών που το νοικοκυριό έλαβε σε είδος (από δική του παραγωγή, δικό του κατάστημα, τον εργοδότη ή άλλες πηγές). Παρόμοια τάση προκύπτει και για το δείκτη ανισότητας S80/S20 με

24 Βλ. το ν. 4921/2022, με τον οποίο ο ΟΑΕΔ μετονομάστηκε σε Δημόσια Υπηρεσία Απασχόλησης (ΔΥΠΑ) και θεσπίστηκαν ρυθμίσεις όπως, ενδεικτικά, τα νέα ψηφιακά εργαλεία (μητρώο, κάρτα, ατομικό σχέδιο δράσης), η καταβολή εφάπαξ χρηματικής παροχής 300 ευρώ στους μακροχρόνια ανέργους άνω των πέντε ετών που καταρτίζουν Ψηφιακό Ατομικό Σχέδιο Δράσης, η εισαγωγή εισοδηματικών κριτηρίων για τους εγγεγραμμένους στο Ψηφιακό Μητρώο ΔΥΠΑ για πάνω από 12 μήνες με σκοπό την αποτροπή φαινομένων κατάχρησης των παροχών, η διαγραφή από το μητρώο μετά από 3 αρνήσεις κατάλληλων θέσεων εργασίας, η συνέχιση της χορήγησης του 50% του επιδόματος ανεργίας ακόμη και σε όσους αναζητούντες βρίσκουν εργασία κατά την περίοδο καταβολής του κανονικού επιδόματος ανεργίας έως και τη λήξη της προθεσμίας καταβολής, η εισαγωγή συστήματος διακυβέρνησης για τη συνεχιζόμενη επαγγελματική κατάρτιση του εργατικού δυναμικού, η δημιουργία και ο εξοπλισμός χώρων φύλαξης βρεφών εντός των εγκαταστάσεων των επιχειρήσεων κ.ά. Δεν υπάρχουν ακόμη επαρκή στοιχεία για να εκτιμηθεί πώς οι αλλαγές αυτές θα επηρεάσουν το ποσοστό των ανέργων που καλύπτονται από επιδότηση ανεργίας.

25 Βλ. ν. 5043/2023 "Ρυθμίσεις σχετικά με τους Οργανισμούς Τοπικής Αυτοδιοίκησης α΄ και β΄ βαθμού – *Διατάξεις για την ευζωία των ζώων συντροφιάς* – Διατάξεις για το ανθρώπινο δυναμικό του δημοσίου τομέα – Λοιπές ρυθμίσεις του Υπουργείου Εσωτερικών και άλλες επείγουσες διατάξεις".

26 Βλ. ν. 5078/2023 "Αναμόρφωση επαγγελματικής ασφάλισης, εξορθολογισμός ασφαλιστικής νομοθεσίας, συνταξιοδοτικές ρυθμίσεις, σύστημα διορισμού και προσλήψεων των εκπαιδευτικών της δημόσιας υπηρεσίας απασχόλησης και λοιπές διατάξεις".

βάση τόσο τις αγορές των νοικοκυριών όσο και τη συνολική καταναλωτική δαπάνη, ο οποίος επίσης αυξήθηκε (σε 5,7 από 5,4 το 2022 και σε 4,5 από 4,2 το 2022 αντίστοιχα).

Οι δυσμενείς τάσεις που αναδεικνύονται από τα στοιχεία της ΕΟΠ για το 2023 μπορούν να ερμηνευθούν υπό το πρίσμα της πρόσφατης πληθωριστικής κρίσης που κορυφώθηκε το 2022. Ο πληθωρισμός πλήττει δυσανάλογα την αγοραστική δύναμη των φτωχότερων νοικοκυριών, αφενός μεν γιατί το καταναλωτικό τους καλάθι περιέχει μεγαλύτερη αναλογία βασικών αγαθών όπως είναι τα ενεργειακά και τα είδη διατροφής που υπέστησαν τις μεγαλύτερες ανατιμήσεις, αφετέρου δε γιατί έχουν υψηλότερο μερίδιο της κατανάλωσης στο εισόδημά τους.

Η πληθωριστική κρίση είχε σημαντική αρνητική αναδιανεμητική επίδραση, η οποία αντισταθμίστηκε σε μεγάλο βαθμό από τα μέτρα στήριξης που υιοθετήθηκαν.[27] Υποστηρικτικά για το διαθέσιμο εισόδημα των οικονομικά ασθενέστερων λειτούργησε και η αύξηση του κατώτατου μισθού εντός του 2023 (από 713 στα 780 ευρώ). Ως αποτέλεσμα αυτής της αύξησης, το ποσοστό των μισθωτών με σχέση εργασίας ιδιωτικού δικαίου και μικτές μηνιαίες αποδοχές κάτω των 800 ευρώ μειώθηκε σε 30,9% το 2023 από 37,3% το 2022, σύμφωνα με την ειδική ετήσια απογραφική έρευνα της Ανεξάρτητης Αρχής Επιθεώρησης Εργασίας, της ΔΥΠΑ και του ΕΦΚΑ.[28]

Εξάλλου, η περαιτέρω αύξηση του κατώτατου μισθού σε 830 ευρώ το 2024, σε συνδυασμό με την κατάργηση της αναστολής των επιδομάτων προϋπηρεσίας (τριετιών), είχε αισθητά θετική αναδιανεμητική επίδραση, καθώς το ποσοστό των μισθωτών με σχέση εργασίας ιδιωτικού δικαίου και μικτές μηνιαίες αποδοχές κάτω των 800 ευρώ μειώθηκε σημαντικά από 30,9% το 2023 σε 17,75% το 2024, ενώ και το ποσοστό εκείνων με αποδοχές κάτω των 900 ευρώ μειώθηκε από 39,32% το 2023 σε 31,36% το 2024.[29]

Μακροπρόθεσμα, κρίνεται αναγκαίος ο αναπροσανατολισμός της κοινωνικής πολιτικής προς ένα "κράτος κοινωνικής επένδυσης",[30,31] το οποίο θα συμβάλλει προληπτικά στην αντιμετώπιση της φτώχειας και της εισοδηματικής ανισότητας μέσω επενδύσεων στο ανθρώπινο κεφάλαιο, π.χ. στους τομείς της παιδείας και της υγείας.[32] Με αυτό τον τρόπο η κοινωνική πολιτική θα λειτουργεί ευεργετικά και για την επίτευξη ισχυρών και διατηρήσιμων ρυθμών ανάπτυξης.[33,34]

27 Για μια εμπειρική διερεύνηση της επίπτωσης του πληθωρισμού αλλά και των μέτρων στήριξης του εισοδήματος των νοικοκυριών, καθώς και των μέτρων που στόχευσαν στη συγκράτηση των τιμών, στην αγοραστική δύναμη και στην ευημερία των νοικοκυριών το 2022, βλ.: (α) για την Ελλάδα, Bank of Greece (2023), "The distributional impact of fiscal measures to compensate for consumer inflation in Greece in 2022", *Economic Bulletin*, No. 58, και IMF (2024), "The cost-of-living crisis: Impact and policy support to households, Evidence from micro-level data: Greece", IMF Country Report No. 2024/24 – Selected Issues Paper No. 2024/007, (β) για την ευρωζώνη, Amores et al. (2025), "Inflation, fiscal Policy and inequality: the impact of post-pandemic price surge and fiscal measures on European households", *Review of Income and Wealth*, 71(1).

28 "Ειδικό ετήσιο τεύχος – Αποτελέσματα της ηλεκτρονικής καταγραφής του συνόλου των επιχειρήσεων και των εργαζομένων-μισθωτών με σχέση εργασίας ιδιωτικού δικαίου από 01 Οκτωβρίου έως 15 Δεκεμβρίου 2023".

29 "Ειδικό ετήσιο τεύχος – Αποτελέσματα της ηλεκτρονικής καταγραφής του συνόλου των επιχειρήσεων και των εργαζομένων-μισθωτών με σχέση εργασίας ιδιωτικού δικαίου από 01 Οκτωβρίου έως 06 Δεκεμβρίου 2024".

30 Ματσαγγάνης, Μ. (2021), "Το κοινωνικό κράτος επιταχυντής της βιώσιμης ανάπτυξης", *διαΝΕΟσις*.

31 Hemerijck, A. and M. Matsaganis (2024), *Who is Afraid of the Welfare State Now?*, Oxford University Press.

32 Για τα αναπτυξιακά οφέλη που απορρέουν από την αναμόρφωση του εκπαιδευτικού συστήματος στην Ελλάδα, βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2019*, Πλαίσιο IV.2, σελ. 120-125. Στην κατεύθυνση αυτή μπορεί να συμβάλει και η καθιέρωση του Εθνικού Συστήματος Επαγγελματικής Εκπαίδευσης, Κατάρτισης και Διά Βίου Μάθησης με το ν. 4763/2020.

33 Βλ. Aiyar et al. (2017), *Euro Area Policies, Selected Issues*, IMF Country Report No. 17/236. Επίσης, βλ. (α) OECD (2018), *Opportunities for all: OECD Framework for Policy Action on Inclusive Growth*, OECD Publishing, Paris, (β) OECD (2018), *A Broken Social Elevator? How to Promote Social Mobility*, OECD Publishing, Paris, (γ) Hufe, P., R. Kanbur and A. Peichl (2018), "Measuring Unfair Inequality: Reconciling Equality of Opportunity and Freedom from Poverty", CESifo Working Paper No. 7119, και (δ) World Bank (2018), *Growing United – Upgrading Europe's Convergence Machine*, World Bank Report on the European Union.

34 Προς αυτή την κατεύθυνση κινείται η "Εθνική Στρατηγική για την Κοινωνική Ένταξη και τη Μείωση της Φτώχειας", η οποία είχε δημοσιευθεί τον Ιούλιο του 2022. Οι προτεινόμενες δράσεις εξειδικεύονται σε 4 άξονες για την καλύτερη αξιοποίηση των εθνικών και ευρωπαϊκών πόρων την περίοδο 2021-27: (α) πρόσβαση σε επαρκείς πόρους και βασικά αγαθά για άτομα σε συνθήκες ακραίας φτώχειας (με έμφαση στους αστέγους), (β) πρόσβαση σε υπηρεσίες για άτομα σε συνθήκες ακραίας φτώχειας, ΑμεΑ, παιδιά, ηλικιωμένους, γυναίκες θύματα βίας και κακοποίησης, αστέγους και άλλες ευάλωτες κοινωνικές ομάδες, (γ) ένταξη στην αγορά εργασίας, βελτίωση της απασχολησιμότητας και πρόσβαση στην απασχόληση για τους ανέργους και (δ) διακυβέρνηση της στρατηγικής ως οριζόντιος άξονας.

Υπό αυτό το πρίσμα, το ΔΝΤ[35] συνιστά μεταρρυθμίσεις που θα αυξήσουν τη συμμετοχή του εργατικού δυναμικού και θα διασφαλίσουν την καλύτερη εξειδίκευσή του. Πιο συγκεκριμένα, ενώ το ποσοστό συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό έχει αυξηθεί σταδιακά στην Ελλάδα, παραμένει από τα χαμηλότερα στην ΕΕ, ειδικά για τις γυναίκες. Η αύξηση της διαθεσιμότητας μονάδων φροντίδας παιδιών και ηλικιωμένων μπορεί να επιτρέψει στις γυναίκες να συμμετέχουν πιο παραγωγικά στην οικονομία. Η μείωση της ακόμη υψηλής φορολογικής επιβάρυνσης, σε συνδυασμό με την εντατικοποίηση της αναζήτησης εργασίας και τη σταδιακή αναμόρφωση του επιδόματος ανεργίας,[36] μπορεί να ενισχύσει τα εργασιακά κίνητρα. Η αναβάθμιση και η κλιμάκωση του συστήματος διά βίου μάθησης με τη συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα, ιδιαίτερα στις ψηφιακές και πράσινες δεξιότητες και στα επαγγέλματα υγείας, μπορεί να μειώσει τις αναντιστοιχίες δεξιοτήτων και να βοηθήσει στη μείωση των κωλυμάτων για τη νεανική και γυναικεία απασχόληση και να στηρίξει την απασχόληση των νέων και των γυναικών.

Στις προσεχείς προκλήσεις όσον αφορά τη φτώχεια και την ανισότητα περιλαμβάνονται και οι δυσμενείς επιπτώσεις στην απασχόληση καθώς θα επεκτείνεται η χρήση της τεχνητής νοημοσύνης στις παραγωγικές διαδικασίες.[37] Η αντιμετώπισή τους απαιτεί έγκαιρο σχεδιασμό και σταδιακή υλοποίηση μιας κατάλληλης πολιτικής, η οποία θα χρειαστεί χρόνο για να αποφέρει αποτελέσματα.

Τέλος, είναι εξαιρετική η ευκαιρία που παρέχεται στην Ελλάδα με τη χρηματοδότηση από τον ευρωπαϊκό Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF) για δράσεις που σχετίζονται με την απασχόληση, τις δεξιότητες και την κοινωνική συνοχή. Είναι σημαντικό να διασφαλιστεί η αποτελεσματική απορρόφηση και αξιοποίηση των διαθέσιμων πόρων έως το 2026. Με βάση τα διαθέσιμα έως τώρα στοιχεία, οι προοπτικές μάλλον διαγράφονται θετικές, χρειάζεται ωστόσο να εντατικοποιηθεί ακόμη περισσότερο η προσπάθεια. Ειδικότερα, την περίοδο από το 2021 έως και το πρώτο εννεάμηνο του 2024, οι εκταμιεύσεις του σκέλους των επιχορηγήσεων που αφορούν τον πυλώνα “Απασχόληση, δεξιότητες και κοινωνική συνοχή” ανήλθαν σε 444 εκατ. ευρώ, ποσό που αντιστοιχεί σε πάνω από το 1/3 του συνόλου των επιχορηγήσεων που δόθηκαν και διοχετεύθηκε κυρίως σε προγράμματα επανακατάρτισης.

6 ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑ

Η διεθνής ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας, μετά τη σημαντική βελτίωση που κατέγραψε τα προηγούμενα έτη, εμφάνισε μικρή επιδείνωση κατά το 2024 σύμφωνα με τους δείκτες πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας, τόσο ως προς τις σχετικές τιμές όσο και ως προς το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Η επιδείνωση οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην ανατίμηση της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας της Ελλάδος, η οποία – παρά τις διακυμάνσεις στις επιμέρους διμερείς συναλλαγματικές ισοτιμίες – σε μέσα επίπεδα έτους συνεχίστηκε και το 2024. Η ανατίμηση αυτή επέδρασε αρνητικά στους δείκτες ανταγωνιστικότητας της Ελλάδος, υπερκαλύπτοντας την ευνοϊκή διαφορά ρυθμών πληθωρισμού έναντι των βασικών εμπορικών της εταίρων τόσο ως προς τις τιμές όσο και ως προς το μοναδιαίο κόστος εργασίας. Ωστόσο, η σωρευτική βελτίωση της ανταγωνιστικότητας από το 2010 με βάση τις τιμές και (κυρίως) το μοναδιαίο κόστος εργασίας παραμένει σημαντική σε σχέση με τις χώρες της ευρωζώνης.

35 IMF (2025), “Greece: Staff Concluding Statement of the 2025 Article IV Consultation Mission”.

36 Αξίζει να σημειωθεί ότι είναι σε εξέλιξη η αναμόρφωση του επιδόματος ανεργίας, η πιλοτική εφαρμογή του οποίου ξεκινά το Φεβρουάριο του 2025. Βασικότερες αλλαγές είναι η αύξηση των ελάχιστων ημερών ασφάλισης για τη χορήγηση του επιδόματος (σε 175, από 125 που είναι έως τώρα) και ο κλιμακωτός προσδιορισμός του ποσού του επιδόματος καθώς και της διάρκειας χορήγησής του με βάση το ιστορικό ασφάλισης και αποδοχών.

37 Χρήσιμες προτάσεις για το ζήτημα περιλαμβάνονται στην πρόσφατη Γνώμη της Ευρωπαϊκής Οικονομικής και Κοινωνικής Επιτροπής (22.1.2025) “Pro-worker AI: levers for harnessing the potential and mitigating the risks of AI in connection with employment and labour market policies”.

Παράλληλα, παρά τη σημαντική πρόοδο που σημειώθηκε σε όρους διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας τα τελευταία χρόνια, όπως αυτή αποτυπώθηκε στη βελτίωση της κατάταξης της Ελλάδος στους σύνθετους δείκτες, το 2024 αυτή παρέμεινε γενικά στάσιμη. Το χάσμα σε όρους ψηφιακού μετασχηματισμού, καινοτομίας και συνολικών παραγωγικών επενδύσεων ως προς το ΑΕΠ μεταξύ της Ελλάδος και των περισσότερων προηγμένων οικονομιών παραμένει, διατηρώντας έτσι και την υφιστάμενη απόσταση της χώρας στις διεθνείς κατατάξεις ανταγωνιστικότητας.

Ανταγωνιστικότητα τιμών και κόστους εργασίας

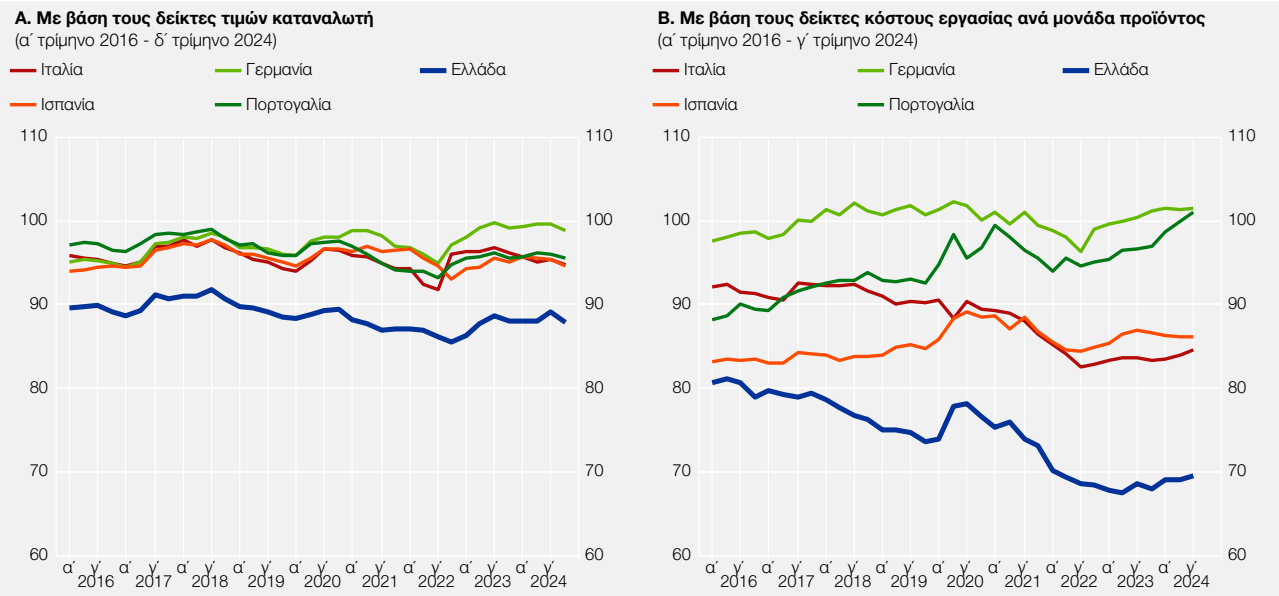
Σύμφωνα με τους εθνικούς εναρμονισμένους δείκτες ανταγωνιστικότητας (ΕνΔΑ) τους οποίους καταρτίζει η ΕΚΤ (HCIs) τόσο για την Ελλάδα όσο και για τις λοιπές χώρες της ζώνης του ευρώ, οι δείκτες ανταγωνιστικότητας ως προς τις σχετικές τιμές αντανακλούν το 2024 κυρίως την επίδραση από τις συναλλαγματικές εξελίξεις. Η ανατίμηση του δολαρίου ΗΠΑ το τελευταίο τρίμηνο επέδρασε υποτιμητικά (ευνοϊκά) στους ΕνΔΑ, αν και σε επίπεδο έτους σημειώθηκε ανατίμησή τους (βλ. Διάγραμμα IV.22). Ως προς τους ΕνΔΑ με βάση το σχετικό κόστος εργασίας, παρατηρείται μεγαλύτερη διαφοροποίηση εξελίξεων μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ το 2024, με την Ελλάδα να εμφανίζει μικρή άνοδο (επιδείνωση) του δείκτη, αν και η σωρευτική βελτίωση ανταγωνιστικότητας από το 2010 και μετά ανέρχεται περί το 30% (βλ. Διάγραμμα IV.22).

Η ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία της Ελλάδος ανατιμήθηκε κατά 3,8% το 2023 και επιπλέον 2,0% το 2024 σε μέσα επίπεδα έτους, σύμφωνα με τους ΕνΔΑ της ΕΚΤ. Το 2024, παρά τη διακύμανση στη διάρκεια του έτους, σε μέσα επίπεδα έτους το ευρώ κατέγραψε μικρή υποτίμηση κυρίως έναντι της λίρας Αγγλίας και του ελβετικού φράγκου, ενώ ανατιμήθηκε κυρίως έναντι του γιεν Ιαπωνίας, της κορώνας Νορβηγίας και της τουρκικής λίρας.

Ο ευρύτερος δείκτης πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας με βάση τους σχετικούς δείκτες τιμών καταναλωτή (ΔΤΚ), όπως τον υπολογίζει η Τράπεζα της Ελλάδος, κατέγραψε άνοδο (επιδείνωση) κατά 0,4% το 2024, δηλ. μικρότερης έκτασης από ό,τι ο δείκτης ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας, γεγονός που υποδηλώνει ότι παραμένει

Διάγραμμα IV.22 Εναρμονισμένοι δείκτες ανταγωνιστικότητας (δείκτες πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας)

(τριμηνιαία στοιχεία, 2010=100)



Πηγή: ΕΚΤ, Statistical Data Warehouse.
Σημείωση: Αύξηση (μείωση) των δεικτών υποδηλώνει χειροτέρευση (βελτίωση) της ανταγωνιστικότητας.

Πίνακας IV.8 Δείκτες ονομαστικής και πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας (ΣΣΙ) της Ελλάδος

(δείκτης: 2000=100)

	Δείκτης ονομαστικής ΣΣΙ		Δείκτης πραγματικής ΣΣΙ							
	Ευρύς δείκτης[1]		Ευρύς δείκτης[1]				Έναντι χωρών της ζώνης του ευρώ			
			Με βάση το δείκτη τιμών καταναλωτή		Με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας*		Με βάση το δείκτη τιμών καταναλωτή		Με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας*	
Έτος		Ποσοστιαία μεταβολή		Ποσοστιαία μεταβολή		Ποσοστιαία μεταβολή		Ποσοστιαία μεταβολή		Ποσοστιαία μεταβολή
2000	100,0		100,0		100,0		100,0		100,0	
2010	112,4	-2,8	118,3	-0,4	123,7	2,6	118,3	-0,4	116,3	4,6
2015	110,6	-2,7	106,5	-4,6	105,1	-4,7	106,5	-4,6	101,6	-3,5
2020	117,4	1,5	105,8	-0,8	97,2	2,1	105,1	-1,6	97,8	2,8
2021	118,7	1,1	104,4	-1,4	94,4	-2,8	103,1	-2,0	95,3	-2,5
2022	117,5	-1,0	102,4	-2,0	86,5	-7,9	103,6	0,5	91,7	-3,6
2023	122,0	3,8	103,6	1,2	87,1	0,6	102,5	-1,1	89,4	-2,3
2024**	124,4	2,0	104,0	0,4	89,0	1,9	103,1	0,6	90,7	1,3

Πηγές: Δείκτες υπολογισμένοι από την Τράπεζα της Ελλάδος με βάση στοιχεία της ΕΚΤ και της Ευρωπαϊκής Επιτροπής. Αύξηση (μείωση) των δεικτών ΣΣΙ υποδηλώνει χειροτέρευση (βελτίωση) της ανταγωνιστικότητας. Τα στοιχεία για τις συναλλαγματικές ισοτιμίες, τις τιμές καταναλωτή (ΔΤΚ) και το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας προέρχονται από την ΕΚΤ και την Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

* Ο δείκτης υπόκειται σε τακτικές αναθεωρήσεις.

** Εκτίμηση.

1 Οι ευρείς δείκτες πραγματικής ΣΣΙ περιλαμβάνουν τους 28 κυριότερους εμπορικούς εταίρους της Ελλάδος, εντός και εκτός Ευρώπης. Οι συντελεστές στάθμισης έχουν υπολογιστεί με βάση τις εισαγωγές και εξαγωγές των προϊόντων της μεταποίησης (κατηγορίες 5-8 της Τυποποιημένης Ταξινόμησης Διεθνούς Εμπορίου – SITC).

ευνοϊκή για την Ελλάδα η διαφορά του εγχώριου πληθωρισμού από εκείνον των βασικών εμπορικών της εταίρων (βλ. Πίνακα IV.8).

Ο ευρύτερος δείκτης πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας για το 2024 εκτιμάται ότι αυξήθηκε κατά 1,9% σύμφωνα με τους υπολογισμούς της Τράπεζας της Ελλάδος, έναντι μικρότερης αύξησης (επιδείνωσης) το 2023. Η διαφορά ανάμεσα στο κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στην Ελλάδα και στο σταθμισμένο μέσο όρο των κυριότερων εμπορικών της εταίρων παραμένει θετική για την Ελλάδα, αλλά σταδιακά συρρικνώνεται λόγω και της επιβράδυνσης της ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος που παρατηρείται στους βασικούς της εμπορικούς εταίρους ως αποτέλεσμα χαμηλότερων μισθολογικών αυξήσεων και υψηλότερης αύξησης της παραγωγικότητας της εργασίας. Ειδικότερα, το ονομαστικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας εκτιμάται ότι αυξήθηκε στην Ελλάδα κατά 3,1% το 2024 σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή,[38] ενώ η αντίστοιχη αύξηση στη ζώνη του ευρώ ήταν 4,7%.[39]

Όσον αφορά τις προοπτικές για το 2025, εκτιμάται ότι οι συνθήκες αυξημένης αβεβαιότητας για την οικονομική πολιτική που θα ασκηθεί, ιδίως την πολιτική εμπορικών δασμών των ΗΠΑ και της Κίνας μεταξύ τους, αλλά και έναντι της ΕΕ, οδηγούν σε μεταβλητότητα των κύριων διμερών συναλλαγματικών ισοτιμιών. Παράλληλα, αναμένονται επιδράσεις στις σχετικές τιμές ανάλογα με την ελαστικότητα της ζήτησης για εισαγωγές βασικών υλών και ενδιάμεσων αγαθών κάθε οικονομίας. Μάλιστα, η εξάρτηση από εισαγωγές σε καταναλωτικά και ενδιάμεσα αγαθά θα εντείνει τις εν λόγω επιπτώσεις, καθώς οι δυνατότητες υποκατάστασης αγαθών είναι μειωμένες.

38 European Commission, “European Economic Forecast, Autumn 2024”, November 2024.

39 ΕΚΤ, “Μακροοικονομικές προβολές εμπειρογνωμόνων του Ευρωσυστήματος για τη ζώνη του ευρώ”, Δεκέμβριος 2024.

Ωστόσο, το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στους σημαντικότερους εμπορικούς εταίρους αναμένεται και το 2025 να αυξηθεί ταχύτερα από ό,τι στην Ελλάδα.

Διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα

Η σχετική θέση της Ελλάδος στους παγκόσμιους σύνθετους δείκτες διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας, παρά την πρόοδο που έχει συντελεστεί τα τελευταία έτη, παραμένει χαμηλή. Το χάσμα σε όρους καινοτομίας, τεχνολογίας και λόγου παραγωγικών επενδύσεων προς το ΑΕΠ θα πρέπει να συρρικνωθεί ώστε να μειωθεί το χάσμα ανταγωνιστικότητας σε σχέση με τις περισσότερες προηγμένες οικονομίες. Η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας είναι καίριο ζήτημα και για την ΕΕ ως σύνολο, εξαιτίας των γεωπολιτικών και τεχνολογικών μεταβολών, ιδίως μετά την πανδημική και ενεργειακή κρίση. Η εξέχουσα θέση της ανταγωνιστικότητας ανάμεσα στις προτεραιότητες της ΕΕ αναδείχθηκε και από την έκθεση Draghi,[40] που περιγράφει τις προκλήσεις ανταγωνιστικότητας.[41] Με δεδομένες αυτές τις προκλήσεις, είναι απαραίτητο η ΕΕ να ενισχύσει την ανταγωνιστικότητά της μέσω της μείωσης του χάσματος καινοτομίας, της απεξάρτησης από τον άνθρακα και της αύξησης της στρατηγικής της αυτονομίας με ταυτόχρονη ενίσχυση της ασφάλειας και άμυνας. Το ευρύτερο πλαίσιο, όπως παρουσιάστηκε στην έκθεση Draghi, ώστε να γεφυρωθεί το χάσμα ανταγωνιστικότητας της ΕΕ έναντι των ΗΠΑ και της Κίνας εντάχθηκε από την ΕΕ σε συγκεκριμένο χρονοδιάγραμμα υπό τον τίτλο "Πυξίδα Ανταγωνιστικότητας"[42] με συγκεκριμένες ενέργειες για την υλοποίησή του, οι οποίες περιλαμβάνουν, μεταξύ άλλων, την απλοποίηση διαδικασιών, τη διευκόλυνση εισόδου στην ενιαία αγορά,[43] τη χρηματοδότηση, την ποιοτική αναβάθμιση των θέσεων εργασίας και τον καλύτερο συντονισμό μεταξύ των κρατών. Προς αυτή την κατεύθυνση, είναι σημαντική για την Ελλάδα η έγκαιρη και αποτελεσματική χρήση των διαθέσιμων ευρωπαϊκών πόρων,[44] καθώς και η προσέλκυση εμβληματικών ξένων επενδύσεων οι οποίες θα μεταφέρουν τεχνογνωσία και νέες τεχνολογίες, ώστε να αναβαθμιστεί το παραγωγικό υπόδειγμα της ελληνικής οικονομίας, να αυξηθεί η παραγωγικότητά της και να ενισχυθεί η οικονομική ανάπτυξη.

Η νέα έκθεση της Παγκόσμιας Τράπεζας για την επιχειρηματικότητα, με τίτλο *Business Ready 2024* (η οποία αντικαθιστά την προηγούμενη *Doing Business*), καταγράφει τα συγκριτικά πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα της ελληνικής οικονομίας μεταξύ 50 οικονομιών συνολικά. Για κάθε οικονομία αξιολογούνται 2.000 περίπου κριτήρια για 10 συγκεκριμένες πτυχές της επιχειρηματικής δραστηριότητας και γίνεται αξιολόγηση ως προς τρεις πυλώνες: (I) το υφιστάμενο θεσμικό πλαίσιο, (II) τις υπηρεσίες και υποδομές που προσφέρει ο δημόσιος τομέας για τη διευκόλυνση της κανονιστικής συμμόρφωσης και της δραστηριότητας των επιχειρήσεων και (III) τη λειτουργική αποτελεσματικότητα για τις επιχειρήσεις και τις υποδομές. Σύμφωνα με την έκθεση, η Ελλάδα στους πυλώνες I και II κατατάσσεται υψηλά, στην 8η και 10η θέση αντίστοιχα, ενώ στον πυλώνα III τοποθετείται χαμηλά, στην 35η θέση, αλλά ως προς επιμέρους υπό εξέταση πτυχές, η Ελλάδα έχει πολύ θετικές επιδόσεις όσον αφορά την ίδρυση νέας επιχείρησης και το διεθνές εμπόριο. Στον αντίποδα, χαμηλές επιδόσεις καταγράφονται στην ταχύτητα των πτωχευτικών διαδικασιών και στο φορολογικό σύστημα.

Με βάση το διεθνή δείκτη φορολογικής ανταγωνιστικότητας του Tax Foundation (International Tax Competitiveness Index 2024, 22.10.2024), ο οποίος εξετάζει πάνω από 40 μεταβλητές φορολογικής πολιτικής, η κατάταξη της Ελλάδος παρέμεινε στην 27η θέση μεταξύ 38 κρατών. Ωστόσο, η επίδοσή της σε απόλυτους όρους κατέγραψε μικρή μείωση, καθώς, σύμφωνα με την έκθεση, επιδεινώθηκε η κατάταξη στους φόρους κατανάλωσης και στους φόρους ακίνητης

40 Draghi, M. (2024), "The future of European competitiveness".

41 Τράπεζα της Ελλάδος (2024), *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2024*, Πλαίσιο II.3 "Η έκθεση Draghi για το μέλλον της ευρωπαϊκής ανταγωνιστικότητας: πορίσματα και προτάσεις".

42 European Commission (2025), "An EU Compass to regain competitiveness and secure sustainable prosperity".

43 European Commission (2025), The 2025 *Annual Single Market and Competitiveness Report*.

44 Είτε μέσω του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας είτε μέσω του Πολυετούς Δημοσιονομικού Πλαισίου 2021-2027, η υλοποίηση του οποίου υπολείπεται του προηγούμενου ΠΔΠ (βλ. Πλαίσιο IV.5).

περιουσίας, ενώ βελτιώθηκε στους εταιρικούς φόρους και στους κανόνες διασυνοριακής φορολόγησης.

Σύμφωνα με την κατάταξη παγκόσμιας ανταγωνιστικότητας του Ινστιτούτου IMD (World Competitiveness Ranking, 20.6.2024), η Ελλάδα προβιβάστηκε κατά δύο θέσεις στη συνολική κατάταξη, καταλαμβάνοντας την 47η θέση μεταξύ 64 οικονομιών. Βελτίωση καταγράφηκε στους υποδείκτες "αποτελεσματικότητα του δημόσιου τομέα" (52η από 53η), "αποτελεσματικότητα επιχειρήσεων" (44η από 48η) και "αποτελεσματικότητα της οικονομίας" (52η από 58η), ενώ στις "υποδομές" η θέση της έμεινε σταθερή (40ή). Ως κύριες προκλήσεις για την Ελλάδα το IMD επισημαίνει μεταξύ άλλων: την απλοποίηση του ρυθμιστικού πλαισίου που διέπει την επιχειρηματικότητα, την ανάγκη αύξησης των επενδύσεων με στόχο την επέκταση της παραγωγικής βάσης της χώρας, τη μεταρρύθμιση του συστήματος επαγγελματικής εκπαίδευσης και κατάρτισης ώστε να αντιμετωπιστούν οι ελλείψεις εργατικού δυναμικού και οι αναντιστοιχίες δεξιοτήτων, την εισαγωγή πολιτικών που υποστηρίζουν την πράσινη και ψηφιακή μετάβαση των επιχειρήσεων και τη μεταρρύθμιση του συστήματος απονομής δικαιοσύνης.

Τέλος, η Ελλάδα διατήρησε την ίδια κατάταξη στο δείκτη αντίληψης της διαφθοράς του οργανισμού "Διεθνής Διαφάνεια" (Transparency International Corruption Perception Index, 11.2.2025) και κατατάχθηκε 59η μεταξύ 180 υπό εξέταση χωρών.

Πλαίσιο IV.4

ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΤΗΣ ΕΠΙΒΟΛΗΣ ΦΟΡΟΥ ΣΤΑ ΚΕΡΔΗ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

Από το 2022, οι ευρωπαϊκές τράπεζες καταγράφουν αυξημένα κέρδη, τα οποία τροφοδοτήθηκαν από την οικονομική ανάκαμψη μετά την πανδημία COVID-19 και από την άνοδο του πληθωρισμού. Παράλληλα, η αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής, σε συνδυασμό με την αργή μετακύλιση των αυξήσεων των βασικών επιτοκίων πολιτικής στα επιτόκια καταθέσεων, διεύρυνε το περιθώριο επιτοκίου μεταξύ των δανείων και των καταθέσεων, ενισχύοντας περαιτέρω τα τραπεζικά κέρδη. Αντιμέτωπες με αυξανόμενα δημοσιονομικά ελλείμματα, πολλές ευρωπαϊκές χώρες έχουν ήδη επιβάλει ή εξετάζουν το ενδεχόμενο επιβολής επιπλέον ή προσωρινών φόρων στις τράπεζες. Το γεγονός αυτό έχει πρόσφατα προκαλέσει συζητήσεις τόσο στον ακαδημαϊκό χώρο όσο και σε διεθνείς οργανισμούς σχετικά με τις ενδεχόμενες επιδράσεις μιας τέτοιας πολιτικής στο χρηματοπιστωτικό τομέα και την πραγματική οικονομία.[1]

Με βάση τα παραπάνω, ο στόχος του παρόντος πλαισίου είναι να διερευνήσει τις πιθανές μακροοικονομικές επιδράσεις της επιβολής φόρου στα κέρδη των τραπεζών για την ελληνική οικονομία. Για το σκοπό αυτό, χρησιμοποιείται ένα δυναμικό στοχαστικό υπόδειγμα γενικής ισορροπίας (dynamic stochastic general equilibrium model), το οποίο επιτρέπει την ανίχνευση και κατανόηση των διαύλων μετάδοσης της επιβολής ενός φόρου στα τραπεζικά κέρδη στην πραγματική οικονομία και το χρηματοπιστωτικό τομέα.

Μεθοδολογία

Για να μελετηθούν οι μηχανισμοί μετάδοσης της επιβολής φόρου στα κέρδη των τραπεζών, χρησιμοποιείται το θεωρητικό υπόδειγμα των Clerc et al. (2015).[2] Πρόκειται για ένα δυναμικό στοχαστικό υπόδειγμα γενικής ισορ-

1 Βλ. Maneely, M. and L. Ratnovski (2024), "Bank profits and bank taxes in the EU", IMF Working Paper No. 143, και Chen, R., V. Guzzo, F. Jamaludin, A. Mohommad, R. Qu and Y. Zhao (2024), "Bank profitability in Europe: Not here to stay", IMF Working Paper No. 142.

2 Clerc, L., A. Derviz, C. Mendicino, S. Moyen, K. Nikolov, L. Stracca, J. Suarez and A.P. Vardoulakis (2015), "Capital regulation in a macroeconomic model with three layers of default", *International Journal of Central Banking*, 11(3), 9-63. Για τις λεπτομέρειες όσον αφορά τη διαμέτρηση του υποδείγματος για την ελληνική οικονομία, βλ. Balfoussia, H. and D. Papageorgiou (2016), "Insights on the Greek economy from the 3D macro model", Bank of Greece Working Paper No. 218, και Balfoussia, H., H. Dellas and D. Papageorgiou (2019), "Fiscal distress and banking performance: The role of macroprudential regulation", CEPR Working Paper No. 14003.

ροπίας που καθιστά εφικτή τη μελέτη των μηχανισμών μετάδοσης εξωγενών διαταραχών από την πραγματική οικονομία προς το χρηματοπιστωτικό τομέα και αντίστροφα. Ειδικότερα, το υπόδειγμα ενσωματώνει ένα λεπτομερή χρηματοπιστωτικό τομέα, όπου οι τράπεζες χορηγούν επιχειρηματικά και στεγαστικά δάνεια σε επιχειρήσεις και νοικοκυριά αντίστοιχα. Οι επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά χρησιμοποιούν, αντίστοιχα, το φυσικό και το οικιστικό τους κεφάλαιο ως εξασφαλίσεις (collateral) για την απόκτηση των δανείων. Η χρηματοδότηση των τραπεζών πραγματοποιείται μέσω ιδίων κεφαλαίων (equity funding) και καταθέσεων από τα νοικοκυριά (deposit funding). Η καινοτομία του εν λόγω υποδείγματος έγκειται στο ότι περιλαμβάνει τρία "επίπεδα αθέτησης υποχρεώσεων". Διατυπώνονται δηλαδή οι συνθήκες υπό τις οποίες, για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά, η αθέτηση ανειλημμένων δανειακών υποχρεώσεων καθίσταται η βέλτιστη "στρατηγική" επιλογή, με αλυσιδωτές επιδράσεις στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και την πραγματική οικονομία.

Το υπόδειγμα έχει διαμετρηθεί για την ελληνική οικονομία σε τριμηνιαία βάση και, για τους σκοπούς της ανάλυσης, υιοθετείται η υπόθεση επιβολής ενός προσωρινού φόρου 1% στα κέρδη των τραπεζών.[3] Παράλληλα, θεωρείται ότι τα φορολογικά έσοδα που προκύπτουν διανέμονται στα νοικοκυριά. Η διαμέτρηση του μεγέθους και της διάρκειας του φόρου είναι ενδεικτική και αποσκοπεί στη διερεύνηση της ευαισθησίας των μακροοικονομικών μεταβλητών στην επιβολή του φόρου. Δεδομένου ότι ο φόρος έχει προσωρινό χαρακτήρα, όλες οι μακροοικονομικές μεταβλητές θα συγκλίνουν σταδιακά προς τα αρχικά τους επίπεδα.

Δυναμικές επιδράσεις της επιβολής φόρου στα κέρδη των τραπεζών

Στο διάγραμμα παρουσιάζονται οι δυναμικές επιδράσεις που προκύπτουν από την επιβολή φόρου στα κέρδη των τραπεζών. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα του υποδείγματος, ο φόρος επιδρά στην οικονομία μέσω δύο βασικών διαύλων.

Ο πρώτος δίαυλος είναι διαμέσου των τραπεζικών κεφαλαίων. Ο φόρος μειώνει τα κέρδη των τραπεζών, επηρεάζοντας αρνητικά τις αποδόσεις των ιδίων κεφαλαίων και συνεπώς την ικανότητα των τραπεζών να αντλήσουν νέα μετοχικά κεφάλαια. Αυτό περιορίζει την προσφορά δανείων στο υπόδειγμα, ασκώντας αρνητική επίδραση στις επενδυτικές δαπάνες και, κατά συνέπεια, στο παραγόμενο προϊόν της πραγματικής οικονομίας. Παράλληλα, δημιουργείται κίνητρο στις τράπεζες να αυξήσουν τα επιτόκια δανεισμού για επιχειρηματικά και στεγαστικά δάνεια, προκειμένου να αντισταθμίσουν τη μείωση των κερδών τους λόγω του φορολογικού βάρους και να προσελκύσουν νέα μετοχικά κεφάλαια. Ωστόσο, η άνοδος των επιτοκίων δανεισμού περιορίζει τη ζήτηση επιχειρηματικών και οικιστικών επενδύσεων, οδηγώντας σε περαιτέρω μείωση του παραγόμενου προϊόντος και διεύρυνση του περιθωρίου επιτοκίου μεταξύ δανείων και καταθέσεων.

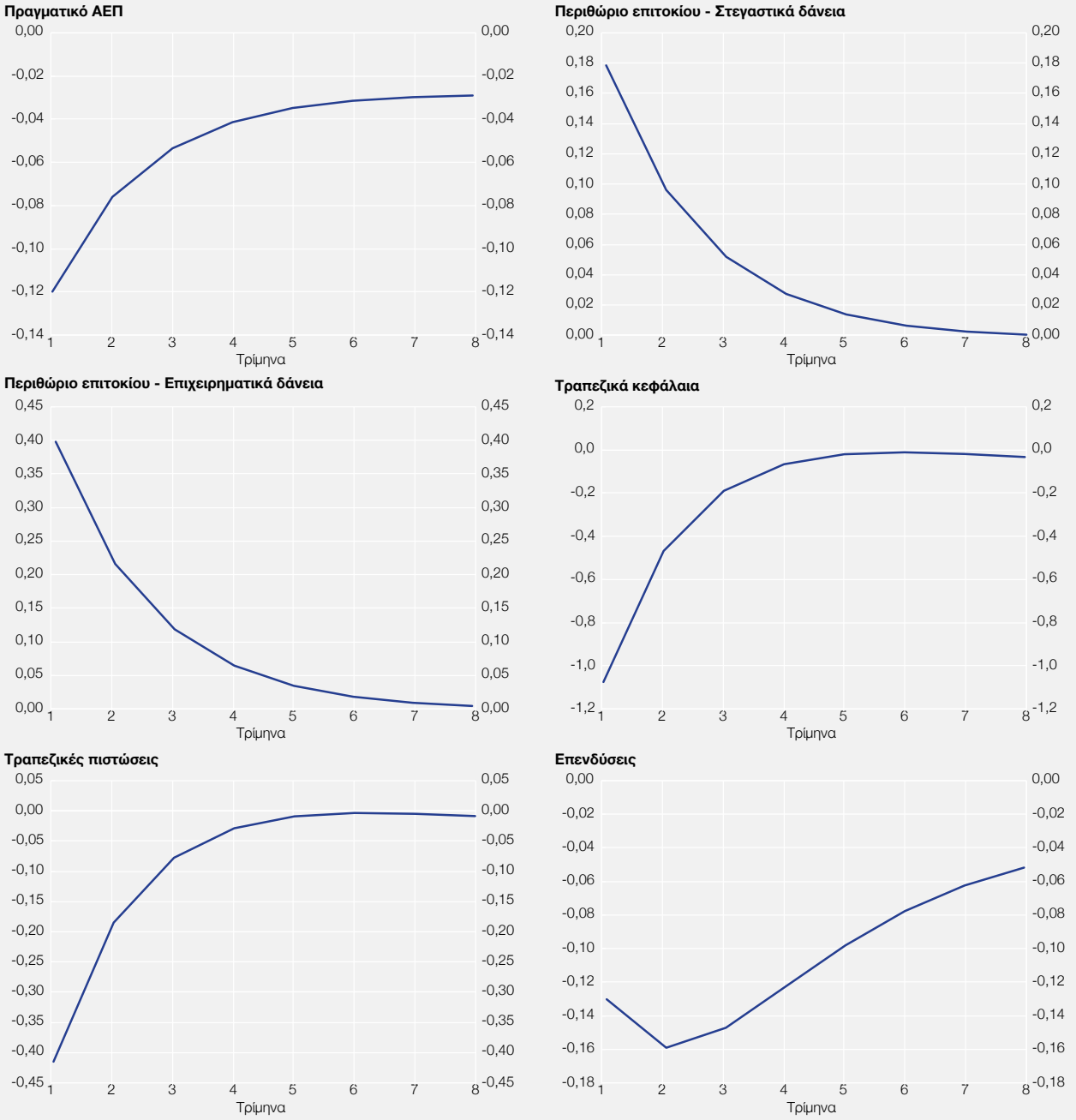
Επιπρόσθετα, η μείωση του ΑΕΠ επηρεάζει αρνητικά τις τιμές του φυσικού και οικιστικού κεφαλαίου. Δεδομένου ότι στο υπόδειγμα αυτά τα περιουσιακά στοιχεία χρησιμοποιούνται ως εξασφαλίσεις για τη χορήγηση επιχειρηματικών και στεγαστικών δανείων αντίστοιχα, η πτώση της αξίας τους οδηγεί στην αύξηση του ποσοστού των μη εξυπηρετούμενων δανείων νοικοκυριών και επιχειρήσεων, καθώς πλέον καθίσταται πιο συμφέρουσα η παραχώρηση του υποθηκευμένου περιουσιακού στοιχείου στην τράπεζα παρά η αποπληρωμή του δανείου. Η εξέλιξη αυτή επιδεινώνει την ποιότητα των τραπεζικών χαρτοφυλακίων, αποδυναμώνει τους ισολογισμούς των τραπεζών και οδηγεί σε περαιτέρω μείωση των τραπεζικών κεφαλαίων. Ως αποτέλεσμα, εντείνονται οι αρνητικές επιδράσεις του υπό εξέταση μέτρου πολιτικής τόσο στο χρηματοπιστωτικό τομέα όσο και στην πραγματική οικονομία και στα εισοδήματα των νοικοκυριών.

Ο δεύτερος δίαυλος μέσω του οποίου ο υπό εξέταση φόρος επηρεάζει την οικονομία αφορά το κόστος χρηματοδότησης των τραπεζών μέσω τραπεζικών καταθέσεων. Τα αυξημένα ποσοστά αθέτησης υποχρεώσεων από νοικοκυριά και επιχειρήσεις επηρεάζουν αρνητικά την πιστοληπτική ικανότητα των τραπεζών στο πλαίσιο του υποδείγματος, οδηγώντας σε αύξηση του επιτοκίου που απαιτούν οι καταθέτες. Ως αποτέλεσμα, αυξάνεται το κόστος χρηματοδότησης των τραπεζών μέσω νέων καταθέσεων, προκαλώντας περαιτέρω μείωση των τραπεζικών κεφαλαίων και των συνολικών πιστώσεων. Η αύξηση του επιτοκίου καταθέσεων, με τη σειρά της, με-

3 Στο υπόδειγμα, τα κέρδη των τραπεζών ισοδυναμούν με τη διαφορά μεταξύ των αποδόσεων από τα χορηγούμενα δάνεια και των υποχρεώσεων αποπληρωμής των καταθέσεων.

Δυναμικές επιδράσεις της επιβολής φόρου στα κέρδη των τραπεζών

(σε ποσοστά %)



Πηγή: Εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος.
Σημείωση: Όλες οι μεταβλητές εκφράζονται ως ποσοστιαίες αποκλίσεις από το σημείο ισορροπίας, εκτός από τα περιθώρια επιτοκίου που εκφράζονται ως μεταβολές σε ποσοστιαίες μονάδες (ετησιοποιημένες). Τα περιθώρια επιτοκίου υπολογίζονται ως η διαφορά μεταξύ των επιτοκίων δανεισμού και καταθέσεων.

τακυλίεται στα επιτόκια δανεισμού, περιορίζοντας τη ζήτηση πιστώσεων και εντείνοντας τη συρρίκνωση της οικονομικής δραστηριότητας.

Σημειώνεται ότι η αναδιανομή των εσόδων από το φόρο προς τα νοικοκυριά λειτουργεί ως αντισταθμιστικός μηχανισμός, περιορίζοντας εν μέρει τις αρνητικές επιδράσεις στο εισόδημά τους και στη συνολική ζήτηση. Εντούτοις,

δεν επαρκεί για να αντισταθμίσει πλήρως τις αρνητικές επιδράσεις του φόρου και το καθαρό αποτέλεσμα στη συνολική ζήτηση και το ΑΕΠ είναι αρνητικό.[4]

Τα παραπάνω αποτελέσματα συνάδουν με πρόσφατα ευρήματα της σχετικής βιβλιογραφίας. Για παράδειγμα, όπως επιβεβαιώνεται από εμπειρικές μελέτες για ευρωπαϊκές χώρες, ως αποτέλεσμα της επιβολής φόρου στις τράπεζες παρατηρείται αύξηση των επιτοκίων δανεισμού και μείωση των τραπεζικών πιστώσεων. Η μείωση της δανειοδότησης, με τη σειρά της, προκαλεί πτώση των επιχειρηματικών επενδύσεων.[5] Ωστόσο, επισημαίνεται ότι οι δίαυλοι που ανιχνεύονται στην παρούσα μελέτη προκύπτουν στο πλαίσιο ενός θεωρητικού υποδείγματος της οικονομίας. Στην πράξη, στην περίπτωση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος, ο άμεσος αντίκτυπος των ως άνω διαύλων ενδέχεται να είναι περιορισμένος, δεδομένου ότι τα ελληνικά πιστωτικά ιδρύματα διαθέτουν υψηλά επίπεδα κεφαλαιακής επάρκειας και ρευστότητας αρκετά άνω των ελάχιστων απαιτούμενων εποπτικών ορίων. Συνεπώς, έχουν σημαντικό βαθμό ευελιξίας και η όποια μείωση της κερδοφορίας τους πιθανόν να μην επηρεάσει άμεσα τη δυνατότητά τους να αντλούν κεφάλαια από τις αγορές. Μολαταύτα, το υπόδειγμα αναδεικνύει τις δυνητικές επιπτώσεις της επιβολής ενός φόρου στα κέρδη των τραπεζών και τους διαύλους μέσω των οποίων θα μπορούσε αυτή να επιδράσει στα πραγματικά μεγέθη της ελληνικής οικονομίας, υπογραμμίζοντας έτσι την ανάγκη να ληφθεί υπόψη μια σειρά παραμέτρων για την αξιολόγηση του υπό εξέταση μέτρου πολιτικής.

Συμπεράσματα

Στο παρόν πλαίσιο διερευνώνται οι δυνητικές μακροοικονομικές επιδράσεις της επιβολής φόρου στα κέρδη των τραπεζών, με τη χρήση ενός δυναμικού στοχαστικού υποδείγματος γενικής ισορροπίας για την ελληνική οικονομία. Διαπιστώνεται ότι η επιβολή ενός τέτοιου φόρου επιδρά στην οικονομία μέσω δύο κύριων διαύλων: του τραπεζικού κεφαλαίου και της τραπεζικής χρηματοδότησης. Οι δίαυλοι αυτοί δύνανται να περιορίσουν την προσφορά πιστώσεων και να μειώσουν την αξία των τραπεζικών εξασφαλίσεων, οδηγώντας σε συρρίκνωση της οικονομικής δραστηριότητας. Συμπεραίνεται ότι ενδεχόμενη επιβολή φόρου στα κέρδη των τραπεζών θα μπορούσε δυνητικά να έχει αρνητικές συνέπειες τόσο στο χρηματοπιστωτικό τομέα όσο και στην πραγματική οικονομία. Στην παρούσα συγκυρία, οι ελληνικές τράπεζες διαθέτουν υψηλά επίπεδα κεφαλαιακής επάρκειας και ρευστότητας και συνεπώς η όποια μείωση της κερδοφορίας τους δεν αναμένεται να επηρεάσει άμεσα τη δυνατότητά τους να αντλήσουν νέα μετοχικά κεφάλαια. Ωστόσο, οι θεωρητικοί δίαυλοι μετάδοσης που ανιχνεύονται στο υπόδειγμα αναδεικνύουν την ανάγκη να ληφθεί υπόψη μια σειρά παραμέτρων για την αξιολόγηση του εξεταζόμενου μέτρου πολιτικής.

4 Η πτώση του εισοδήματος των νοικοκυριών οδηγεί και σε μείωση των καταναλωτικών δαπανών τους, επηρεάζοντας περαιτέρω αρνητικά τη συνολική ζήτηση και, κατά συνέπεια, το πραγματικό ΑΕΠ.

5 Βλ. μεταξύ άλλων Borsuk, M., J. Przeworska, A. Saunders and D. Serwa (2024), “The macroeconomic costs of the bank tax”, *Journal of Financial Stability*, Vol. 72, και Buch, C.M., B. Hilberg and L. Tonzer (2016), “Taxing banks: An evaluation of the German bank levy”, *Journal of Banking and Finance*, 72, 52-66.

7 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΟΥ ΙΣΟΖΥΓΙΟΥ ΠΛΗΡΩΜΩΝ

Σύμφωνα με τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ) το 2024 αυξήθηκε σε 15,3 δισεκ. ευρώ (6,4% του ΑΕΠ), από 13,9 δισεκ. ευρώ (6,2% του ΑΕΠ) το 2023. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται κυρίως στην επιδείνωση του ισοζυγίου λοιπών αγαθών (εξαιρουμένων των καυσίμων), αφού η αύξηση των σχετικών εισαγωγών ήταν υψηλότερη από εκείνη των εξαγωγών. Επιπροσθέτως, άνοδο κατέγραψε και το έλλειμμα του ισοζυγίου καυσίμων, καθώς η μείωση των αντίστοιχων εξαγωγών υπερέβη αυτή των εισαγωγών. Επιδείνωση κατέγραψε το έλλειμμα του ισοζυγίου πρωτογενών εισοδημάτων, καθώς η μείωση των καθαρών εισπράξεων από λοιπά πρωτογενή εισοδήματα αντιστάθμισε μερικώς τη μείωση των καθαρών πληρωμών για τόκους, μερίσματα και κέρδη. Ωστόσο, οι ανωτέρω επιβαρυντικές για το ΙΤΣ εξελίξεις αντισταθμίστηκαν σε κάποιο βαθμό από τη διεύρυνση του πλεονάσματος των ισοζυγίων υπηρεσιών – κυρίως λόγω αυξημένων εισπράξεων από ταξιδιωτικές υπηρεσίες – και δευτερογενών εισοδημάτων (βλ. Πίνακα IV.9 και Διάγραμμα IV.23).

Πίνακας IV.9 Ισοζύγιο πληρωμών

(εκατ. ευρώ)

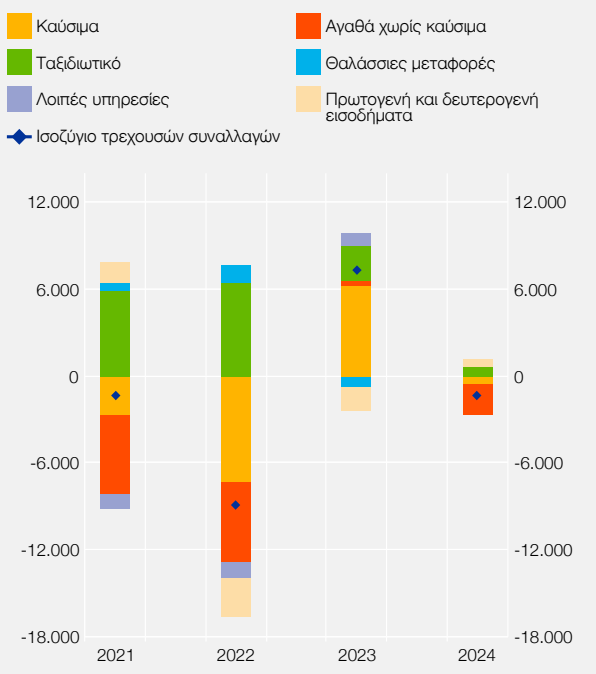
	2021	2022	2023	2024
I ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ (I.A + I.B + I.Γ + I.Δ)	**-12.271,6**	**-21.225,6**	**-13.930,6**	**-15.263,2**
I.A ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΑΓΑΘΩΝ (I.A.1 - I.A.2)	**-26.719,1**	**-39.557,6**	**-33.026,9**	**-35.665,5**
I.A.1 Εξαγωγές αγαθών	*39.327,9*	*53.755,0*	*50.031,6*	*48.612,8*
Καύσιμα	10.210,2	17.601,7	14.562,1	12.802,1
I.A.2 Εισαγωγές αγαθών	*66.046,9*	*93.312,6*	*83.058,5*	*84.278,3*
Καύσιμα	16.087,3	30.853,2	21.627,1	20.421,1
I.B ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ (I.B.1 - I.B.2)	**12.845,0**	**19.391,3**	**21.818,5**	**22.618,3**
I.B.1 Εισπράξεις	*35.056,4*	*47.761,9*	*49.040,7*	*51.461,7*
Ταξιδιωτικό	10.502,7	17.676,2	20.593,6	21.592,3
Μεταφορές	18.728,1	23.434,0	20.999,8	21.214,9
I.B.2 Πληρωμές	*22.211,5*	*28.370,7*	*27.222,3*	*28.843,5*
Ταξιδιωτικό	1.112,5	1.924,6	2.431,7	2.805,3
Μεταφορές	15.078,7	19.609,7	17.825,5	18.179,0
I.Γ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΠΡΩΤΟΓΕΝΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ (I.Γ.1 - I.Γ.2)	**368,7**	**-757,7**	**-4.047,6**	**-4.292,3**
I.Γ.1 Εισπράξεις	*6.608,1*	*7.875,5*	*10.100,3*	*11.121,2*
Από εργασία (αμοιβές, μισθοί)	220,2	224,7	208,8	232,5
Από επενδύσεις (τόκοι, μερίσματα, κέρδη)	3.019,2	4.177,7	6.547,2	7.914,6
I.Γ.2 Πληρωμές	*6.239,4*	*8.633,1*	*14.147,9*	*15.413,5*
Από εργασία (αμοιβές, μισθοί)	1.309,7	1.493,8	1.327,1	1.372,3
Από επενδύσεις (τόκοι, μερίσματα, κέρδη)	4.433,3	6.478,8	12.304,9	13.544,1
I.Δ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟΓΕΝΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ (I.Δ.1 - I.Δ.2)	**1.233,8**	**-301,6**	**1.325,5**	**2.076,4**
I.Δ.1 Εισπράξεις	*5.008,2*	*4.390,6*	*5.541,5*	*6.822,2*
Γενική κυβέρνηση	3.561,7	2.642,7	3.255,8	1.514,1
I.Δ.2 Πληρωμές	*3.774,4*	*4.692,2*	*4.216,1*	*4.745,8*
Γενική κυβέρνηση	2.297,1	3.058,7	2.381,9	2.817,0
II ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (II.1 - II.2)	**4.000,9**	**3.111,6**	**2.677,0**	**-21,0**
II.1 Εισπράξεις	*4.915,0*	*3.857,0*	*3.367,7*	*947,3*
Γενική κυβέρνηση	4.055,5	2.523,2	2.824,7	638,8
II.2 Πληρωμές	*914,1*	*745,3*	*690,8*	*968,3*
Γενική κυβέρνηση	5,0	7,2	7,0	7,2
III ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ (III.A + III.B + III.Γ + III.Δ)	**-7.107,6**	**-16.152,0**	**-9.024,3**	**-13.468,3**
III.A ΑΜΕΣΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ[1]	**-4.412,6**	**-4.988,9**	**-602,9**	**-4.329,8**
Απαιτήσεις	1.147,7	2.538,5	3.757,8	1.655,1
Υποχρεώσεις	5.560,4	7.527,5	4.360,7	5.984,9
III.B ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ[1]	**23.829,9**	**8.934,9**	**-3.020,4**	**-7.531,0**
Απαιτήσεις	27.316,7	10.206,3	2.601,4	4.473,2
Υποχρεώσεις	3.486,7	1.271,4	5.621,8	12.004,2
III.Γ ΛΟΙΠΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ[1]	**-29.060,9**	**-18.252,5**	**-5.931,6**	**-1.346,6**
Απαιτήσεις	3.713,7	-3.688,1	-2.301,7	-146,0
Υποχρεώσεις	32.774,6	14.564,4	3.630,0	1.200,6
(δάνεια γενικής κυβέρνησης)	-957,9	-4.496,0	-3.501,3	-7.635,8
III.Δ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ[1]	**2.536,0**	**-1.845,4**	**530,6**	**-261,0**
IV ΤΑΚΤΟΠΟΙΗΤΕΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ (I + II - III + IV = 0)	**1.163,1**	**1.962,0**	**2.229,3**	**1.815,9**
ΥΨΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ	**12.770**	**11.341**	**12.324**	**14.649**

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.
1 (+) αύξηση, (-) μείωση.

Για το 2025, μια σειρά από παράγοντες θα συντελέσουν στη βελτίωση του ΙΤΣ. Παρά την αναιμική άνοδο των εξαγωγών αγαθών χωρίς τα καύσιμα, οι εξαγωγές δεν απώλεσαν σημαντικό μερίδιο αγοράς, γεγονός που συνιστά βάση για καλύτερες επιδόσεις τα επόμενα έτη. Αναμένεται επίσης αύξηση στο πλεόνασμα του ισοζυγίου υπηρεσιών, καθώς οι εισπράξεις από ταξιδιωτικές υπηρεσίες εκτιμάται ότι θα σημειώσουν περαιτέρω, μικρή ωστόσο, άνοδο το 2025, κυρίως μέσω της επέκτασης της τουριστικής περιόδου, της προώθησης άλλων μορφών τουρισμού και της ενίσχυσης της κρουαζιέρας. Σχετικά θετικές προοπτικές υπάρχουν για τις εισπράξεις από θαλάσσιες μεταφορές, λόγω της εκτιμώμενης – έστω και μικρής – ανόδου της παγκόσμιας ζήτησης και της περιορισμένης αύξησης του παγκόσμιου στόλου. Τέλος, η αναμενόμενη καθοδική πορεία των επιτοκίων θα συμβάλει στη μείωση των πληρωμών για τόκους, βελτιώνοντας το ισοζύγιο πρωτογενών εισοδημάτων.

Διάγραμμα IV.23 Συμβολές στην ετήσια μεταβολή του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών

(σε εκατ. ευρώ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.
Σημείωση: Οι θετικές (αρνητικές) τιμές αντιπροσωπεύουν βελτίωση (επιδείνωση) του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.

Ωστόσο, η περαιτέρω βελτίωση του ΙΤΣ εξακολουθεί να υπόκειται σε σημαντικούς κινδύνους. Ο κυριότερος από αυτούς είναι η επιβράδυνση της παγκόσμιας ζήτησης σε συνδυασμό με την επιβολή δασμών από τις ΗΠΑ, γεγονός που μπορεί να περιορίσει την αναμενόμενη βελτίωση των εξαγωγών το 2025. Δυσμενείς γεωπολιτικές εξελίξεις, αύξηση των τιμών των καυσίμων ή επανεμφάνιση πληθωριστικών πιέσεων ενδέχεται να δημιουργήσουν πρόσθετους κινδύνους. Επιπλέον, οι πρόσφατες γεωδυναμικές εξελίξεις στην περιφέρεια του Νοτίου Αιγαίου ενδέχεται να επηρεάσουν αρνητικά τις τουριστικές αφίξεις και εισπράξεις στην περιοχή.

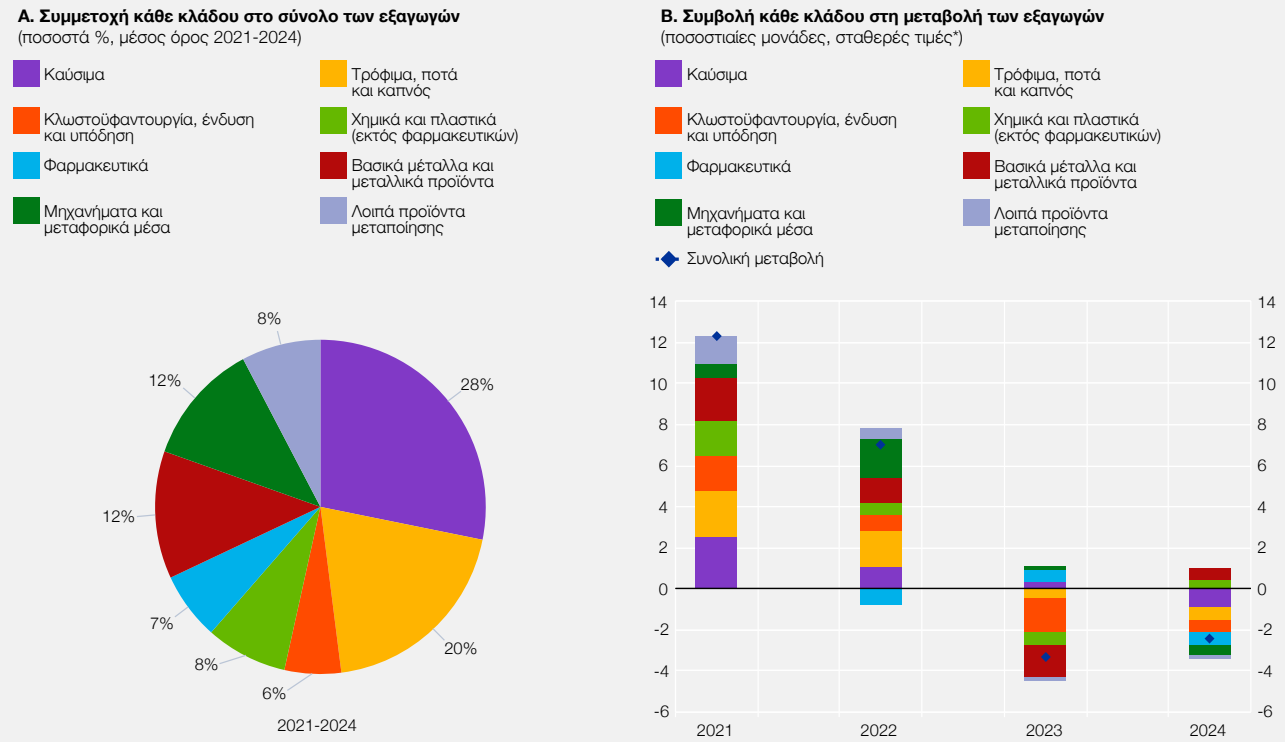
Η εξωστρέφεια της ελληνικής οικονομίας έχει βελτιωθεί σημαντικά τα τελευταία έτη. Σύμφωνα με τα στοιχεία του ισοζυγίου πληρωμών, το 2024 οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών ως ποσοστό του ΑΕΠ σχεδόν διπλασιάστηκαν σε σχέση με το 2010 και ο δείκτης ανοίγματος της οικονομίας στο διεθνές εμπόριο διαμορφώθηκε σε περίπου 90%, έναντι 50% το 2010.[45] Ωστόσο, το συνολικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών παραμένει ελλειμματικό και εξακολουθεί να αποτελεί μια ανισορροπία της ελληνικής οικονομίας. Επιπροσθέτως, περισσότερο από το 50% των εξαγωγών της χώρας προέρχεται από τρεις τομείς: ταξιδιωτικές υπηρεσίες, θαλάσσιες μεταφορές και καύσιμα. Επιπλέον, το εισαγωγικό περιεχόμενο των εξαγωγών παραμένει υψηλό: υπερβαίνει το 30% των συνολικών εξαγωγών (έναντι 18% στην ευρωζώνη) κατά την περίοδο 2017-2020, σύμφωνα με τα διαθέσιμα στοιχεία του ΟΟΣΑ. Η μείωση του ελλείμματος του ΙΤΣ μέσω της περαιτέρω αύξησης των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών απαιτεί την επιτάχυνση των μεταρρυθμίσεων, την αποτελεσματική αξιοποίηση των πόρων του ευρωπαϊκού Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF), την ενίσχυση της διαφοροποίησης των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών, καθώς και την ανάπτυξη των κλάδων παραγωγής αγαθών υψηλής τεχνολογίας.

Ισοζύγιο αγαθών

Το έλλειμμα του ισοζυγίου αγαθών διευρύνθηκε κατά 2,6 δισεκ. ευρώ το 2024, καθώς οι συνολικές εισαγωγές αυξήθηκαν, ενώ οι εξαγωγές μειώθηκαν. Ειδικότερα, περίπου το 80% της επιδείνωσης

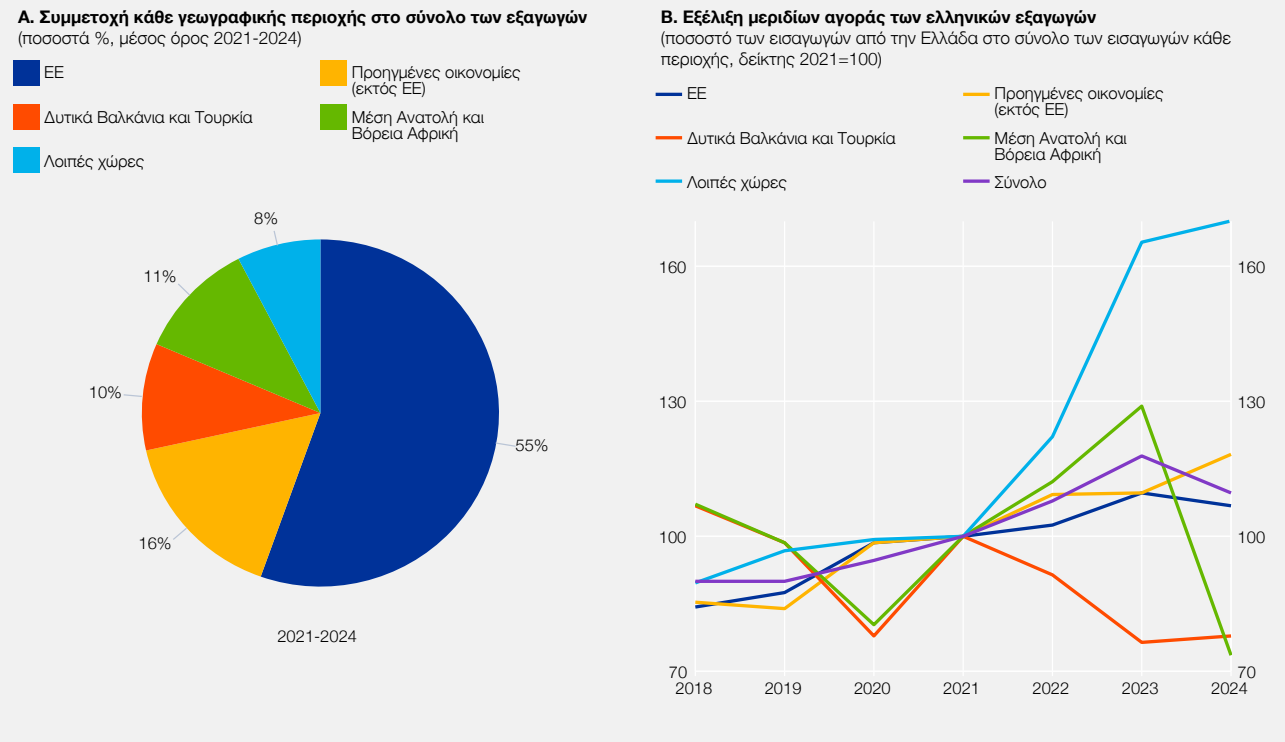
45 Ο δείκτης ανοίγματος (trade openness) ορίζεται ως το άθροισμα των εξαγωγών και των εισαγωγών ως ποσοστό του ΑΕΠ.

Διάγραμμα IV.24 Εξαγωγές αγαθών κατά κλάδο



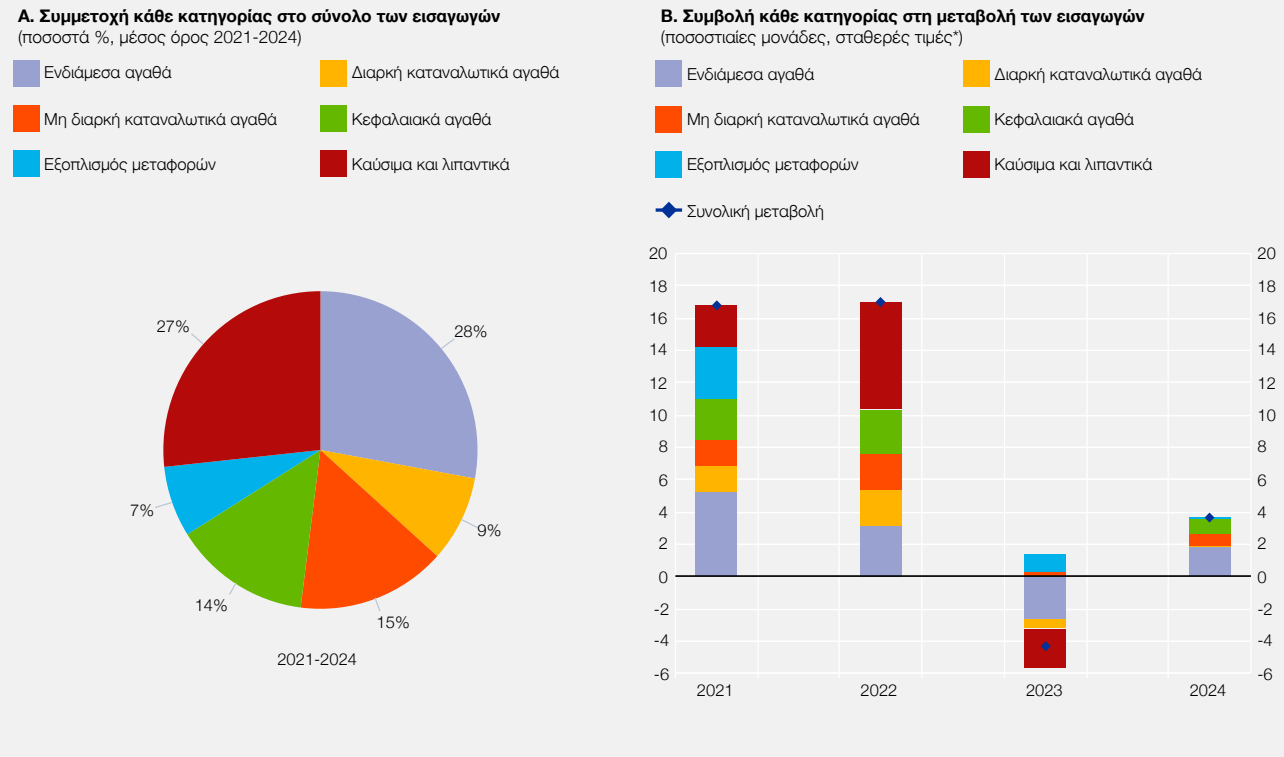
Πηγή: Στοιχεία εμπορευματικών συναλλαγών της Eurostat, COMEXT database.
* Τα μεγέθη είναι αποπληθωρισμένα με το δείκτη τιμών παραγωγού για τις εξαγωγές της ΕΛΣΤΑΤ.

Διάγραμμα IV.25 Εξαγωγές αγαθών κατά γεωγραφική περιοχή



Πηγές: Στοιχεία εμπορευματικών συναλλαγών Eurostat (COMEXT database) και IMF (DOTS).

Διάγραμμα IV.26 Εισαγωγές αγαθών ανάλογα με τη χρήση τους



Πηγή: Στοιχεία εμπορευματικών συναλλαγών της Eurostat, COMEXT database.
* Τα μεγέθη είναι αποπληθωρισμένα με το δείκτη τιμών εισαγομένων της ΕΛΣΤΑΤ.

αυτής αποδίδεται στην αύξηση του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών εκτός των καυσίμων, αφού οι σχετικές εισαγωγές αυξήθηκαν περισσότερο από ό,τι οι αντίστοιχες εξαγωγές. Παράλληλα, λόγω της πτώσης των διεθνών τιμών των ενεργειακών αγαθών, τόσο οι εξαγωγές όσο και οι εισαγωγές καυσίμων μειώθηκαν σε ονομαστικούς όρους. Ωστόσο, η μείωση των εξαγωγών καυσίμων ξεπέρασε τη μείωση των εισαγωγών, με αποτέλεσμα και το ισοζύγιο καυσίμων να επιδεινωθεί.

Σε σταθερές τιμές, οι εξαγωγές αγαθών χωρίς τα καύσιμα περιορίστηκαν κατά 1,2%, καθώς η αρνητική συμβολή των τομέων των φαρμακευτικών προϊόντων, των τροφίμων και ποτών και της κλωστοϋφαντουργίας αντισταθμίστηκε εν μέρει από τη θετική συμβολή των βασικών μετάλλων και των χημικών (βλ. Διάγραμμα IV.24). Αντίστοιχα, η αύξηση των εισαγωγών αγαθών χωρίς τα καύσιμα (κατά 4,0% σε σταθερές τιμές) συνδέεται με την άνοδο των εισαγωγών ενδιάμεσων και επενδυτικών αγαθών και, σε μικρότερο βαθμό, μη διαρκών καταναλωτικών αγαθών (βλ. Διάγραμμα IV.26).

Η μείωση της αξίας των εξαγωγών αγαθών, που αντανακλά και την υποχώρηση των διεθνών τιμών των ενεργειακών προϊόντων, συνέβαλε στη μείωση του μεριδίου αγοράς των ελληνικών εξαγωγών το 2024. Ειδικότερα, το μερίδιο αγοράς στις χώρες της ΕΕ σημείωσε μικρή υποχώρηση, ενώ άνοδος καταγράφηκε στις προηγμένες (εκτός ΕΕ) οικονομίες και στις χώρες των Δυτικών Βαλκανίων (βλ. Διάγραμμα IV.25).

Η επιβολή δασμών εκ μέρους των ΗΠΑ στις εισαγωγές προϊόντων από την ΕΕ αναμένεται να έχει περιορισμένη άμεση επίπτωση στις ελληνικές εξαγωγές, αφού το μερίδιο των ελληνικών εξαγωγών που κατευθύνονται στις ΗΠΑ ανήλθε σε περίπου 5% το 2024. Οι κύριες κατηγορίες ελληνικών προϊόντων που εξάγονται στις ΗΠΑ είναι φρούτα και λαχανικά (παρασκευασμένα), καύσιμα (προϊόντα πετρελαίου), είδη από μη μεταλλικά ορυκτά (κυρίως υλικά κατασκευών) και μη σιδηρούχα μέταλλα (π.χ. αλουμίνιο).

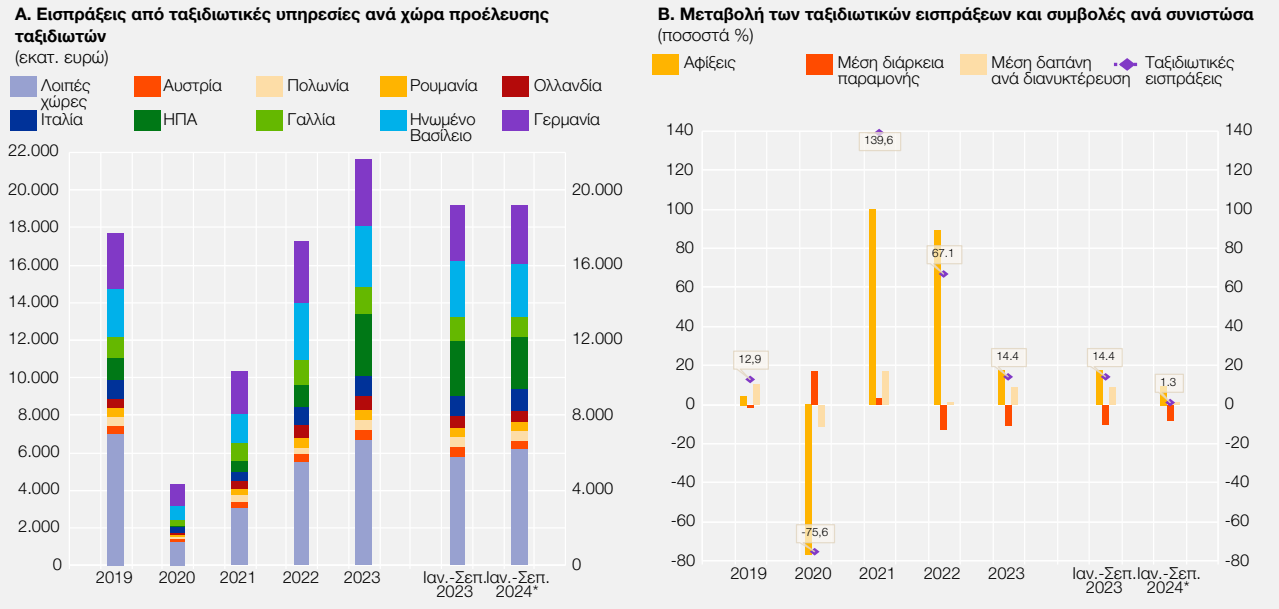
Ισοζύγιο υπηρεσιών

Το πλεόνασμα του ισοζυγίου υπηρεσιών το 2024 παρουσίασε αύξηση κατά 3,7%, λόγω της ανόδου των καθαρών εισπράξεων πρωτίστως από ταξιδιωτικές υπηρεσίες και δευτερευόντως από λοιπές υπηρεσίες, η οποία αντισταθμίστηκε έως ένα βαθμό από τη μείωση των καθαρών εισπράξεων του ισοζυγίου μεταφορών.

Ο παγκόσμιος τουρισμός έχει πλέον επανέλθει στα προ πανδημίας επίπεδα με βάση τις αφίξεις,[46] ενώ στην περιοχή της Μεσογείου τα επίπεδα αφίξεων υπερέβησαν εκείνα του 2019 και σημείωσαν περαιτέρω άνοδο το 2024 συγκριτικά με το προηγούμενο έτος. Μεταξύ των χωρών της Μεσογείου, τη μεγαλύτερη αύξηση εισερχόμενων ταξιδιωτών – σε σχέση με το 2023 – κατέγραψε η Ισπανία, ενώ αξιοσημείωτη ήταν και η αύξηση των ταξιδιωτών στην Αλβανία και σε μικρότερο βαθμό στο Μαρόκο. Η Ελλάδα κατέχει σταθερά την τέταρτη θέση ανάμεσα στις χώρες της λεκάνης της Μεσογείου από πλευράς αφίξεων ταξιδιωτών για το 2024, καταγράφοντας το υψηλότερο ποσοστό συγκέντρωσης των αφίξεων στους θερινούς μήνες σε σχέση με τις ανταγωνίστριες χώρες, παρά την πρόσφατη επέκταση της τουριστικής περιόδου.

Οι ταξιδιωτικές αφίξεις και εισπράξεις συνέχισαν να αυξάνονται το 2024 (κατά 9,8% και 4,8% αντίστοιχα), αν και με χαμηλότερο ρυθμό από ό,τι το 2023. Η μέση δαπάνη ανά ταξίδι μειώθηκε κατά 5,1% και ταυτόχρονα περιορίστηκε η μέση διάρκεια παραμονής των ταξιδιωτών, γεγονός που συνέτεινε στην επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης των εισπράξεων. Επιπρόσθετα, η άνοδος του πληθωρισμού συνέβαλε στη μείωση του διαθέσιμου εισοδήματος των ταξιδιωτών και στη συγκράτηση των ταξιδιωτικών δαπανών. Ειδικότερα, ο δείκτης τιμών του τουρισμού αυξήθηκε κατά 7,0% το 2024, υπερβαίνοντας την άνοδο κατά 2,7% που κατέγραψε ο δείκτης τιμών καταναλωτή (ΔΤΚ).[47,48]

Διάγραμμα IV.27 Διάρθρωση και μεταβολή των ταξιδιωτικών υπηρεσιών (2019 - 2023 και Ιανουάριος-Σεπτέμβριος 2023-2024)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Έρευνα Συνόρων.
* Προσωρινά στοιχεία (χωρίς την κρουαζιέρα).

46 UNWTO (2025), *World Tourism Barometer*, 23(1), January.

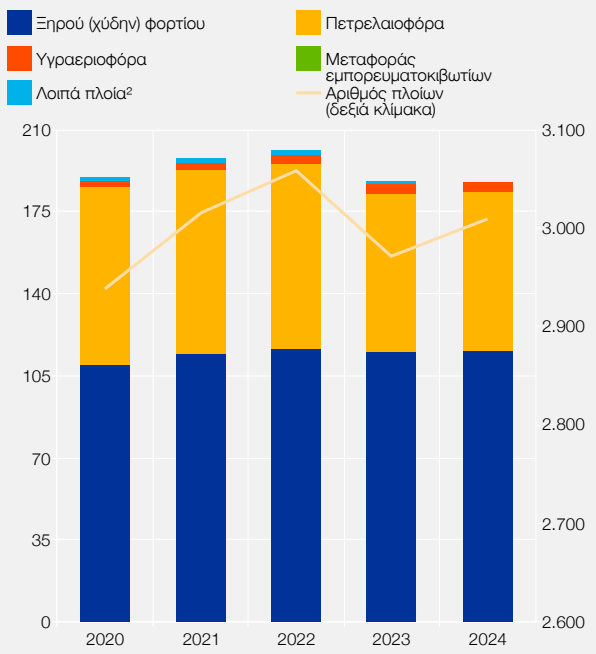
47 Το αντίστοιχο μέγεθος με βάση το σταθμισμένο δείκτη τιμών για τον τουρισμό ανήλθε σε 13,5% το 2022 και 5,7% το 2023, έναντι 1,8% το 2019 (σε σύγκριση με ρυθμό αύξησης 9,6%, 3,5% και 0,3% του γενικού ΔΤΚ αντίστοιχα).

48 Τράπεζα της Ελλάδος (2023), *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2022*, Πλαίσιο IV.3 “Επιδόσεις και μεταβολές στην οικονομική δραστηριότητα του τουρισμού μετά την πανδημία”.

Το ήμισυ των συνολικών ταξιδιωτικών εισπράξεων συνεχίζει να προέρχεται από πέντε κύριες αγορές προέλευσης ταξιδιωτών (Γερμανία, Γαλλία, Ιταλία, Ηνωμένο Βασίλειο, ΗΠΑ), ενώ αύξηση καταγράφει το μερίδιο των ταξιδιωτών από χώρες της ΕΕ εκτός ευρωζώνης. Παράλληλα, οι προσπάθειες για την επέκταση της τουριστικής περιόδου φαίνεται να αποφέρουν θετικά αποτελέσματα, καθώς καταγράφηκαν αυξημένα ποσοστά αφίξεων σε μήνες εκτός της παραδοσιακής τουριστικής περιόδου. Ειδικότερα, τις περιόδους Ιανουαρίου-Μαρτίου και Οκτωβρίου-Δεκεμβρίου 2024 αθροιστικά, οι εισπράξεις και οι αφίξεις κατέγραψαν άνοδο κατά 28,2% και 16,4% αντίστοιχα, συγκριτικά με το 2023, και συνέβαλαν 20% το 2024, έναντι 16% το 2023, στις συνολικές εισπράξεις και 22%, έναντι 21%, στις συνολικές αφίξεις. Η ανάπτυξη στον τομέα της κρουαζιέρας συνεχίζεται, καθώς οι θετικοί ρυθμοί μεταβολής διατηρήθηκαν και κατά το 2024, με αύξηση των εισπράξεων κατά 31,2% σε σχέση με το 2023 και με το μερίδιό τους στις συνολικές εισπράξεις να διευρύνεται (5,1% το 2024 από 4,1% το 2023). Οι γεωπολιτικές εξελίξεις στην περιοχή της Μεσογείου λειτούργησαν θετικά προς την κατεύθυνση αυτή, σε συνδυασμό με τη βελτίωση των εγχώριων υποδομών στα λιμάνια της χώρας (βλ. Διάγραμμα IV.27).

Διάγραμμα IV.28 Εξέλιξη εμπορικού στόλου[1] υπό διαχείριση στην Ελλάδα

(σε εκατ. dwt, μέσοι όροι έτους)



Πηγή: Υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος. Για τη μεθοδολογία κατάρτισης του στόλου του οποίου η διαχείριση πραγματοποιείται από την Ελλάδα, βλ. Papaspyrou, M. and A. Petralias (2019), "The Greek shipping estimation model", Bank of Greece, Economic Bulletin, No. 49, July.
1 Εμπορικά πλοία (εξαιρουμένων σκαφών αναψυχής και αλιευτικών σκαφών) άνω των 100 κόρων ολικής χωρητικότητας (gross tonnage) που βρίσκονται σε λειτουργία.
2 Περιλαμβάνονται επιβατηγά, ρυμουλκά κ.λπ.

Σύμφωνα με τα στοιχεία της Έρευνας Συνόρων για την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2024, από τις νησιωτικές περιφέρειες Νοτίου Αιγαίου (Κυκλάδες και Δωδεκάνησα), Κρήτης και Ιονίων Νήσων, που είναι δημοφιλείς τουριστικοί προορισμοί, προέρχεται πάνω από το ήμισυ των συνολικών εισπράξεων. Το μερίδιο της περιφέρειας Αττικής συνεχίζει να καταγράφει αύξηση της τάξεως των 3 ποσοστιαίων μονάδων σε σχέση με το αντίστοιχο εννεάμηνο του 2023, ενώ μεταξύ των υπόλοιπων περιφερειών η περιφέρεια Ηπείρου παρουσίασε τη μεγαλύτερη άνοδο. Η μέση δαπάνη ανά ταξίδι αυξήθηκε σημαντικά στις περιφέρειες Στερεάς Ελλάδος και Πελοποννήσου, ενώ στην περιφέρεια Κρήτης καταγράφηκε μείωση.

Το πλεόνασμα του ισοζυγίου μεταφορών συρρικνώθηκε το 2024, κυρίως λόγω της αύξησης των καθαρών πληρωμών για λοιπές υπηρεσίες μεταφορών παρά την άνοδο των καθαρών εισπράξεων από θαλάσσιες μεταφορές. Οι εισπράξεις από θαλάσσιες μεταφορές σημείωσαν μικρή άνοδο κατά 0,6% το 2024 έναντι του 2023, με αποτέλεσμα το πλεόνασμα του ισοζυγίου θαλάσσιων μεταφορών να διευρυνθεί κατά 2,3%. Η εξέλιξη των εισπράξεων αντανακλά τόσο την άνοδο των ναύλων (+6,0% σε σχέση με το 2023, σύμφωνα με το δείκτη ClarkSea) όσο και τη μικρή ενίσχυση του ενεργού εμπορικού στόλου υπό ελληνική διαχείριση (βλ. Διάγραμμα IV.28). Ειδικότερα, οι ναύλοι των πλοίων μεταφοράς ξηρού (χύδην) φορτίου αυξήθηκαν κατά 23% λόγω της μεγαλύτερης ζήτησης και των μακρότερων διαδρομών, ενώ οι ναύλοι των πετρελαιοφόρων κατέγραψαν μείωση κατά 13% λόγω της χαμηλότερης ζήτησης. Η διεύρυνση του ελλείμματος στο ισοζύγιο των λοιπών μεταφορών οφείλεται κυρίως στις πληρωμές για τη μεταφορά εισαγόμενων αγαθών, οι οποίες αυξήθηκαν το 2024.

Όσον αφορά την επίπτωση στη ναυτιλία από την επιβολή δασμών με βάση τις μέχρι τώρα εξαγγελίες, ο αντίκτυπος στους κύριους κλάδους όπου δραστηριοποιείται η ελληνική ναυτιλία, δη-

λαδή των πλοίων μεταφοράς ξηρού (χύδην) φορτίου και των δεξαμενόπλοιων, αναμένεται να είναι περιορισμένος, ενώ στον κλάδο των πλοίων μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων εκτιμάται ότι θα είναι πιο σημαντικός. Επιπροσθέτως, καθώς οι επιθέσεις σε εμπορικά πλοία στην Ερυθρά Θάλασσα δεν είναι πλέον τόσο πολλές όσο στο τέλος του 2023, αναμένεται να αποκατασταθεί σταδιακά η χρήση αυτής της θαλάσσιας οδού.

Το πλεόνασμα του ισοζυγίου λοιπών υπηρεσιών διευρύνθηκε σημαντικά το 2024 σε σχέση με το 2023, εξαιτίας της μεγαλύτερης αύξησης των εισπράξεων σε σύγκριση με τις πληρωμές. Το γεγονός αυτό οφείλεται στην ενίσχυση κυρίως του ισοζυγίου λοιπών επιχειρηματικών δραστηριοτήτων, καθώς και εκείνου των ασφαλιστικών και χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Ωστόσο, η εξέλιξη αυτή αντισταθμίστηκε εν μέρει από την αύξηση των καθαρών πληρωμών για υπηρεσίες διανοητικής ιδιοκτησίας. Το μεγαλύτερο μερίδιο των συνολικών εισπράξεων το 2024 κατέγραψαν οι λοιπές επιχειρηματικές υπηρεσίες και ακολουθούν οι υπηρεσίες τηλεπικοινωνιών, πληροφορικής και πληροφόρησης, ενώ στις πληρωμές κυριαρχούν οι λοιπές επιχειρηματικές υπηρεσίες και οι ασφαλιστικές υπηρεσίες.

Ισοζύγια πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων – Ισοζύγιο κεφαλαίων

Το 2024 το ισοζύγιο πρωτογενών εισοδημάτων σημείωσε επιδείνωση σε σχέση με το 2023. Βασική αιτία ήταν οι χαμηλότερες καθαρές εισπράξεις από τα λοιπά πρωτογενή εισοδήματα, λόγω μειωμένων αγροτικών επιδοτήσεων από την ΕΕ, οι οποίες αντισταθμίστηκαν μερικώς από τις μικρότερες καθαρές πληρωμές για τόκους, μερίσματα και κέρδη. Η τελευταία αυτή εξέλιξη αντανακλά την καθοδική πορεία των επιτοκίων και των συνακόλουθων πληρωμών τόκων. Αντίθετα, το ισοζύγιο δευτερογενών εισοδημάτων παρουσίασε αυξημένο πλεόνασμα, κυρίως λόγω της καταγραφής υψηλότερων καθαρών εισπράξεων στους λοιπούς, πλην της γενικής κυβέρνησης, τομείς, που συνδέεται με την εισροή από την αναδιανομή του νομισματικού εισοδήματος του Ευρωσυστήματος προς την Τράπεζα της Ελλάδος.

Το ισοζύγιο κεφαλαίων επιδεινώθηκε, καταγράφοντας μικρό έλλειμμα έναντι πλεονάσματος το 2023, κυρίως λόγω των μειωμένων καθαρών εισπράξεων της γενικής κυβέρνησης, σε συνδυασμό με τις υψηλότερες καθαρές πληρωμές τομέων εκτός της γενικής κυβέρνησης.

Οι εισροές από τα διαρθρωτικά και επενδυτικά ταμεία της ΕΕ το 2024 ανήλθαν σε 2,2 δισεκ. ευρώ (σύμφωνα με στοιχεία της ΕΕ),[49] ενώ οι εισροές από άμεσες αγροτικές επιδοτήσεις στο πλαίσιο της Κοινής Αγροτικής Πολιτικής ανήλθαν σε 1,9 δισεκ. ευρώ. Η πρόοδος στην εκταμίευση των χρηματοδοτήσεων από τον RRF προς την Ελλάδα συνδέεται με την εκπλήρωση των συνδεδεμένων οροσήμων και την πραγματοποίηση μεταρρυθμίσεων. Συγκεκριμένα, το 2024 καταβλήθηκαν δύο δόσεις μέσω του RRF, ενώ εκταμιεύθηκε και προχρηματοδότηση ύψους 158,7 εκατ. ευρώ στο πλαίσιο του προγράμματος REPowerEU.[50] Συνολικά, η απορρόφηση των πόρων του RRF ανήλθε σε 47,1% για τις επιχορηγήσεις και σε 54,3% για τα δάνεια.[51]

Για το 2025, σύμφωνα με τον προγραμματισμό του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών, αναμένεται η καταβολή δύο δόσεων του RRF, σε συνάρτηση με την υλοποίηση των σχετικών οροσήμων. Όπως προαναφέρθηκε, η Ελλάδα έχει λάβει 2,2 δισεκ. ευρώ μέσω του Πολυετούς Δημοσιονομικού Πλαισίου (ΠΔΠ) για την περίοδο 2021-2027. Ωστόσο, αναμένεται να επιταχυνθεί η απορρόφηση των πόρων του ΠΔΠ, όπως παρατηρείται στο τέλος κάθε προ-

49 Πηγή: European Commission, Open Data Portal for the European Structural Investment Funds.

50 Στις 21.11.2023 εγκρίθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή το αναθεωρημένο εθνικό σχέδιο ανάκαμψης και ανθεκτικότητας της Ελλάδος, το οποίο περιλαμβάνει ένα νέο κεφάλαιο που αφορά το πρόγραμμα REPowerEU και προβλέπει πρόσθετους πόρους της τάξεως των 5,8 δισεκ. ευρώ (5,0 δισεκ. ευρώ με τη μορφή δανείων και 0,8 δισεκ. ευρώ με τη μορφή επιχορηγήσεων).

51 Μέχρι το τέλος του 2024, η χρηματοδότηση από τον RRF (αναφορικά με το σκέλος επιχορηγήσεων και συμπεριλαμβανομένου του προγράμματος REPowerEU) ανήλθε σε 8,6 δισεκ. ευρώ, εκ των οποίων 3,9 δισεκ. ευρώ καταγράφηκαν στο ισοζύγιο δευτερογενών εισοδημάτων (στο λογαριασμό της γενικής κυβέρνησης) και 4,7 δισεκ. ευρώ καταγράφηκαν στο ισοζύγιο κεφαλαίων (για τις επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου), ενισχύοντας τη χρηματοδότηση του ΙΤΣ.

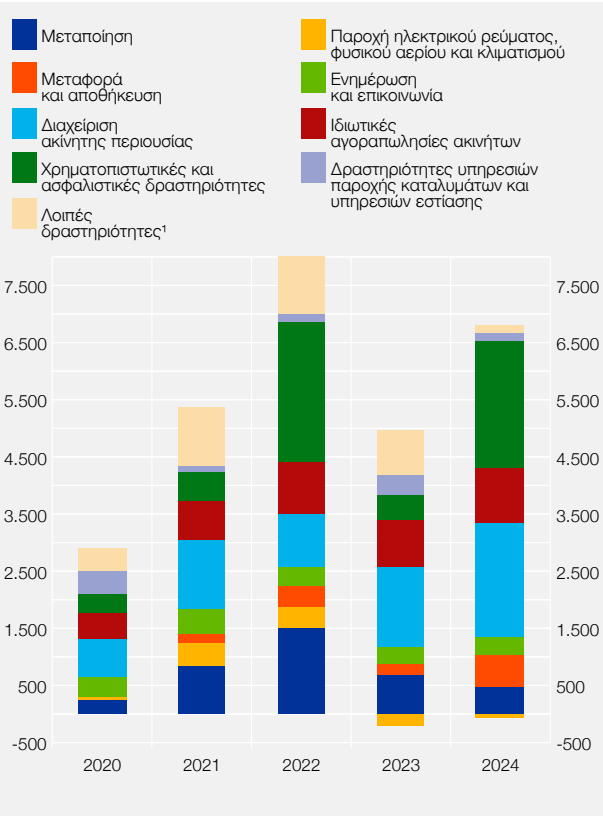
γραμματικής περιόδου. Στην επιτάχυνση αυτή προβλέπεται να συμβάλει και η ολοκλήρωση του RRF το 2026 – έτος που λήγει το συγκεκριμένο πρόγραμμα – καθώς έχει δοθεί προτεραιότητα στην υλοποίηση έργων με πόρους του RRF (βλ. Πλαίσιο IV.5). Σημειώνεται ότι η Ελλάδα βρίσκεται στην 7η θέση και πάνω από το μέσο όρο των χωρών της ΕΕ όσον αφορά τις εκταμιεύσεις του νέου ΠΔΠ.

Ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών

Στην κατηγορία των άμεσων επενδύσεων, στις υποχρεώσεις κατοίκων έναντι του εξωτερικού, που αντιστοιχούν στις άμεσες επενδύσεις μη κατοίκων στην Ελλάδα, το 2024 καταγράφηκαν ροές ύψους 6,0 δισεκ. ευρώ (2,5% του ΑΕΠ), έναντι 4,4 δισεκ. ευρώ (1,9% του ΑΕΠ) το 2023. Το επίπεδο των ροών αποτελεί το δεύτερο υψηλότερο της τελευταίας εικοσαετίας μετά το 2022, υποστηριζόμενο από ισχυρότερες επενδύσεις σε νέες μετοχές και σε ακίνητα στην Ελλάδα. Συγκεκριμένα, άνω του 45% των συνολικών ροών κατευθύνθηκε προς τον κλάδο των ακινήτων, αντανακλώντας το έντονο επενδυτικό ενδιαφέρον που προσελκύει ο εν λόγω κλάδος, υποστηριζόμενο εν μέρει από το γεγονός ότι πολλοί ξένοι επενδυτές έσπευσαν να αγοράσουν ακίνητα λόγω της αλλαγής στους όρους του ελάχιστου ορίου επένδυσης του προγράμματος Golden Visa.[52]

Διάγραμμα IV.29 Διάρθρωση των ροών ξένων άμεσων επενδύσεων στην Ελλάδα κατά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας

(εκατ. ευρώ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Στατιστική ισοζυγίου πληρωμών.
1 Λοιπές δραστηριότητες: ορυχεία και λατομεία, γεωργία, δασοκομία και αλιεία, κατασκευές, χονδρικό και λιανικό εμπόριο και λοιπές υπηρεσίες.
2 Το άθροισμα των επιμέρους κατηγοριών των ξένων άμεσων επενδύσεων στο διάγραμμα αποκλίνει από το αντίστοιχο ποσό του πίνακα του ισοζυγίου λόγω διαφορετικής μεθοδολογίας υπολογισμού.

Οι κλάδοι της μεταποίησης, των μεταφορών και αποθήκευσης, των επικοινωνιών, των χρηματοοικονομικών δραστηριοτήτων και των ακινήτων (διαχείρισης και ιδιωτικές αγοραπωλησίες) προσελκύουν, όπως και τα δύο προηγούμενα χρόνια, το ενδιαφέρον των ξένων επενδυτών (βλ. Διάγραμμα IV.29). Οι ξένες άμεσες επενδύσεις (ΞΑΕ) στην πλειονότητά τους προέρχονται από τα Ηνωμένα Αραβικά Εμιράτα, τη Γερμανία, την Ιταλία, το Χονγκ Κονγκ και τη Γαλλία. Ενδεικτικά αναφέρονται οι πιο σημαντικές συναλλαγές, όπως η ξένη άμεση επένδυση στην ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ Ανώνυμη Βιομηχανική Εμπορική Τεχνική Εταιρεία από τη Masdar,[53] η αγορά επιπλέον μετοχών της Διεθνής Αερολιμένας Αθηνών Α.Ε. από την Avialliance που προσφέρθηκαν από το ΤΑΙΠΕΔ Α.Ε. και η μερική εξαγορά της ACS Ταχυδρομικές Υπηρεσίες Α.Ε.Ε. από την General Logistics Systems BV.

Για το σύνολο του 2025 εκτιμάται ότι οι ΞΑΕ θα διατηρηθούν σε υψηλό επίπεδο, υποστηριζόμενες από το βελτιωμένο επιχειρηματικό περιβάλλον μετά τις αναβαθμίσεις της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης της χώρας το Μάρτιο του 2025 και πιθανόν από την ολοκλήρωση των έργων αποκρατικοποίησης που βρίσκονται σε προχωρημένο στάδιο σύμφωνα με την Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού που δημοσιεύθηκε στα τέλη του 2024.

52 Βλ. επίσης Ενότητα 3 στο παρόν κεφάλαιο.
53 ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ, Εταιρικές Ανακοινώσεις, Ανακοίνωση 27/11/2024.

Όσον αφορά τις απαιτήσεις κατοίκων έναντι του εξωτερικού, που αφορούν τις ξένες άμεσες επενδύσεις της Ελλάδος στο εξωτερικό, οι ροές το 2024 ήταν μειωμένες κατά το ήμισυ έναντι του προηγούμενου έτους και ανήλθαν σε 1,7 δισεκ. ευρώ. Οι σημαντικότερες συναλλαγές αφορούν αγορά μετοχών της Ελληνικής Τράπεζας Δημόσιας Εταιρείας Λτδ από τη Eurobank A.E. και την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της Spark Wind Park SPL από τη ΔΕΗ Ανανεώσιμες ΜΑΕ.

Στις επενδύσεις χαρτοφυλακίου, η αύξηση των απαιτήσεων των κατοίκων έναντι του εξωτερικού προήλθε κυρίως από την άνοδο των τοποθετήσεων κατοίκων πρωτίστως σε ομόλογα και έντοκα γραμμάτια του εξωτερικού (κατά 3,4 δισεκ. ευρώ) και δευτερευόντως σε μετοχές επιχειρήσεων μη κατοίκων (κατά 1,8 δισεκ. ευρώ). Η άνοδος των υποχρεώσεων των κατοίκων προήλθε από την αύξηση των τοποθετήσεων μη κατοίκων σε ελληνικά ομόλογα και έντοκα γραμμάτια (κατά 10,0 δισεκ. ευρώ), καθώς και των τοποθετήσεων σε μετοχές εγχώριων επιχειρήσεων (κατά 2,0 δισεκ. ευρώ). Στην κατηγορία των λοιπών επενδύσεων, η μείωση των απαιτήσεων των κατοίκων έναντι του εξωτερικού οφείλεται κυρίως στην υποχώρηση κατά 6,1 δισεκ. ευρώ των τοποθετήσεων κατοίκων σε καταθέσεις και repos στο εξωτερικό, η οποία αντισταθμίστηκε εν μέρει από τη στατιστική προσαρμογή που σχετίζεται με την έκδοση τραπεζογραμματίων (κατά 4,1 δισεκ. ευρώ) και από την αύξηση κατά 2,0 δισεκ. ευρώ της χορήγησης δανείων σε μη κατοίκους από εγχώρια χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Η άνοδος των υποχρεώσεων των κατοίκων συνδέεται αφενός με την αύξηση κατά 6,1 δισεκ. ευρώ των τοποθετήσεων μη κατοίκων σε καταθέσεις και repos στην Ελλάδα (περιλαμβάνεται και ο λογαριασμός TARGET) και αφετέρου με τη στατιστική προσαρμογή σχετικά με την έκδοση τραπεζογραμματίων (κατά 4,1 δισεκ. ευρώ). Η εξέλιξη αυτή αντισταθμίστηκε μερικώς από τη μείωση κατά 8,9 δισεκ. ευρώ των δανειακών υποχρεώσεων προς μη κατοίκους.[54] Στο τέλος του 2024, τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της χώρας διαμορφώθηκαν σε 14,6 δισεκ. ευρώ, έναντι 12,3 δισεκ. ευρώ στο τέλος του 2023.

54 Περιλαμβάνεται και η πρόωρη μερική αποπληρωμή των διμερών δανείων του πρώτου προγράμματος οικονομικής προσαρμογής (Greek Loan Facility – GLF) από το Ελληνικό Δημόσιο.

Πλαίσιο IV.5

ΠΟΡΕΙΑ ΥΛΟΠΟΙΗΣΗΣ ΤΩΝ ΤΑΚΤΙΚΩΝ ΕΝΩΣΙΑΚΩΝ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΩΝ 2014-2020 ΚΑΙ 2021-2027 ΚΑΙ Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΟΥΣ ΣΤΟ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ

Οι τακτικές χρηματοδοτήσεις από τον προϋπολογισμό της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ) ενσωματώνονται σε διαδοχικά κοινοτικά προγράμματα. Στόχος των προγραμμάτων αυτών είναι η παροχή στήριξης στα κράτη-μέλη – βάσει συγκεκριμένων προϋποθέσεων[1] – προκειμένου να ενισχυθεί η οικονομική, κοινωνική και εδαφική συνοχή της ΕΕ με την πραγματοποίηση επενδύσεων και διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Το τρέχον Πολυετές Δημοσιονομικό Πλαίσιο (ΠΔΠ – Multiannual Financial Framework/MFF) αφορά τη χρονική περίοδο 2021-2027, ενώ το Σύμφωνο Εταιρικής Σχέσης (ΣΕΣ – Partnership Agreement/PA) αφορούσε τη χρονική περίοδο 2014-2020. Ωστόσο, σύμφωνα με τους κανόνες, κάθε πρόγραμμα δίνει το περιθώριο πλήρους εκταμίευσης τρία χρόνια μετά την ολοκλήρωση της περιόδου (κανόνας n+3), δηλαδή μέχρι και το τέλος του 2030 για το τρέχον ΠΔΠ. Στο ισοζύγιο πληρωμών, οι εισπράξεις από τα διαρθρωτικά ταμεία των προγραμμάτων της ΕΕ καταγράφονται στα ισοζύγια πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων, τα οποία περιλαμβάνονται στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ), καθώς και στο ισοζύγιο κεφαλαίων ανάλογα με τον αποδέκτη και το είδος της χρηματοδότησης. Η πορεία υλοποίησης του ΠΔΠ 2021-2027, με βάση τις εισπράξεις, υπολείπεται έναντι του προηγούμενου

1 Οι προϋποθέσεις αυτές αφορούν είτε την απόκλιση του κατά κεφαλήν Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος (ΑΕΠ) κάθε περιφέρειας από το μέσο κατά κεφαλήν ΑΕΠ της ΕΕ για το Ευρωπαϊκό Ταμείο Περιφερειακής Ανάπτυξης και το Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο είτε το κατά κεφαλήν Ακαθάριστο Εθνικό Εισόδημα (ΑΕΕ) να είναι χαμηλότερο του 90% του μέσου κατά κεφαλήν ΑΕΕ της ΕΕ για το Ταμείο Συνοχής.

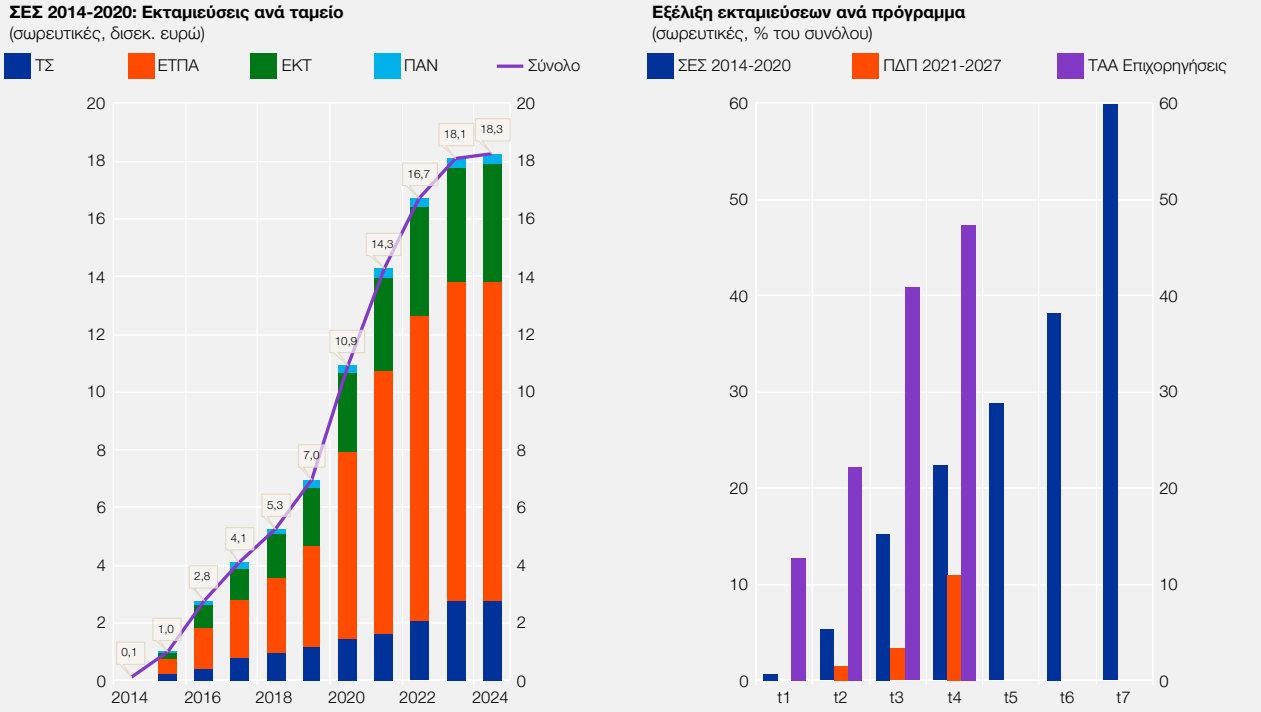
προγράμματος 2014-2020, ενδεχομένως και λόγω της εισαγωγής του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (ΤΑΑ – Recovery and Resilience Fund/RRF). Η βραδύτερη υλοποίηση του ΠΔΠ 2021-2027 έχει χαμηλότερες, από τις αναμενόμενες για τα πρώτα έτη του προγράμματος, εισροές στο ΙΤΣ μέχρι σήμερα. Το παρόν πλαίσιο εξετάζει και συγκρίνει τα δύο τελευταία προγράμματα, ενώ παράλληλα γίνεται προβολή για τη μεσοπρόθεσμη απορρόφηση των πόρων του τρέχοντος ΠΔΠ και την επίδρασή της στο ΙΤΣ.

Απολογισμός υλοποίησης ΣΕΣ 2014-2020, περιγραφή ΠΔΠ 2021-2027 και σύγκριση χρονοδιαγράμματος εκταμίευσης μεταξύ των δύο προγραμμάτων

Το ΣΕΣ 2014-2020 απέφερε σωρευτικά στην Ελλάδα πόρους της τάξεως των 18,3 δισεκ. ευρώ.[2] Οι πόροι αυτοί κατευθύνθηκαν κυρίως στην ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας των μικρομεσαίων επιχειρήσεων (3,5 δισεκ. ευρώ), στην προστασία του περιβάλλοντος και την αποτελεσματικότητα στη διαχείριση διαθέσιμων φυσικών πόρων (2,1 δισεκ. ευρώ), στην ανθεκτικότητα και την αντιμετώπιση κρίσεων (2,0 δισεκ. ευρώ), καθώς και στην απασχόληση (1,9 δισεκ. ευρώ). Τα ταμεία μέσω των οποίων διατέθηκαν οι πόροι είναι το Ευρωπαϊκό Ταμείο Περιφερειακής Ανάπτυξης (ΕΤΠΑ – European Regional Development Fund/ERDF), που αντιστοιχεί στο 60% των συνολικών ευρωπαϊκών πόρων, το Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο (ΕΚΤ – European Social Fund/ESF), το Ταμείο Συνοχής (ΤΣ – Cohesion Fund/CF) και το ταμείο που αφορά την Πρωτοβουλία για την Απασχόληση των Νέων (ΠΑΝ – Youth Employment Initiative/YEI).

Από το Πολυετές Δημοσιονομικό Πλαίσιο της περιόδου 2021-2027, η Ελλάδα επωφελείται του ποσού των 20,5 δισεκ. ευρώ από ευρωπαϊκά κονδύλια. Στις προτεραιότητες του ΠΔΠ είναι οι δράσεις που στοχεύουν σε μια πιο ανταγωνιστική, καινοτόμο και τεχνολογικά πιο προηγμένη Ευρώπη, στη μετάβαση σε μια περισσότερο πράσινη

Διάγραμμα Α Εξέλιξη της εκταμίευσης πόρων των ενωσιακών προγραμμάτων



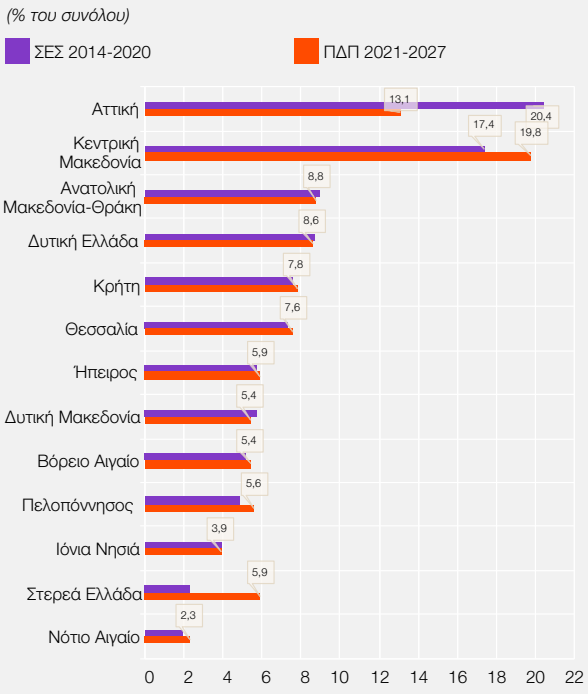
Πηγές: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Cohesion Open Data Platform, Υπουργείο Οικονομικών και επεξεργασία στοιχείων από την Τράπεζα της Ελλάδος.
Σημείωση: Στον οριζόντιο άξονα του δεξιού γραφήματος, τα t1 έως t7 αναφέρονται στα επτά πρώτα έτη κάθε προγραμματικής περιόδου (2014-2020 και 2021-2027). Τα πρόσθετα τρία έτη που προβλέπονταν για την ολοκλήρωση της πλήρους εκταμίευσης για το ΣΕΣ 2014-2020 δεν αποτυπώνονται στο διάγραμμα.

2 Εξαιρουμένων των πόρων που αφορούν ως επί το πλείστον παρεμβάσεις αγροτικής ανάπτυξης ή έργα που συμβάλλουν στη βιώσιμη εκμετάλλευση και διαχείριση των υδάτινων πόρων και προέχονται από το Ευρωπαϊκό Γεωργικό Ταμείο Αγροτικής Ανάπτυξης (European Agricultural Fund for Rural Development) ή/και από το Ευρωπαϊκό Ταμείο Θάλασσας, Αλιείας και Υδατοκαλλιέργειας (European Maritime and Fisheries Fund).

Ευρώπη, στη διευκόλυνση της μετακίνησης μεταξύ των κρατών-μελών, σε μια πιο συμπεριληπτική Ευρώπη με μείωση των κοινωνικοοικονομικών και περιφερειακών ανισοτήτων, καθώς και σε μια Ευρώπη πιο κοντά στους πολίτες που βασίζεται σε ένα υπόδειγμα βιώσιμης ανάπτυξης. Τα ταμεία μέσω των οποίων χρηματοδοτούνται τα έργα είναι σχεδόν αντίστοιχα με εκείνα του προγράμματος 2014-2020.[3] Συγκριτικά με τα άλλα ταμεία, το ΕΤΠΑ εξακολουθεί να συγκεντρώνει τους περισσότερους από τους ευρωπαϊκούς πόρους που διατίθενται στην Ελλάδα (52% του συνόλου των ευρωπαϊκών πόρων) και ακολουθεί το ΕΚΤ+, που συγκεντρώνει το 27,1% των πόρων.

Η εμπειρία από την υλοποίηση των προηγούμενων προγραμμάτων της ΕΕ καταδεικνύει ότι τα προγράμματα είναι οπισθοβαρή και ότι η πλειονότητα των πόρων εκταμιεύεται είτε στα τελευταία έτη της προγραμματικής περιόδου είτε στα πρόσθετα τρία έτη που προβλέπονται για την ολοκλήρωση της πλήρους εκταμίευσης (βλ. Διάγραμμα Α1). Συγκεκριμένα, στο πρόγραμμα 2014-2020 τα τέσσερα πρώτα έτη είχε εκταμιευθεί το 22% του συνόλου των πόρων (4,4 δισεκ. ευρώ), με τις εκταμιεύσεις να επιταχύνονται σημαντικά από το 7ο έτος υλοποίησης του προγράμματος. Το αντίστοιχο χρονικό διάστημα των τεσσάρων ετών, οι εκταμιεύσεις του ΠΔΠ 2021-2027 ανέρχονται στο 11% του συνόλου των διαθέσιμων πόρων του ΠΔΠ (2,2 δισεκ. ευρώ), δηλαδή η απορρόφηση είναι στο μισό σε σχέση με το ΣΕΣ 2014-2020, και είναι εμφανές ότι η πορεία υλοποίησης του ΠΔΠ 2021-2027 υπολείπεται έναντι του προηγούμενου προγράμματος 2014-2020. Αυτό οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην εισαγωγή του έκτακτου χρηματοδοτικού μέσου ανάκαμψης για την αντιμετώπιση των επιπτώσεων της πανδημίας (Μηχανισμός Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας). Δεδομένου ότι το συγκεκριμένο πρόγραμμα λήγει το 2026, ενδεχομένως να δίνεται προτεραιότητα στην υλοποίηση έργων με πόρους από το ΤΑΑ. Επισημαίνεται ότι κατά τα τέσσερα πρώτα έτη υλοποίησης του ΠΔΠ 2021-2027, αυτό συνυπήρχε με το ΤΑΑ, στο οποίο, κατά το συγκεκριμένο χρονικό διάστημα, πραγματοποιήθηκαν σωρευτικά εκταμιεύσεις ύψους 8,6 δισεκ. ευρώ για το σκέλος των επιχορηγήσεων. Αξίζει να σημειωθεί ότι και για το σύνολο των κρατών-μελών της ΕΕ, η πρόοδος στην υλοποίηση του ΠΔΠ 2021-2027 έως σήμερα ανέρχεται σε μόλις 5,4% των προγραμματισθέντων πόρων, όταν στο διάστημα των τεσσάρων πρώτων ετών για το πρόγραμμα 2014-2020 η απορρόφηση είχε φθάσει το 24,5%. Επιπλέον, οι αρμόδιες υπηρεσίες που ασχολούνται με τη διεκπεραίωση των διαδικασιών υλοποίησης των έργων του ΤΑΑ και του ΠΔΠ εντάσσονται στο ίδιο Υπουργείο με σκοπό τη συνεργασία και την ανταλλαγή τεχνογνωσίας και εμπειριών.

Διάγραμμα Β Κατανομή των πόρων των ενωσιακών προγραμμάτων ανά περιφέρεια



Πηγές: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Cohesion Open Data Platform, Υπουργείο Οικονομικών και επεξεργασία στοιχείων από την Τράπεζα της Ελλάδος.

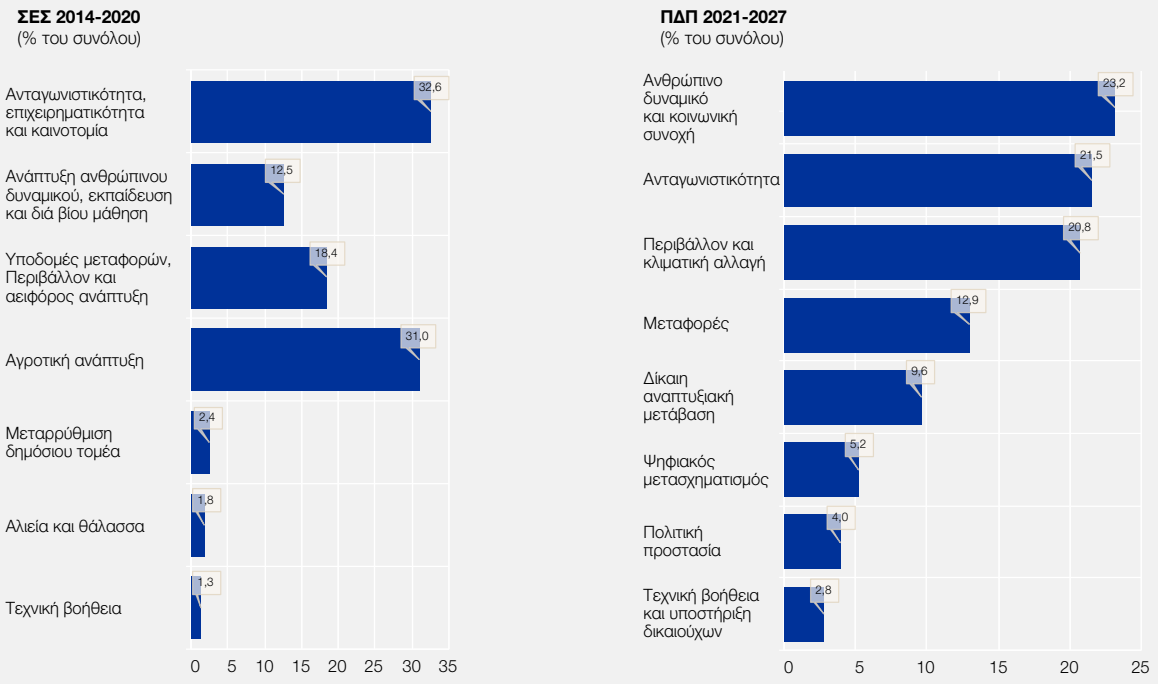
Σύνοψη χρηματοδοτούμενων τομέων προς ενίσχυση και σύγκριση ανά άξονα δράσης και περιφέρεια μεταξύ των δύο κοινοτικών προγραμμάτων

Οι πόροι των κοινοτικών προγραμμάτων κατανέμονται ανάλογα με τις δράσεις σε επιμέρους διαρθρωτικά ταμεία και ταμεία ειδικού σκοπού.[4] Επιπρόσθετα, οι πόροι κατανέμονται σε επιχειρησιακά και περιφερειακά προγράμματα. Στο Διάγραμμα Β απεικονίζεται η ποσοστιαία κατανομή των πόρων στις 13 περιφέρειες της Ελλάδος. Όσον αφορά τις δράσεις για την ενίσχυση της περιφερειακής ανάπτυξης, έναντι της προηγούμενης προγραμματικής περιόδου, οι πόροι που προορίζονται για την Αττική μειώθηκαν από 20% σε 13%, ενώ ενισχύθηκαν οι πόροι που προορίζονται για τη Στερεά Ελλάδα και την Κεντρική Μακεδονία (επιπλέον 3,5 και 2,4 ποσοστιαίες μονάδες αντίστοιχα), με την περιφέρεια Πελοποννήσου να ακολουθεί. Η στήριξη των περιφερειών με κοινοτικούς πόρους έχει αυξηθεί κατά 2,1 δισεκ.

3 Η διαφορά έγκειται στο ότι το ταμείο που αφορά την Πρωτοβουλία για την Απασχόληση των Νέων έχει αντικατασταθεί από το Ταμείο Δίκαιης Μετάβασης (Just Transition Fund).

4 Όπως για παράδειγμα το νέο ταμείο για τη μετάβαση στην απολιγνιτοποίηση και το ταμείο για τη διαχείριση της μετανάστευσης.

Διάγραμμα Γ Κατανομή των πόρων των ενωσιακών προγραμμάτων ανά άξονα δράσης



Πηγές: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Cohesion Open Data Platform, Υπουργείο Οικονομικών και επεξεργασία στοιχείων από την Τράπεζα της Ελλάδος.

ευρώ συνολικά στο ΠΔΠ 2021-2027 σε σχέση με το προηγούμενο πρόγραμμα, με στόχο την ενίσχυση του περιφερειακού ΑΕΠ και της προστιθέμενης αξίας ανά περιφέρεια.

Τα επιχειρησιακά προγράμματα διαφοροποιήθηκαν μεταξύ των δύο ΠΔΠ, όπως αποτυπώνεται στο Διάγραμμα Γ. Η ανταγωνιστικότητα παραμένει μεταξύ των πρωταρχικών τομέων στήριξης και στο ΠΔΠ 2021-2027, αν και η συμμετοχή της στην κατανομή των πόρων είναι μικρότερη. Ταυτόχρονα, ενισχύθηκαν, με τη μεταφορά πρόσθετων πόρων, οι δράσεις για την αναβάθμιση του ανθρώπινου δυναμικού, την αντιμετώπιση της κλιματικής αλλαγής και την πράσινη ανάπτυξη, καθώς και την αποτελεσματικότητα των μεταφορών (βλ. Διάγραμμα Γ).

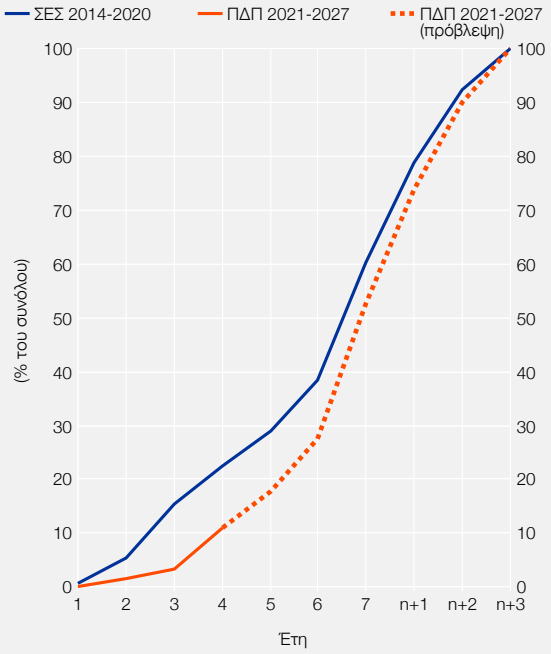
Επίδραση στο ΙΤΣ ως ποσοστό του ΑΕΠ από τις μέχρι σήμερα εισπράξεις και τις αναμενόμενες κοινοτικές εισροές

Οι εισπράξεις από τα διαρθρωτικά ταμεία των προγραμμάτων της ΕΕ, όπως το ΠΔΠ, στο ισοζύγιο πληρωμών καταγράφονται στο ισοζύγιο πρωτογενών εισοδημάτων και στο ισοζύγιο δευτερογενών εισοδημάτων, τα οποία περιλαμβάνονται στο ΙΤΣ, καθώς και στο ισοζύγιο κεφαλαίων ανάλογα με τον αποδέκτη και το είδος της χρηματοδότησης.[5] Από την προηγούμενη εμπειρία καταγραφής των ενωσιακών προγραμμάτων προκύπτει ότι το 70% περίπου του προϋπολογισμού των διαρθρωτικών ταμείων καταγράφεται στο ΙΤΣ και το υπόλοιπο 30% στο ισοζύγιο κεφαλαίων.

Αναφορικά με την πορεία υλοποίησης του ΠΔΠ 2021-2027 και με βάση την εξέλιξη του ΣΕΣ 2014-2020, σε συνδυασμό με το πέρας του ΤΑΑ, η πορεία υλοποίησης του ΠΔΠ αναμένεται να επιταχυνθεί από το 2027 και για τα

5 Στο ισοζύγιο πρωτογενών εισοδημάτων καταγράφονται οι φόροι επί της παραγωγής και των εισαγωγών, οι επιδοτήσεις και τα μισθώματα από την εκμετάλλευση φυσικών πόρων. Στο ισοζύγιο δευτερογενών εισοδημάτων καταγράφονται τρέχοντες φόροι εισοδήματος και περιουσίας, εισφορές κοινωνικής ασφάλισης, κοινωνικές παροχές, τρέχουσες μεταβιβάσεις από προγράμματα διεθνούς συνεργασίας, διάφορες τρέχουσες μεταβιβάσεις και ίδιοι πόροι της ΕΕ που βασίζονται στον ΦΠΑ και στο ΑΕΠ. Στο ισοζύγιο κεφαλαίων καταγράφονται μονομερείς μεταβιβάσεις που συνδέονται με επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου, δηλαδή ενισχύσεις για παραχωρήσεις γης, ακινήτων και λοιπού κεφαλαιακού εξοπλισμού, αποζημιώσεις για μεγάλης έκτασης φυσικές καταστροφές, κατασκευή έργων υποδομής, νοσοκομείων, σχολείων κ.λπ.

Διάγραμμα Δ Πορεία υλοποίησης ενωσιακών προγραμμάτων



Πηγές: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Cohesion Open Data Platform, Υπουργείο Οικονομικών, επεξεργασία στοιχείων και εκτιμήσεις από την Τράπεζα της Ελλάδος.

επόμενα τρία έτη μετά την ολοκλήρωση της περιόδου (κανόνας n+3), έχοντας θετική επίδραση στο ΑΕΠ και στο ΙΤΣ. (βλ. Διάγραμμα Δ).

Από το ΠΔΠ 2021-2027 την περίοδο 2025-2026 προβλέπεται ότι θα εκταμιευθεί περίπου το 17% των συνολικών πόρων,[6] ήτοι 3,5 δισεκ. ευρώ, τα οποία θα κατανεμηθούν στο ισοζύγιο πληρωμών μεταξύ ΙΤΣ και ισοζυγίου κεφαλαίων με την ίδια περίπου αναλογία όπως και κατά τα προηγούμενα προγράμματα. Οι κοινοτικοί πόροι εκτιμάται ότι θα ανέλθουν σε περίπου 1,1% του ΑΕΠ ετησίως κατά μέσο όρο για την περίοδο 2025-2027. Βέβαια, εκτός από την άμεση επίδραση από την εκταμίευση των πόρων, υφίσταται και έμμεση, λόγω της κινητοποίησης αλληλεπιδράσεων με άλλους τομείς, όπως για παράδειγμα η αύξηση εισαγωγών για κεφαλαιακά αγαθά ως βασικής συνιστώσας της υλοποίησης έργων υποδομής. Επομένως, σε αρχικό στάδιο η κινητοποίηση συνεργειών δύναται να επιβαρύνει προσωρινά το έλλειμμα του ΙΤΣ. Ειδικότερα, οι εκταμιεύσεις του ΤΑΑ που θα καταγραφούν στο ΙΤΣ ως ποσοστό του ΑΕΠ αναμένονται σε περίπου 0,8% του ΑΕΠ το 2025 και 1,1% του ΑΕΠ το 2026. Συνολικά, την περίοδο 2025-2027 οι άμεσες επιδράσεις από τους κοινοτικούς πόρους αναμένεται να μειώσουν το έλλειμμα του ΙΤΣ κατά 1,7% του ΑΕΠ ετησίως κατά μέσο όρο.

Συμπεράσματα

Τα προγράμματα της ΕΕ, οι πόροι των οποίων προέρχονται από τον κοινοτικό προϋπολογισμό, διαχρονικά ενισχύουν την ανάπτυξη και την αναβάθμιση των υποδομών σε περιοχές και τομείς της περιφέρειας της ΕΕ που υπολείπονται έναντι άλλων, με σκοπό τη σύγκλιση στους τομείς προτεραιότητας. Οι πόροι που έχουν κατανεμηθεί με κριτήριο τις ανάγκες για διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις είναι απαραίτητο να απορροφώνται και να αξιοποιούνται πλήρως. Για το λόγο αυτό, κρίνεται αναγκαία η ενίσχυση των διοικητικών υποδομών και διαδικασιών, με σκοπό την επιτάχυνση της υλοποίησης του κοινοτικού προγράμματος 2021-2027 και κατ' επέκταση την πλήρη και έγκαιρη απορρόφηση των πόρων του. Ταυτόχρονα, οι πόροι των κοινοτικών προγραμμάτων αποτελούν σημαντικές εισροές οι οποίες περιορίζουν το έλλειμμα του ισοζυγίου πληρωμών και τις ανάγκες της χώρας για χρηματοδότηση από το εξωτερικό, που αποτελούν δείκτη διαχρονικής αξιολόγησης της εξέλιξης της ελληνικής οικονομίας.

6 Συμπεριλαμβανομένων των πόρων της Κοινής Αγροτικής Πολιτικής (ΚΑΠ).

8 ΔΙΕΘΝΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΘΕΣΗ ΚΑΙ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΧΡΕΟΣ

Στο τέλος του 2024, οι καθαρές υποχρεώσεις της Ελλάδος προς το εξωτερικό παρουσίασαν μείωση κατά 2,2 δισεκ. ευρώ και διαμορφώθηκαν σε 312,6 δισεκ. ευρώ, κυρίως λόγω του περιορισμού των καθαρών υποχρεώσεων της γενικής κυβέρνησης και δευτερευόντως λόγω της αύξησης των καθαρών απαιτήσεων της Τράπεζας της Ελλάδος και των λοιπών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (βλ. Πίνακα IV.10).[55] Η εξέλιξη αυτή αντισταθμίστηκε σε κάποιο βαθμό από την αύξηση

55 Οι μεταβολές στη Διεθνή Επενδυτική Θέση (ΔΕΘ) οφείλονται πρωτίστως στις ροές που προκύπτουν από το ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών και δευτερευόντως σε διαφορές αποτίμησης των επενδύσεων αυτών κυρίως σε αξιόγραφα. Οι μεταβολές που οφείλονται σε διαφορές αποτίμησης είναι δύσκολο να υπολογιστούν με ακρίβεια, καθώς συνδέονται με αυξομειώσεις στις αγοραίες τιμές των περιουσιακών στοιχείων επενδύσεων χαρτοφυλακίου (μετοχές, ομόλογα) που συνθέτουν τις υποχρεώσεις της χώρας έναντι του εξωτερικού, καθώς και με διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Πίνακας IV.10 Διεθνής επενδυτική θέση ανά είδος επένδυσης και τομέα επενδυτή

(εκατ. ευρώ)

	2021	2022	2023	2024*
I. ΑΜΕΣΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ	**-25.257**	**-33.460**	**-40.146**	**-43.985**
I.1 Απαιτήσεις	*18.342*	*20.697*	*24.183*	*25.905*
I.2 Υποχρεώσεις	*43.599*	*54.157*	*64.329*	*69.890*
II. ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ[1]	**138.084**	**163.942**	**151.488**	**151.931**
II.1 Απαιτήσεις	*192.622*	*211.431*	*213.258*	*224.965*
II.2 Υποχρεώσεις	*54.538*	*47.489*	*61.770*	*73.034*
1. Γενική κυβέρνηση	**-21.553**	**-7.810**	**-11.433**	**-13.885**
1.1 Απαιτήσεις	906	7.529	6.549	5.619
1.2 Υποχρεώσεις	22.459	15.339	17.982	19.504
2. Τράπεζα της Ελλάδος	**112.955**	**122.593**	**122.749**	**121.793**
2.1 Απαιτήσεις	112.955	122.593	122.782	121.825
2.2 Υποχρεώσεις	0	0	33	32
3. Λοιπά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα	**44.765**	**51.186**	**42.919**	**39.600**
3.1 Απαιτήσεις	55.498	59.849	56.519	58.714
3.2 Υποχρεώσεις	10.733	8.663	13.600	19.114
4. Λοιποί τομείς	**1.917**	**-2.027**	**-2.747**	**4.423**
4.1 Απαιτήσεις	23.263	21.460	27.408	38.807
4.2 Υποχρεώσεις	21.346	23.487	30.155	34.384
III. ΛΟΙΠΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ	**-439.632**	**-439.920**	**-438.521**	**-435.216**
III.1 Απαιτήσεις	*78.214*	*75.273*	*76.650*	*81.927*
III.2 Υποχρεώσεις	*517.847*	*515.192*	*515.171*	*517.143*
1. Γενική κυβέρνηση	**-260.842**	**-255.902**	**-252.497**	**-245.961**
1.1 Απαιτήσεις	3.424	3.915	3.710	2.700
1.2 Υποχρεώσεις	264.265	259.817	256.207	248.661
2. Τράπεζα της Ελλάδος	**-99.993**	**-109.295**	**-111.656**	**-111.786**
2.1 Απαιτήσεις	17.225	21.786	26.999	30.965
2.2 Υποχρεώσεις	117.218	131.081	138.655	142.750
3. Λοιπά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα	**-7.001**	**-16.000**	**-13.933**	**-8.753**
3.1 Απαιτήσεις	28.841	23.892	23.429	29.233
3.2 Υποχρεώσεις	35.842	39.891	37.362	37.986
4. Λοιποί τομείς[2]	**-71.796**	**-58.722**	**-60.434**	**-68.716**
4.1 Απαιτήσεις	28.725	25.681	22.513	19.030
4.2 Υποχρεώσεις	100.521	84.403	82.947	87.746
IV. ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ	**12.770**	**11.341**	**12.324**	**14.649**
ΚΑΘΑΡΗ ΔΙΕΘΝΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΘΕΣΗ (I+II+III+IV)	**-314.036**	**-298.096**	**-314.855**	**-312.621**
Καθαρή ΔΕΘ ως % του ΑΕΠ	**-170,1**	**-143,4**	**-139,8**	**-131,6**

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

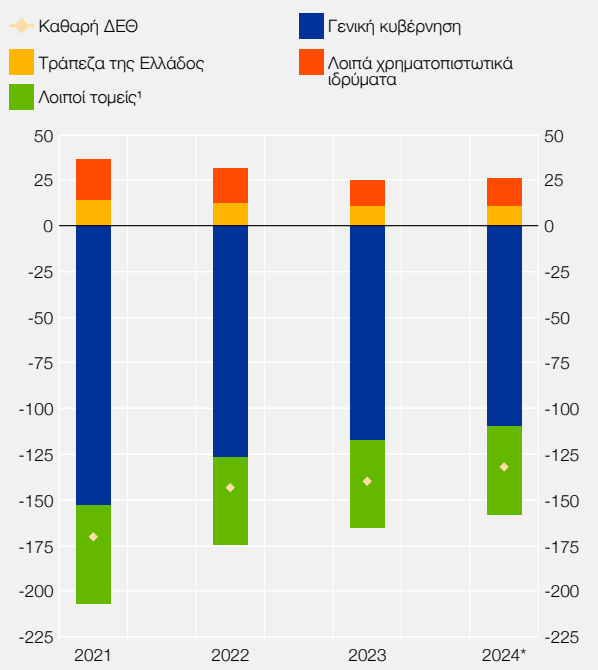
* Εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος με βάση τα προσωρινά στοιχεία του ισοζυγίου πληρωμών και της ΔΕΘ.

1 Στις επενδύσεις χαρτοφυλακίου περιλαμβάνονται οι επενδύσεις σε χρηματοοικονομικά παράγωγα.

2 Από το δ΄ τρίμηνο του 2022, σύμφωνα με τη μεθοδολογία της νομισματικής και τραπεζικής στατιστικής της Τράπεζας της Ελλάδος, στην ονομαστική αξία των δανείων υπό διαχείριση των Εταιριών Διαχείρισης Απαιτήσεων από Δάνεια και Πιστώσεις (ΕΔΑΔΠ) δεν περιλαμβάνονται οι εξωλογιστικοί τόκοι και οι διαγραφές τις οποίες είχε διενεργήσει το πιστωτικό ίδρυμα που μεταβίβασε το χαρτοφυλάκιο των δανείων.

Διάγραμμα IV.30 Καθαρή διεθνής επενδυτική θέση ανά τομέα

(% του ΑΕΠ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.
* Εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος με βάση τα προσωρινά στοιχεία του ισοζυγίου πληρωμών και της ΔΕΘ.
1 Από το δ΄ τρίμηνο του 2022, σύμφωνα με τη μεθοδολογία της νομισματικής και τραπεζικής στατιστικής της Τράπεζας της Ελλάδος, στην ονομαστική αξία των δανείων υπό διαχείριση των Εταιριών Διαχείρισης Απαιτήσεων από Δάνεια και Πιστώσεις (ΕΔΑΔΠ) δεν περιλαμβάνονται οι εξωλογιστικοί τόκοι και οι διαγραφές τις οποίες είχε διενεργήσει το πιστωτικό ίδρυμα που μεταβίβασε το χαρτοφυλάκιο των δανείων.

των υποχρεώσεων των λοιπών τομέων της οικονομίας. Ως ποσοστό του ΑΕΠ, η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση (ΚΔΕΘ)[56] βελτιώθηκε από -139,8% το 2023 σε -131,6% το 2024, αν και παραμένει η υψηλότερη στην ΕΕ, και η Ελλάδα συνεχίζει να υπερβαίνει το όριο (-35% του ΑΕΠ) που προβλέπεται στο πλαίσιο της διαδικασίας μακροοικονομικών ανισορροπιών.[57]

Παρά ταύτα, οι κίνδυνοι για τη χώρα είναι προς το παρόν περιορισμένοι, αφού η κύρια συνιστώσα της αρνητικής ΚΔΕΘ είναι τα δάνεια από το Μηχανισμό Στήριξης, τα οποία χαρακτηρίζονται από χαμηλά επιτόκια και μεγάλη διάρκεια. Ωστόσο, τα τελευταία έτη καταγράφεται και αύξηση των καθαρών υποχρεώσεων των λοιπών τομέων της οικονομίας, που συνδέεται κυρίως με την πώληση δανείων τους σε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και λοιπές χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις του εξωτερικού, καθώς και με την ενίσχυση των καθαρών ροών ΞΑΕ μη κατοίκων στην Ελλάδα. Η αναγκαία βελτίωση της ΚΔΕΘ μεσοπρόθεσμα προϋποθέτει, πέρα από τη σταδιακή μείωση του εξωτερικού χρέους της γενικής κυβέρνησης, υψηλούς ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης ή/και την επίτευξη μόνιμων και ικανοποιητικών πλεονασμάτων στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών.

Με βάση την ανάλυση της ΚΔΕΘ κατά είδος επένδυσης, οι καθαρές υποχρεώσεις από άμεσες επενδύσεις αυξήθηκαν, κυρίως λόγω της ενίσχυσης των εισροών ΞΑΕ στην Ελλάδα (βλ. Ενότητα 7 παραπάνω). Οι καθαρές απαιτήσεις από επενδύσεις χαρτοφυλακίου σημείωσαν μικρή αύξηση (κατά 443 εκατ. ευρώ), αφού η μείωση των καθαρών απαιτήσεων των λοιπών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και της Τράπεζας της Ελλάδος καθώς και η αύξηση των υποχρεώσεων της γενικής κυβέρνησης υπεραντισταθμίστηκαν από την καταγραφή καθαρών απαιτήσεων, έναντι καθαρών υποχρεώσεων το 2023, στους λοιπούς τομείς της οικονομίας. Στην κατηγορία των λοιπών επενδύσεων, η αρνητική καθαρή θέση περιορίστηκε κατά 3,3 δισεκ. ευρώ το 2024 συγκριτικά με το 2023, αφού η μείωση των καθαρών υποχρεώσεων τόσο της γενικής κυβέρνησης όσο και των λοιπών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων αντισταθμίστηκε μερικώς από την αύξηση των υποχρεώσεων των λοιπών τομέων της οικονομίας. Τέλος, τα συναλλαγματικά διαθέσιμα κατέγραψαν αύξηση.[58]

Αναφορικά με την ανάλυση κατά τομέα (βλ. Διάγραμμα IV.30), η βελτίωση της ΚΔΕΘ το 2024 οφείλεται κυρίως στη μείωση των καθαρών υποχρεώσεων της γενικής κυβέρνησης και δευτε-

56 Η ΚΔΕΘ είναι η διαφορά μεταξύ των απαιτήσεων και των υποχρεώσεων της χώρας έναντι μη κατοίκων. Ανάλογα με το πρόσημο, θετικό ή αρνητικό, χαρακτηρίζεται η χώρα ως καθαρός πιστωτής ή χρεώστης αντίστοιχα έναντι του υπόλοιπου κόσμου. Η ΔΕΘ αποτυπώνει, σε συγκεκριμένη χρονική στιγμή, το ύψος των απαιτήσεων και των υποχρεώσεων της χώρας έναντι μη κατοίκων. Οι απαιτήσεις και οι υποχρεώσεις αναλύονται στις βασικές κατηγορίες των άμεσων επενδύσεων, των επενδύσεων χαρτοφυλακίου, των λοιπών επενδύσεων και των συναλλαγματικών διαθεσίμων, καθώς επίσης και ανά τομέα της οικονομίας, όπως γενική κυβέρνηση, Τράπεζα της Ελλάδος, λοιπά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και λοιποί τομείς. Σημειώνεται ότι, σύμφωνα με τους διεθνείς κανονισμούς, η καταγραφή των μεγεθών που αφορούν το ύψος των άμεσων επενδύσεων, τα ομόλογα και τις μετοχές πρέπει να γίνεται σε αγοραίες τιμές όπως ισχύουν την τελευταία ημέρα της περιόδου αναφοράς.
57 European Commission, Statistical Annex of *Alert Mechanism Report 2025*, December 2024.
68 Η άνοδος των συναλλαγματικών διαθεσίμων αντανακλά πρωτίστως την άνοδο της τιμής του χρυσού.

Πίνακας IV.11 Ακαθάριστο και καθαρό εξωτερικό χρέος (τρέχουσες τιμές)

(εκατ. ευρώ)

	2021	2022	2023	2024*
Α. Γενική κυβέρνηση	285.347	275.033	273.878	267.886
Β. Τράπεζα της Ελλάδος	117.218	131.081	138.655	142.750
Γ. Λοιπά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα	40.394	45.698	45.110	49.405
Δ. Λοιποί τομείς[1]	103.603	87.424	86.603	93.098
Ε. Άμεσες επενδύσεις – σύνολο τομέων οικονομίας	8.702	9.651	9.756	9.727
Ακαθάριστο εξωτερικό χρέος (Α+Β+Γ+Δ+Ε)	**555.265**	**548.887**	**554.002**	**562.866**
Ακαθάριστο εξωτερικό χρέος ως % του ΑΕΠ	300,8	264,1	246,0	236,9
Ακαθάριστο εξωτερικό χρέος γενικής κυβέρνησης ως % του ΑΕΠ	154,6	132,3	121,6	112,8
Καθαρό εξωτερικό χρέος	**291.659**	**281.341**	**278.755**	**274.732**
Καθαρό εξωτερικό χρέος ως % του ΑΕΠ	158,0	135,4	123,8	115,6

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.
* Εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος με βάση τα προσωρινά στοιχεία του ισοζυγίου πληρωμών και της ΔΕΘ.
1 Από το δ΄ τρίμηνο του 2022, σύμφωνα με τη μεθοδολογία της νομισματικής και τραπεζικής στατιστικής της Τράπεζας της Ελλάδος, στην ονομαστική αξία των δανείων υπό διαχείριση των Εταιριών Διαχείρισης Απαιτήσεων από Δάνεια και Πιστώσεις (ΕΔΑΔΠ) δεν περιλαμβάνονται οι εξωλογιστικοί τόκοι και οι διαγραφές τις οποίες είχε διενεργήσει το πιστωτικό ίδρυμα που μεταβίβασε το χαρτοφυλάκιο των δανείων.

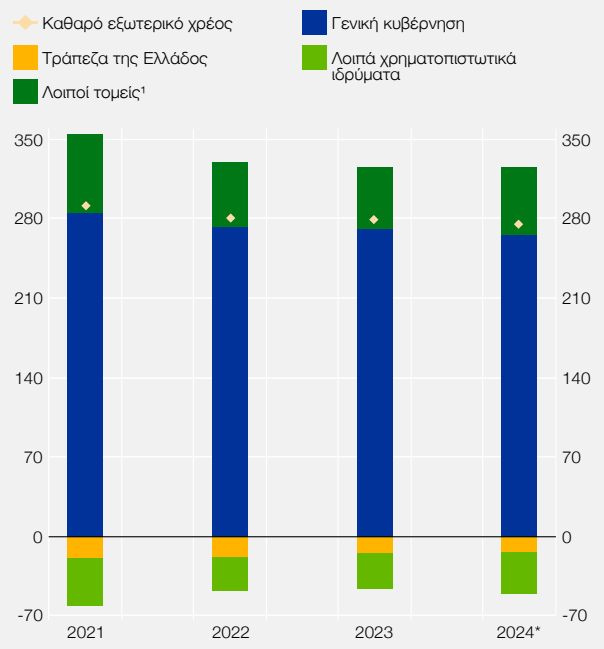
ρευόντως στην αύξηση των καθαρών απαιτήσεων της Τράπεζας της Ελλάδος και των λοιπών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, οι οποίες αντισταθμίστηκαν μερικώς από την άνοδο των καθαρών υποχρεώσεων των λοιπών τομέων της οικονομίας.

Το Ακαθάριστο Εξωτερικό Χρέος[59] της χώρας, σε τρέχουσες τιμές, αυξήθηκε κατά 8,9 δισεκ. ευρώ, φθάνοντας τα 562,9 δισεκ. ευρώ (236,9% του ΑΕΠ) στο τέλος του 2024. Η άνοδος αυτή αποδίδεται στην αύξηση των υποχρεώσεων των λοιπών τομέων της οικονομίας, καθώς και της Τράπεζας της Ελλάδος και των λοιπών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Η επιδείνωση αυτή αντισταθμίστηκε εν μέρει από τη μείωση των υποχρεώσεων της γενικής κυβέρνησης (βλ. Πίνακα IV.11). Ωστόσο, ο λόγος του ακαθάριστου εξωτερικού χρέους προς το ΑΕΠ παρουσίασε βελτίωση, λόγω της σημαντικής αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ το 2024.

Το Καθαρό Εξωτερικό Χρέος[60] διαμορφώθηκε σε 274,7 δισεκ. ευρώ (115,6% του ΑΕΠ) το 2024, μειωμένο κατά 4,0 δισεκ. ευρώ έναντι του 2023. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στον περιορισμό του καθαρού χρέους της γενικής κυβέρνησης, καθώς και στην άνοδο των καθαρών απαιτήσεων των λοιπών χρηματοπιστωτικών ιδρυμά-

Διάγραμμα IV.31 Καθαρό εξωτερικό χρέος ανά τομέα

(δισεκ. ευρώ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.
* Εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος με βάση τα προσωρινά στοιχεία του ισοζυγίου πληρωμών και της ΔΕΘ.
1 Από το δ΄ τρίμηνο του 2022, σύμφωνα με τη μεθοδολογία της νομισματικής και τραπεζικής στατιστικής της Τράπεζας της Ελλάδος, στην ονομαστική αξία των δανείων υπό διαχείριση των Εταιριών Διαχείρισης Απαιτήσεων από Δάνεια και Πιστώσεις (ΕΔΑΔΠ) δεν περιλαμβάνονται οι εξωλογιστικοί τόκοι και οι διαγραφές τις οποίες είχε διενεργήσει το πιστωτικό ίδρυμα που μεταβίβασε το χαρτοφυλάκιο των δανείων.
Σημείωση: Οι αρνητικές τιμές εκφράζουν καθαρές απαιτήσεις.

59 Οι υποχρεώσεις της ΔΕΘ, εξαιρουμένων των υποχρεώσεων σε μετοχές και χρηματοοικονομικά παράγωγα, αποτελούν το Ακαθάριστο Εξωτερικό Χρέος της χώρας.

60 Το Καθαρό Εξωτερικό Χρέος προκύπτει από την ΚΔΕΘ εάν αφαιρεθούν η καθαρή θέση σε μετοχές προερχόμενες από άμεσες επενδύσεις και από επενδύσεις χαρτοφυλακίου, καθώς και η καθαρή θέση σε παράγωγα, χρυσό και μετοχές που περιλαμβάνονται στα συναλλαγματικά διαθέσιμα.

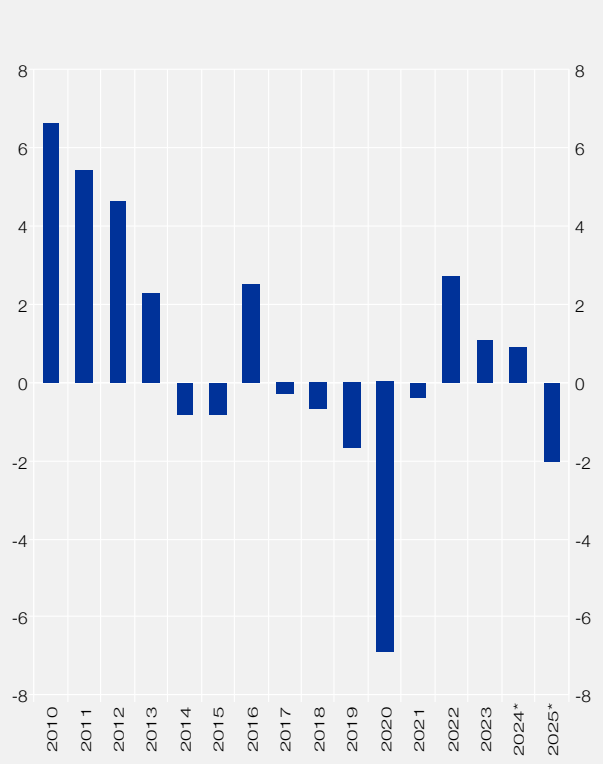
των, η οποία αντισταθμίστηκε εν μέρει από την επιδείνωση της καθαρής θέσης πρωτίστως των λοιπών τομέων της οικονομίας και δευτερευόντως της Τράπεζας της Ελλάδος. Ως ποσοστό του ΑΕΠ, το καθαρό εξωτερικό χρέος κατέγραψε πιο σημαντική μείωση, λόγω της ανόδου του ονομαστικού ΑΕΠ το 2024 (βλ. Διάγραμμα IV.31).

V ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Το 2024 χαρακτηρίστηκε από δημοσιονομική υπευθυνότητα, η οποία αναγνωρίστηκε από όλους τους διεθνείς φορείς στις αξιολογήσεις τους για την κατάσταση και τις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας. Επιπλέον, προωθήθηκαν σημαντικές δημοσιονομικές μεταρρυθμίσεις, ενώ σταθεροποιήθηκαν τα οφέλη από όσες έχουν ήδη υλοποιηθεί στους τομείς της καταπολέμησης της φοροδιαφυγής, της ενίσχυσης του φοροεισπρακτικού μηχανισμού και της βελτίωσης της φορολογικής συμμόρφωσης. Η ευνοϊκή δημοσιονομική θέση της Ελλάδος αναδείχθηκε στο πλαίσιο της εφαρμογής των αναθεωρημένων δημοσιονομικών κανόνων, βάσει της οποίας ορίστηκαν για την Ελλάδα τα χαμηλότερα επίπεδα δημοσιονομικής προσαρμογής και ένα σχετικά υψηλό όριο αύξησης των καθαρών πρωτογενών δαπανών κατά τη σχεδίαση της μεσοπρόθεσμης δημοσιονομικής πολιτικής, συμβατό με τη διασφάλιση σταθερά πτωτικής πορείας του δημόσιου χρέους και με τη δημιουργία δημοσιονομικών αποθεμάτων. Τα μέχρι τώρα επιτεύγματα θα πρέπει να ωθήσουν σε συνέχιση της συνετής δημοσιονομικής διαχείρισης, που θα συμβάλει στην περαιτέρω άνοδο του ελληνικού αξιόχρεου στην κλίμακα αξιολόγησης. Σε ένα περιβάλλον διαδοχικών κρίσεων και υψηλής αβεβαιότητας, με αυξημένους γεωπολιτικούς κινδύνους και με τις επιπτώσεις της κλιματικής κρίσης να γίνονται ολοένα πιο εμφανείς, η αξιοπιστία στην άσκηση οικονομικής πολιτικής με ξεκάθαρο μεσοπρόθεσμο σχεδιασμό αποκτά καθοριστική σημασία. Κρίσιμα στοιχεία στη χάραξη μεσοπρόθεσμης δημοσιονομικής πορείας αποτελούν η αξιολόγηση των κινδύνων και η έμφαση στη δημιουργία ικανών δημοσιονομικών αποθεμάτων διαχρονικά, ώστε να υπάρχει δυνατότητα στήριξης της οικονομίας σε περιόδους κρίσης. Συμπληρωματικά θα λειτουργήσει η έγκαιρη υλοποίηση του μεταρρυθμιστικού προγράμματος, το οποίο θα συμβάλει στην περαιτέρω βελτίωση των διαρθρωτικών χαρακτηριστικών της ελληνικής οικονομίας και κατ' επέκταση στη διαφύλαξη της βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους μέσω της επίτευξης ισχυρής και διατηρήσιμης ανάπτυξης.

Διάγραμμα V.1 Μεταβολή του κυκλικά διορθωμένου πρωτογενούς αποτελέσματος της γενικής κυβέρνησης

(% του δυνητικού ΑΕΠ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.
* Πρόβλεψη.
Σημειώσεις: Το κυκλικά διορθωμένο πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης υπολογίζεται βάσει μεθοδολογίας του Ευρωσυστήματος. Δεν περιλαμβάνεται η στήριξη προς το χρηματοπιστωτικό τομέα και τα έσοδα από το NGEU.

1 ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ[1]

Το 2024 συνεχίστηκε η υπεραπόδοση των φορολογικών εσόδων έναντι των στόχων, η οποία επέτρεψε τη χρηματοδότηση επιπλέον δημόσιων δαπανών για επενδύσεις και για στήριξη των

1 Στο κεφάλαιο αυτό έχουν ληφθεί υπόψη στοιχεία και πληροφορίες που είχαν δημοσιευθεί έως τις 21.3.2025.

ευάλωτων κοινωνικών ομάδων. Η σταθερή υπεραπόδοση των φορολογικών εσόδων τα τελευταία χρόνια αποτελεί ισχυρή ένδειξη ότι οι προσπάθειες καταπολέμησης της φοροδιαφυγής αποδίδουν καρπούς. Με αυτό τον τρόπο διευρύνεται η φορολογική βάση και ενισχύεται η φορολογική δικαιοσύνη, οδηγώντας σε μόνιμη αύξηση των φορολογικών εσόδων. Η δημοσιονομική πολιτική το 2024 εκτιμάται ότι υπήρξε συσταλτική, αλλά αναμένεται να μεταστραφεί σε επεκτατική το 2025, λόγω της δημοσιονομικής ώθησης την οποία προκαλούν οι επενδύσεις που χρηματοδοτούνται από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (βλ. Διάγραμμα V.1). Χωρίς αυτή την ώθηση, η δημοσιονομική πολιτική το 2025 εκτιμάται ουδέτερη και ως εκ τούτου παραμένει συμβατή με τους στόχους της νομισματικής πολιτικής. Συνολικά, η εκτιμώμενη κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής (fiscal stance) κατά την περίοδο 2024-2025 είναι σύμφωνη με τις οδηγίες της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για το συντονισμό των εθνικών δημοσιονομικών πολιτικών[2]: αφενός περιλαμβάνει τη σταδιακή μείωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και αφετέρου διαφυλάσσει τη δημοσιονομική ώθηση από τις δημόσιες επενδύσεις που χρηματοδοτούνται από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας ώστε να στηριχθούν τόσο η ανάκαμψη της οικονομίας όσο και η πράσινη και η ψηφιακή μετάβαση.

Παράλληλα, το δημόσιο χρέος το 2024 εκτιμάται ότι έχει αποκλιμακωθεί σημαντικά τόσο ως ποσοστό του ΑΕΠ όσο και σε ονομαστικούς όρους, χάρη στο διευρυμένο πρωτογενές πλεόνασμα, την περαιτέρω πρόωρη αποπληρωμή δανείων προς τον επίσημο τομέα και τη συνεχιζόμενη αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ. Με αυτό τον τρόπο, η χώρα ξεπέρασε για μια ακόμη χρονιά τις επιδόσεις των περισσότερων κρατών-μελών της ευρωζώνης, παρά την ανοδική αναθεώρηση του χρέους της λόγω της ενσωμάτωσης της νέας μεθοδολογίας της Eurostat για την καταγραφή των αναβαλλόμενων τόκων.[3]

Η Ελλάδα πρέπει να διαφυλάξει την αξιοπιστία της προσπάθειας για δημοσιονομική ισορροπία σε εναρμόνιση με το αναθεωρημένο πλαίσιο δημοσιονομικής διακυβέρνησης. Η διατήρηση των πρωτογενών πλεονασμάτων, η δημιουργία δημοσιονομικών αποθεμάτων και η περαιτέρω αναβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης της χώρας πρέπει να αποτελούν βασικές προτεραιότητες της οικονομικής πολιτικής. Κρίσιμη προϋπόθεση προς αυτή την κατεύθυνση είναι η συνέχιση των μεταρρυθμίσεων ώστε να βελτιωθούν περαιτέρω τα δομικά χαρακτηριστικά της ελληνικής οικονομίας. Έμφαση πρέπει να δοθεί στην αύξηση εκείνων των παραγωγικών επενδύσεων που θα επιτρέψουν την επίτευξη διατηρήσιμης ανάπτυξης, την αύξηση της παραγωγικότητας και τη διασφάλιση της συνεχούς πτωτικής πορείας του δημόσιου χρέους.

2 ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΤΟ 2024

Το 2024 κοινοποιήθηκαν τα δημοσιονομικά στοιχεία για το 2023, με βάση τα οποία παρατηρείται σημαντική βελτίωση τόσο του πρωτογενούς αποτελέσματος, μεγαλύτερη από ό,τι αναμενόταν στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2024, όσο και του λόγου του χρέους προς το ΑΕΠ. Σε σύγκριση με τις υπόλοιπες χώρες της ευρωζώνης, η Ελλάδα σημείωσε τη δεύτερη μεγαλύτερη βελτίωση στα βασικά δημοσιονομικά μεγέθη, σε όρους πρωτογενούς αποτελέσματος και ρυθμού μείωσης του χρέους.

Ειδικότερα, σύμφωνα με τη δεύτερη κοινοποίηση των δημοσιονομικών στοιχείων της περιόδου 2020-2023 από την Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ) στο πλαίσιο της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος τον Οκτώβριο του 2024, το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης για το 2023 διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 2,1% του ΑΕΠ, από ισοσκελισμένο πρωτογενές απο-

2 Ανακοίνωση της Επιτροπής προς το Συμβούλιο, Κατευθύνσεις δημοσιονομικής πολιτικής για το 2024, 8.3.2023, και Eurogroup Statement on fiscal policy orientation for 2025, 11.3.2024.

3 Αφορούν τόκους σε δάνεια ύψους περίπου 96 δισεκ. ευρώ που έχουν χορηγηθεί από το EFSF μεταξύ 2012 και 2014, η πληρωμή των οποίων είχε αναβληθεί για 20 έτη (βλ. Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση, Δεκέμβριος 2024*, Κεφάλαιο V, Ενότητα 5.5, σελ. 115-116).

Πίνακας V.1 Αποτελέσματα γενικής κυβέρνησης

(% του ΑΕΠ)

	2020	2021	2022	2023
Αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης[1] *(στοιχεία εθνικών λογαριασμών – κριτήριο σύγκλισης)*	-9,6	-6,9	-2,5	-1,3
- Κεντρική κυβέρνηση	-9,9	-7,7	-3,6	-1,5
- Ασφαλιστικοί οργανισμοί, οργανισμοί τοπικής αυτοδιοίκησης και ΝΠΔΔ	0,4	0,8	1,2	0,2
Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης	**-6,6**	**-4,5**	**0,0**	**2,1**

Πηγές: Υπουργείο Οικονομικών και ΕΛΣΤΑΤ.
1 Στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ, όπως γνωστοποιούνται στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος). Το άθροισμα των επιμέρους στοιχείων ενδέχεται να μη συμφωνεί με το σύνολο λόγω στρογγυλοποίησης.

τέλεσμα το 2022 (βλ. Πίνακα V.1). Έναντι της πρώτης κοινοποίησης τον Απρίλιο, παρουσίασε βελτίωση κατά 0,2% του ΑΕΠ, λόγω της προς τα άνω αναθεώρησης των εισπρακτέων κοινοτικών επιδοτήσεων. Το δημόσιο χρέος το 2023 σε ονομαστικούς όρους αυξήθηκε σε σχέση με την πρώτη κοινοποίηση, καθώς και έναντι του 2022 λόγω μεθοδολογικής αλλαγής στον τρόπο καταγραφής του δημόσιου χρέους. Ωστόσο, ως ποσοστό του ΑΕΠ αποκλιμακώθηκε σημαντικά σε 163,9% του ΑΕΠ από 177,0% του ΑΕΠ το 2022 (βλ. και Ενότητα 6).

Η βελτίωση του πρωτογενούς αποτελέσματος το 2023 έναντι του 2022 αντανακλά συμψηφιστικά την αύξηση των εσόδων και τη μείωση των πρωτογενών δαπανών και συνδέεται με τα αυξημένα έσοδα από άμεσους φόρους και τη μη επανάληψη των ενεργειακών επιδοτήσεων αντίστοιχα. Η υπέρβαση του πρωτογενούς αποτελέσματος έναντι της εκτίμησης στον Προϋπολογισμό του 2024 οφείλεται πρωτίστως στην υπεραπόδοση των φορολογικών εσόδων, χάρη στη βελτιωμένη οικονομική δραστηριότητα, αλλά και στην αύξηση των ηλεκτρονικών συναλλαγών και των φορολογικών ελέγχων, που οδήγησε στη βελτίωση της εισπραξιμότητας των φόρων.

Με βάση την καλύτερη πορεία της οικονομικής δραστηριότητας και των φορολογικών εσόδων το 2023, στην αρχή του 2024 υιοθετήθηκαν προσωρινές δημοσιονομικές παρεμβάσεις επιπλέον όσων προέβλεπε ο Προϋπολογισμός 2024, ύψους 0,2% του ΑΕΠ. Η αρχική πρόβλεψη στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2024 για πρωτογενές πλεόνασμα 2,1% του ΑΕΠ το 2024 διατηρήθηκε στο Πρόγραμμα Σταθερότητας 2024 που δημοσιεύθηκε τον Απρίλιο του 2024 και ενσωμάτωνε τις ανωτέρω παρεμβάσεις και τη μεταφερόμενη από το 2023 θετική επίδραση στα φορολογικά έσοδα και στα έσοδα από ασφαλιστικές εισφορές.

Η καλύτερη απόδοση των φορολογικών εσόδων έναντι των στόχων του Προϋπολογισμού 2024 αλλά και του Προγράμματος Σταθερότητας 2024 συνεχίστηκε και μετά τον Απρίλιο, αντανακλώντας τα οφέλη από τη μείωση της φοροδιαφυγής, τη βελτίωση των εισοδημάτων και της κερδοφορίας των επιχειρήσεων και την αύξηση της απασχόλησης σε σχέση με τις αρχικές εκτιμήσεις.

Η υπεραπόδοση των φορολογικών εσόδων που καταγράφεται σταθερά τα τελευταία χρόνια αποτελεί σημαντική ένδειξη ότι η προσπάθεια μείωσης της φοροδιαφυγής αποφέρει μετρήσιμα αποτελέσματα. Οι πρόσφατες μεταρρυθμίσεις στο μέτωπο της φοροδιαφυγής, που εκτιμάται ότι οδήγησαν στη βελτίωση της φορολογικής συμμόρφωσης και στη συνακόλουθη σημαντική αύξηση των φορολογικών εσόδων, περιλαμβάνουν κυρίως το νέο τρόπο τεκμαρτού προσδιορισμού του εισοδήματος των ελεύθερων επαγγελματιών, τη διασύνδεση των ταμειακών μηχανών με τα POS, αλλά και την αυτοματοποίηση και ψηφιοποίηση του τρόπου καταγραφής και ελέγχου των συναλλαγών και των οικονομικών δεδομένων των επιχειρήσεων από την ΑΑΔΕ μέσω της πλατφόρμας myData.

Επιπλέον, τον Ιούλιο ψηφίστηκε η φορολόγηση των πλεοναζόντων κερδών των διυλιστηρίων και για το 2024, γεγονός που συνέβαλε περαιτέρω στην αύξηση των φορολογικών εσόδων το

Πίνακας V.2 Μεσοπρόθεσμο Δημοσιονομικό-Διαρθρωτικό Σχέδιο 2025-2028

	2024	2025	2026	2027	2028
Καθαρή εθνικά χρηματοδοτούμενη πρωτογενής δαπάνη[1] (ρυθμός αύξησης)	2,6	3,7	3,6	3,1	3,0
Αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης (% του ΑΕΠ)	-1,0	-0,6	-0,8	-1,1	-1,2
Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης (% του ΑΕΠ)	2,4	2,5	2,4	2,4	2,4
Διαρθρωτικό πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης[2] (% του ΑΕΠ)	1,9	2,0	2,1	2,2	2,3
Ακαθάριστο χρέος γενικής κυβέρνησης[3] (% του ΑΕΠ)	153,7	149,1	143,1	138,0	133,4

Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών, Μεσοπρόθεσμο Δημοσιονομικό-Διαρθρωτικό Σχέδιο 2025-2028.
1 Ως καθαρή πρωτογενής δαπάνη ορίζεται η εθνικά χρηματοδοτούμενη δαπάνη εξαιρουμένης της δαπάνης για τόκους, της εθνικής συμμετοχής σε συγχρηματοδοτούμενα προγράμματα από την ΕΕ και της κυκλικής δαπάνης που αφορά επιδόματα ανεργίας, μείον τα διακριτικά (discretionary) δημοσιονομικά μέτρα στην πλευρά των εσόδων.
2 Το διαρθρωτικό πρωτογενές αποτέλεσμα ορίζεται ως το πρωτογενές έλλειμμα/πλεόνασμα προσαρμοσμένο ως προς την επίδραση του οικονομικού κύκλου εξαιρουμένων των προσωρινών και μη επαναλαμβανόμενων δημοσιονομικών μέτρων.
3 Οι εκτιμήσεις δεν λαμβάνουν υπόψη τη μεθοδολογική αλλαγή στην καταγραφή των αναβαλλόμενων τόκων προς EFSF στο δημόσιο χρέος.

2024 και στη διεύρυνση του δημοσιονομικού χώρου. Ως εκ τούτου, το Σεπτέμβριο ανακοινώθηκε για το Δεκέμβριο η παροχή έκτακτης οικονομικής ενίσχυσης σε χαμηλοσυνταξιούχους που είχαν ακόμη προσωπική διαφορά και σε ευάλωτες κοινωνικές ομάδες.

Οι προαναφερθείσες εξελίξεις ενσωματώθηκαν στις προβλέψεις του Μεσοπρόθεσμου Δημοσιονομικού-Διαρθρωτικού Σχεδίου (ΜΔΣ) 2025-2028 που δημοσιεύθηκε το Σεπτέμβριο και για πρώτη φορά καταρτίστηκε με βάση το αναθεωρημένο ευρωπαϊκό πλαίσιο οικονομικής διακυβέρνησης (βλ. Πίνακα V.2 και Ειδικό θέμα στο παρόν κεφάλαιο). Στο ΜΔΣ, το πρωτογενές πλεόνασμα για το 2024 εκτιμήθηκε σε 2,4% του ΑΕΠ, έναντι 2,1% του ΑΕΠ στο Πρόγραμμα Σταθερότητας τον Απρίλιο. Επιπλέον, χάρη στην υπεραπόδοση των εσόδων, το όριο αύξησης των καθαρών πρωτογενών δαπανών ορίστηκε για το 2024 σε 2,6%, υψηλότερα από την αύξηση κατά 2,1% που είχε εκτιμηθεί στο Πρόγραμμα Σταθερότητας.

Στη συνέχεια, η εκτίμηση για το πρωτογενές πλεόνασμα αναθεωρήθηκε ανοδικά εκ νέου, ενσωματώνοντας νεότερα στοιχεία σχετικά με την πορεία των φορολογικών εσόδων. Ειδικότερα, στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2025 που δημοσιεύθηκε στις 21 Νοεμβρίου 2024, το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης κατά ESA το 2024 εκτιμάται σε πλεόνασμα 2,5% του ΑΕΠ, βελτιωμένο έναντι των προηγούμενων εκτιμήσεων μέσα στο έτος. Παράλληλα, εκτιμάται σημαντική αποκλιμάκωση του χρέους της γενικής κυβέρνησης κατά 9,9 ποσ. μον. του ΑΕΠ έναντι του 2023, σε 154% του ΑΕΠ. Σημειώνεται ότι, παρόλο που το 2024 ήταν έτος μετάβασης προς τους νέους δημοσιονομικούς κανόνες, οι προβλέψεις για τα βασικά δημοσιονομικά μεγέθη ήταν σε συμφωνία με την πλειοψηφία των νέων κριτηρίων βιωσιμότητας, καθώς η προβλεπόμενη μείωση του χρέους ήταν μεγαλύτερη από αυτή που απαιτεί κατ' ελάχιστον η ικανοποίηση του σχετικού κριτηρίου διασφάλισης της βιωσιμότητας του χρέους (μέση ετήσια μείωση του λόγου του χρέους κατά τουλάχιστον 1 ποσ. μον. για όσο διάστημα αυτός υπερβαίνει το 90% του ΑΕΠ), η δε πρόβλεψη για το δημοσιονομικό αποτέλεσμα (έλλειμμα 0,7%) ικανοποιούσε το κριτήριο για έλλειμμα μικρότερο του 3% του ΑΕΠ. Επιπλέον, ο ρυθμός αύξησης των εθνικά χρηματοδοτούμενων καθαρών πρωτογενών δαπανών εκτιμήθηκε σε 2,6% το 2024 σύμφωνα με τη σύσταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής.[4]

Ωστόσο, με βάση τα διαθέσιμα στοιχεία για την εκτέλεση του Κρατικού Προϋπολογισμού την περίοδο Ιανουαρίου-Δεκεμβρίου 2024, το πρωτογενές πλεόνασμα το 2024 θα μπορούσε να διαμορφωθεί μεγαλύτερο από την παραπάνω πρόβλεψη, αντανακλώντας κυρίως την ακόμη καλύτερη απόδοση των φορολογικών εσόδων και την υπέρβαση των εσόδων του Προγράμματος Δημόσιων Επενδύσεων έναντι των αναθεωρημένων στόχων (βλ. και Ενότητα 5). Σύμφωνα με την αναθεω-

4 Γνώμη της Επιτροπής σχετικά με το σχέδιο δημοσιονομικού προγράμματος της Ελλάδας, 21.11.2023, παρ. 14.

ρημένη πρόβλεψη της Τράπεζας της Ελλάδος, το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης το 2024 αναμένεται να διαμορφωθεί σε πλεόνασμα 3,5% του ΑΕΠ και το δημόσιο χρέος σε 153,8% του ΑΕΠ. Κατά συνέπεια, οι δημοσιονομικοί στόχοι του Προϋπολογισμού για το 2024 εκτιμάται ότι έχουν επιτευχθεί με ασφαλές περιθώριο. Όσον αφορά το 2025, με βάση τα διαθέσιμα στοιχεία και τις παρεμβάσεις που έχουν εξαγγελθεί, το πρωτογενές πλεόνασμα προβλέπεται να διαμορφωθεί σε 2,6% του ΑΕΠ και το δημόσιο χρέος να αποκλιμακωθεί περαιτέρω σε 144,4% του ΑΕΠ.

Οι αποδόσεις των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου σημείωσαν σημαντική πτώση το 2024, ακολουθώντας την τάση που παρατηρείται και για άλλα κράτη-μέλη της ευρωζώνης. Σε αυτό συνέβαλε η χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ από το δεύτερο εξάμηνο του έτους λόγω της υποχώρησης του πληθωρισμού.

Υπό συνθήκες βελτίωσης του επενδυτικού κλίματος στην Ελλάδα μετά την ανάκτηση της επενδυτικής βαθμίδας το 2023, αλλά και δεδομένης της χαλάρωσης της νομισματικής πολιτικής το δεύτερο εξάμηνο του 2024, ο ΟΔΔΗΧ προχώρησε το 2024 σε επανεκδόσεις παλαιότερων τίτλων και σε νέες εκδόσεις ομολόγων, των οποίων η επιτυχία αποτυπώνει το ιδιαίτερα αυξημένο επενδυτικό ενδιαφέρον για τους ελληνικούς τίτλους. Συνολικά άντλησε 9,6 δισεκ. ευρώ, διατηρώντας τα ταμειακά διαθέσιμα σε υψηλό επίπεδο και αυξάνοντας τη ρευστότητα της ελληνικής αγοράς κρατικών ομολόγων σε όλο το φάσμα της καμπύλης αποδόσεων.

Ειδικότερα, κατά τη διάρκεια του 2024 ο ΟΔΗΗΧ προέβη σε επανεκδόσεις παλαιότερων τίτλων με χαμηλότερες αποδόσεις έναντι των αρχικών εκδόσεων, ενισχύοντας περαιτέρω τη ρευστότητα στην αγορά ομολόγων και επιβεβαιώνοντας την ισχυρή ζήτηση μεσοπρόθεσμων ελληνικών τίτλων εκ μέρους των επενδυτών. Ειδικότερα, από επανεκδόσεις του 5ετούς ομολόγου του 2023 άντλησε συνολικά 950 εκατ. ευρώ, από επανεκδόσεις ομολόγων 10ετούς διάρκειας 1,4 δισεκ. ευρώ, ενώ από την επανέκδοση του 15ετούς ομολόγου που είχε εκδοθεί το Φεβρουάριο του 2020 άντλησε 200 εκατ. ευρώ. Επιπλέον, το Φεβρουάριο του 2024 άντλησε 4 δισεκ. ευρώ από νέα έκδοση 10ετούς ομολόγου με απόδοση 3,478%, αισθητά χαμηλότερη από εκείνη της έκδοσης αντίστοιχης διάρκειας τον Ιανουάριο του 2023. Αξίζει να σημειωθεί ότι η συγκεκριμένη έκδοση συνδέεται με τρία σημαντικά επιτεύγματα: (1) Συγκέντρωσε προσφορές άνω των 35 δισεκ. ευρώ, με το δείκτη κάλυψης να διαμορφώνεται σε 8,75 (έναντι 6,26 της προηγούμενης αντίστοιχης έκδοσης). (2) Η τιμολόγηση του ομολόγου έκλεισε με τη χαμηλότερη διαφορά απόδοσης (country premium) που έχει επιτευχθεί σε ελληνική έκδοση. (3) Ήταν το μεγαλύτερο ποσό έκδοσης 10ετούς ομολόγου από το 2010. Τέλος, το Μάιο ο ΟΔΔΗΧ άντλησε 3 δισεκ. ευρώ από έκδοση 30ετούς ομολόγου με απόδοση 4,241% και υψηλό δείκτη κάλυψης, που αντανακλά την ισχυρή ζήτηση κυρίως εκ μέρους διεθνών επενδυτών. Κριτήριο για την εν λόγω έκδοση ήταν κυρίως η αποτύπωση της κατάλληλης ("δίκαιης") τιμολόγησης για τη συγκεκριμένη διάρκεια στο μακροχρόνιο τμήμα της καμπύλης αποδόσεων.[5] Συνολικά οι νέες εκδόσεις είχαν χαμηλότερο μεσοσταθμικό κόστος και μεγαλύτερη μεσοσταθμική διάρκεια έναντι του 2023.

Κατά τη διάρκεια του 2024, οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης Standard & Poor's, Morningstar DBRS και Moody's άλλαξαν τις προοπτικές αναβάθμισης του ελληνικού αξιόχρεου από σταθερές σε θετικές, ενώ ο οίκος αξιολόγησης Scope Ratings το Δεκέμβριο αναβάθμισε το αξιόχρεο του Ελληνικού Δημοσίου σε BBB (από BBB-), μία βαθμίδα πάνω από το όριο της επενδυτικής κατηγορίας, διατηρώντας σταθερές τις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας. Η αναβάθμιση αντικατοπτρίζει την προσδοκία για συνεχή μείωση του λόγου χρέους/ΑΕΠ τα επόμενα χρόνια, καθώς και τις πρόσφατες υπεραποδόσεις του πρωτογενούς δημοσιονομικού αποτελέσματος. Τον ίδιο μήνα πραγματοποιήθηκε η πρόωρη αποπληρωμή δόσεων της περιόδου 2026-2028 των διμερών δανείων του πρώτου προγράμματος προσαρμογής (Greek Loan Facility − GLF) ύψους 7,9 δισεκ. ευρώ μέσω μείωσης του ταμειακού αποθέματος ασφαλείας ("μαξιλαριού")[6]

5 Οι λεπτομέρειες των εκδόσεων δημοσιεύονται στο δικτυακό τόπο του ΟΔΔΗΧ (www.pdma.gr).

6 Αφορά ποσό δανείου του τρίτου προγράμματος προσαρμογής, ύψους 15.697 εκατ. ευρώ, που προορίζεται αυστηρά για την αποπληρωμή χρέους.

Πίνακας V.3 Πηγές κάλυψης καθαρού ταμειακού ελλείμματος κρατικού προϋπολογισμού

(μεταβολές σε εκατ. ευρώ)

	2021	2022	2023	2024
Έντοκα γραμμάτια Ελληνικού Δημοσίου	-1	0	188	-3.572
Ομολογιακοί τίτλοι Ελληνικού Δημοσίου	14.800	3.850	5.457	6.333
Ταμειακά διαθέσιμα Ελληνικού Δημοσίου[1] (- = αύξηση / + = μείωση)	696	-848	-3.490	1.710
Βραχυπρόθεσμα δάνεια (repos)	1.601	12.968	4.615	2.405
Εξωτερικός δανεισμός[2]	-1.215	-3.305	-4.083	-7.907
Σύνολο	**15.880**	**12.664**	**2.685**	**-1.031**

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και ΟΔΔΗΧ (Δελτία Δημόσιου Χρέους).
1 Περιλαμβάνονται οι μεταβολές των λογαριασμών της κεντρικής κυβέρνησης στην Τράπεζα της Ελλάδος και στα πιστωτικά ιδρύματα και η μεταβολή του λογαριασμού διαχείρισης χρέους, ενώ δεν περιλαμβάνεται η μεταβολή του λογαριασμού του ΟΠΕΚΕΠΕ.
2 Περιλαμβάνονται δάνεια και τίτλοι στο εξωτερικό σε οποιοδήποτε νόμισμα (Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων, πρόγραμμα SURE, Μηχανισμός Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας). Δεν περιλαμβάνεται η διακράτηση τίτλων από κατοίκους του εξωτερικού που έχουν εκδοθεί στο εσωτερικό της χώρας.

κατά 5 δισεκ. ευρώ. Με την κίνηση αυτή, ο ΟΔΔΗΧ στόχευσε στη μείωση του χρέους και του κόστους εξυπηρέτησής του, αλλά και στη μείωση των χρηματοδοτικών αναγκών μεσοπρόθεσμα.

Παράλληλα, η βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση του Ελληνικού Δημοσίου συνέχισε να υλοποιείται μέσω εκδόσεων έντοκων γραμματίων διάρκειας 13, 26 και 52 εβδομάδων, μειώνοντας το απόθεμα των βραχυπρόθεσμων τίτλων το 2024 κατά 3,6 δισεκ. ευρώ έναντι του 2023 σε 8,5 δισεκ. ευρώ και συμβάλλοντας έτσι στη μείωση του όγκου του χρέους. Επιπλέον, συνεχίστηκε ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός μέσω πράξεων διαχείρισης ταμειακής ρευστότητας υπό τη μορφή συμφωνιών επαναγοράς (repos), που συνάπτονται κυρίως με τους φορείς της γενικής κυβέρνησης για την αξιοποίηση των διαθεσίμων τους (βλ. Πίνακα V.3).

Τα ταμειακά διαθέσιμα της γενικής κυβέρνησης διατηρήθηκαν σε υψηλό επίπεδο και διαμορφώθηκαν στο τέλος του 2024 σε 36,3 δισεκ. ευρώ (από 33,6 δισεκ. ευρώ στο τέλος του 2023),[7] ενισχυμένα μεταξύ άλλων από έσοδα αποκρατικοποιήσεων ύψους 4 δισεκ. ευρώ, εκ των οποίων τα 760 εκατ. ευρώ προέρχονται από την πώληση μετοχών του Διεθνούς Αερολιμένα Αθηνών και 3,2 δισεκ. ευρώ από την παραχώρηση της Αττικής Οδού.

Το α΄ τρίμηνο του 2025 το Ελληνικό Δημόσιο κάλυψε περίπου το 91% του συνόλου των δανειακών αναγκών για το 2025, αντλώντας συνολικά 7,25 δισεκ. ευρώ από τις διεθνείς αγορές. Ειδικότερα, τον Ιανουάριο του 2025 το Ελληνικό Δημόσιο άντλησε 4 δισεκ. ευρώ μέσω έκδοσης 10ετούς ομολόγου (με απόδοση 3,64%) και το Φεβρουάριο άντλησε επιπλέον 250 εκατ. ευρώ από την επανέκδοσή του. Το Μάρτιο ο ΟΔΔΗΧ προχώρησε σε επανέκδοση του 15ετούς ομολόγου (με απόδοση 4,057%) που είχε εκδοθεί το 2023 και του 30ετούς ομολόγου (με απόδοση 4,408%) που είχε εκδοθεί το 2024, αντλώντας 2 δισεκ. ευρώ και 1 δισεκ. ευρώ αντίστοιχα. Οι επανεκδόσεις αυτές πραγματοποιήθηκαν με χαμηλότερες αποδόσεις (σε σχέση με τις αντίστοιχες αρχικές εκδόσεις) και υψηλούς δείκτες κάλυψης, επιβεβαιώνοντας την ισχυρή ζήτηση για τα ελληνικά ομόλογα και την εμπιστοσύνη στις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας και ενισχύοντας περαιτέρω τη ρευστότητα στην αγορά. Αξίζει να σημειωθεί ότι οι επανεκδόσεις του Μαρτίου διενεργήθηκαν με παράλληλη ανταλλαγή δύο ομολόγων που λήγουν το επόμενο έτος (διαδικασία switch and tender). Από τα συνολικά 3 δισεκ. ευρώ που αντλήθηκαν, το 1,5 δισεκ. ευρώ προήλθε από την ανταλλαγή, ενώ το υπόλοιπο 1,5 δισεκ. ευρώ προστέθηκε στα ταμειακά διαθέσιμα ("νέο χρήμα"). Η διαδικασία αυτή αποσκοπεί στη μείωση του χρέους, καθώς μειώνει τις χρηματοδοτικές ανάγκες της χώρας για την επόμενη χρονιά. Τέλος, το Μάρτιο του 2025 ο οίκος Morningstar DBRS προέβη σε ανάλογη αναβάθμιση της ελληνικής οικονομίας, μεταβάλ-

7 Βλ. ΟΔΔΗΧ, Δελτίο Δημόσιου Χρέους Νο. 116, Δεκέμβριος 2024.

λοντας τις προοπτικές σε σταθερές, ενώ ο οίκος Moody's έδωσε την επενδυτική βαθμίδα στην ελληνική οικονομία μετά από 14 χρόνια. Επομένως, όλοι οι αναγνωρισμένοι από την ΕΚΤ οίκοι αξιολόγησης κατατάσσουν πλέον την ελληνική οικονομία στην επενδυτική κατηγορία, σηματοδοτώντας την επιστροφή της χώρας στην ευρωπαϊκή κανονικότητα. Οι θετικές αυτές εξελίξεις αντανακλούν την προσδοκία των οίκων αξιολόγησης για περαιτέρω αποκλιμάκωση του λόγου χρέους/ΑΕΠ τα επόμενα χρόνια, καθώς και τη συστηματική υπεραπόδοση του πρωτογενούς δημοσιονομικού αποτελέσματος την τελευταία περίοδο.

Όσον αφορά την απορρόφηση των πόρων του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF), μέχρι στιγμής η Ελλάδα σημειώνει ικανοποιητική πρόοδο στην εκπλήρωση των οροσήμων και στόχων και στην είσπραξη των σχετικών δόσεων. Ειδικότερα, η Ελλάδα εισέπραξε τον Ιούλιο την τέταρτη δόση του σκέλους των δανείων, ύψους 2,3 δισεκ. ευρώ, και το Σεπτέμβριο την τέταρτη δόση του σκέλους των επιχορηγήσεων, ύψους 1 δισεκ. ευρώ. Συνολικά έχει λάβει 18,2 δισεκ. ευρώ (51% των διαθέσιμων πόρων), εκ των οποίων 9,6 δισεκ. ευρώ σε δάνεια (54% του συνόλου) και 8,6 δισεκ. ευρώ σε επιχορηγήσεις (47% του συνόλου), έχοντας ολοκληρώσει το 28% των συμφωνημένων στόχων/οροσήμων.[8] Το Δεκέμβριο του 2024 η Ελλάδα κατέθεσε το 5ο αίτημα πληρωμής από τον RRF, ύψους 3,1 δισεκ. ευρώ (εκ των οποίων 1,3 δισεκ. ευρώ για επιχορηγήσεις και 1,8 δισεκ. ευρώ για δάνεια), το οποίο έλαβε το Μάρτιο του 2025 θετική προκαταρκτική αξιολόγηση από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή. Μετά την είσπραξη της πέμπτης δόσης, η Ελλάδα θα έχει εισπράξει συνολικά 21,3 δισεκ. ευρώ ή 59% των συνολικών πόρων, έχοντας ικανοποιήσει το 35% των σχετικών προαπαιτούμενων.

Σχετικά με το δανειακό σκέλος του RRF, ικανοποιητική πρόοδος έχει συντελεστεί ως προς την υπογραφή συμβάσεων δανείων. Αξίζει να σημειωθεί ότι ο προϋπολογισμός των συμβασιοποιημένων δανείων παρακολουθείται ως προαπαιτούμενος στόχος κατά την υποβολή αιτημάτων είσπραξης του δανειακού σκέλους του Μηχανισμού. Συγκεκριμένα, έως το τέλος του Φεβρουαρίου 2025 είχαν υποβληθεί 988 αιτήσεις για χρηματοδότηση μέσω δανείων του Μηχανισμού, προϋπολογισμού 16 δισεκ. ευρώ, από τις οποίες 420 έχουν προχωρήσει σε υπογραφή σύμβασης έργων ύψους 7 δισεκ. ευρώ. Στο ίδιο διάστημα οι εκταμιεύσεις προς τις επιχειρήσεις ανήλθαν σε 3,5 δισεκ. ευρώ (36% των συνολικών εισπράξεων). Επισημαίνεται ότι, όπως προβλέπει η επιχειρησιακή συμφωνία της Ελλάδος με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή όσον αφορά τον RRF, το σύνολο των δανείων πρέπει να έχει συμβασιοποιηθεί έως το τέλος του 2026. Όσον αφορά τις εκταμιεύσεις προς τις επιχειρήσεις, αυτές αναμένεται να πραγματοποιούνται έως το 2029, καθώς τα δάνεια εκταμιεύονται τμηματικά, με βάση την πορεία υλοποίησης των έργων, σε βάθος χρόνου τριών ετών που θεωρείται η μέση κατασκευαστική περίοδος (βλ. Διάγραμμα V.2).

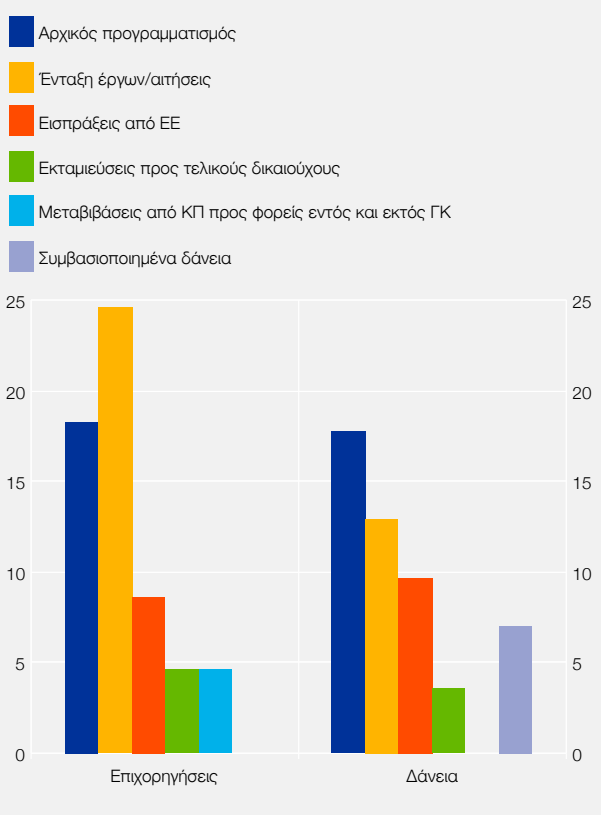
Ως προς το σκέλος των επιχορηγήσεων του RRF, οι εκταμιεύσεις προς τους τελικούς δικαιούχους παρουσίαζαν καθυστερήσεις μέχρι και το εννεάμηνο του 2024, ενώ εκτιμάται ότι επιταχύνθηκαν σημαντικά το τελευταίο τρίμηνο του έτους. Ειδικότερα, μέχρι το τέλος του Σεπτεμβρίου είχε καταβληθεί συνολικά στους τελικούς δικαιούχους ποσό ύψους 4,6 δισεκ. ευρώ (54% των συνολικών εισπράξεων). Το ποσό αυτό εκτιμάται να είναι σημαντικά αυξημένο στο τέλος του 2024 (77% των συνολικών εισπράξεων), καθώς μέχρι το Δεκέμβριο επιπλέον 4,0 δισεκ. ευρώ είχαν μεταβιβαστεί από τον κρατικό προϋπολογισμό προς τους φορείς εντός και εκτός της γενικής κυβέρνησης. Σύμφωνα με την αξιολόγηση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής,[9] καθυστερήσεις στις τελικές πληρωμές των πόρων για επιχορηγήσεις παρατηρούνται σε όλες τις χώρες. Οι λόγοι για την καθυστέρηση της εκτέλεσης των δημόσιων δαπανών που σχετίζονται με τον RRF είναι δύσκολο να εξακριβωθούν και ποικίλλουν μεταξύ των διαφόρων χωρών. Σύμφωνα με αναλύσεις των εμπειρογνωμόνων του Ευρωσυστήματος, ως πιθανές αιτίες εντοπίζονται μεταξύ

8 Συνολικά, μέχρι το Μάρτιο του 2025 είχαν εκταμιευθεί 307,4 δισεκ. ευρώ (47% των συνολικών διαθέσιμων πόρων) από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή στις χώρες της ΕΕ, εκ των οποίων περίπου τα 2/3 αφορούσαν επιχορηγήσεις (56% του συνόλου) και το υπόλοιπο δάνεια (37% του συνόλου), μετά την υλοποίηση του 28% των συμφωνημένων στόχων/οροσήμων.

9 Βλ. European Commission, *Mid-term evaluation for the Recovery and Resilience Facility*, February 2024.

Διάγραμμα V.2 Μηχανισμός Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας

(δισεκ. ευρώ)



Πηγές: Υπουργείο Οικονομικών και Τράπεζα της Ελλάδος.
Σημείωση: Τα στοιχεία εκτέλεσης αφορούν την περίοδο 2021-Φεβρουάριος 2025.

άλλων περιορισμοί των φορέων σε περιφερειακό και τοπικό επίπεδο ως προς τη διοικητική διεκπεραίωση και την υλοποίηση των σχεδίων, καθυστερήσεις στην κοστολόγηση των έργων, λαμβάνοντας υπόψη την επίπτωση της ενεργειακής κρίσης και της απότομης αύξησης του πληθωρισμού από το 2022 και μετά, καθώς και προβλήματα στην πλευρά της προσφοράς, αναφορικά τόσο με την προμήθεια υλικών (λόγω και της γεωπολιτικής αβεβαιότητας) όσο και με την προσφορά εργασίας.[10]

Για την επίσπευση των διαδικασιών και τη διασφάλιση της πλήρους απορρόφησης των διαθέσιμων πόρων, τον Οκτώβριο η Ελλάδα κατέθεσε αναθεωρημένο Σχέδιο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, το οποίο εγκρίθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή το Δεκέμβριο και περιλαμβάνει αναμόρφωση ορισμένων οροσήμων/στόχων και αντικατάσταση έργων με κριτήριο την ωρίμανση.

Δεδομένης της περιορισμένης διάρκειας ζωής του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης NGEU, χρειάζεται εντατικότερη προσπάθεια για την υλοποίηση των επενδυτικών σχεδίων ώστε να καταστεί δυνατή η πλήρης επίτευξη των θετικών επιδράσεων του μέσου αυτού στο ρυθμό ανάπτυξης και στην παραγωγικότητα της οικονομίας τα επόμενα χρόνια.

3 ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΚΑΙ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΙΣ

Η δημοσιονομική πολιτική της Ελλάδος για το 2024 επικεντρώθηκε σε τρεις κύριους άξονες: (α) τις παρεμβάσεις κοινωνικής πολιτικής με στόχο την αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος των πολιτών, (β) την εφαρμογή μέτρων για την καταπολέμηση της φοροδιαφυγής, σε συνδυασμό με την ενίσχυση της ηλεκτρονικής διακυβέρνησης και των ψηφιακών πληρωμών, και (γ) την αύξηση των δημόσιων επενδύσεων.

Αναλυτικότερα, το 2024 επιβλήθηκε εκ νέου φορολόγηση στα πλεονάζοντα κέρδη των διυλιστηρίων και για το 2023, γεγονός που συνέβαλε περαιτέρω στην αύξηση των φορολογικών εσόδων του 2024 και επέτρεψε τη λήψη πρόσθετων κοινωνικών μέτρων στήριξης. Ως εκ τούτου, το Σεπτέμβριο ανακοινώθηκε η παροχή έκτακτης οικονομικής ενίσχυσης το Δεκέμβριο, ύψους 200 ευρώ, σε χαμηλοσυνταξιούχους και σε ευάλωτες κοινωνικές ομάδες, ενώ τον ίδιο μήνα ψηφίστηκε Συμπληρωματικός Κρατικός Προϋπολογισμός δημόσιων επενδύσεων ύψους 900 εκατ. ευρώ.

Στις νομοθετικές πρωτοβουλίες του φθινοπώρου συγκαταλέγονται επίσης η κατάργηση του τέλους χαρτοσήμου και η αντικατάστασή του από το ψηφιακό τέλος συναλλαγής, η μονιμοποίηση της απαλλαγής του αγροτικού πετρελαίου από τον Ειδικό Φόρο Κατανάλωσης (ΕΦΚ) και η κύρωση του νέου Κώδικα ΦΠΑ με στόχο την επικαιροποίηση και την απλούστευσή του.

10 Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική 2023-2024*, Ιούνιος 2024, Πλαίσιο V.1.

Με την ψήφιση του φορολογικού πολυνομοσχεδίου στα τέλη του έτους, θεσμοθετήθηκαν ρυθμίσεις που αφορούν: (α) μειώσεις φόρων για το 2025, όπως προβλέφθηκαν στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2025, (β) μέτρα ενίσχυσης των εισοδημάτων των χαμηλοσυνταξιούχων, των ευάλωτων κοινωνικών ομάδων και των ενστόλων από το 2025, (γ) μεταρρυθμίσεις που εκσυγχρονίζουν τη φορολογική νομοθεσία, (δ) παροχή κινήτρων για συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων, για καινοτομία και για επιστημονική και τεχνολογική έρευνα, (ε) τον εκσυγχρονισμό του διοικητικού μοντέλου που διέπει την ΑΑΔΕ, (στ) τη φορολογική και ασφαλιστική αντιμετώπιση των φιλοδωρημάτων, (ζ) την ενίσχυση της ανθεκτικότητας της ελληνικής οικονομίας απέναντι στις επιπτώσεις της κλιματικής αλλαγής και (η) την κατάθεση δεύτερου Συμπληρωματικού Προϋπολογισμού 2024 ύψους 400 εκατ. ευρώ για τη χρηματοδότηση υποδομών και έργων που βρίσκονται σε εξέλιξη.

Το ίδιο διάστημα νομοθετήθηκαν ρυθμίσεις για τη φαρμακευτική δαπάνη των χαμηλοσυνταξιούχων και για την αναμόρφωση του επιδόματος επικινδυνότητας των στελεχών των ενόπλων δυνάμεων και των σωμάτων ασφαλείας (βλ. το Παράρτημα “Μέτρα δημοσιονομικής πολιτικής” στο παρόν κεφάλαιο).

Τον Απρίλιο το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο ψήφισε την αναθεώρηση του ευρωπαϊκού πλαισίου οικονομικής διακυβέρνησης (Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης). Το νέο πλαίσιο εγκρίθηκε από το Συμβούλιο της ΕΕ τον ίδιο μήνα.[11] Το Μάιο του 2024 δημοσιεύθηκε η έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής *Ageing Report 2024* (AR 2024), που περιλαμβάνει προβολές για τη συνταξιοδοτική δαπάνη στις χώρες της ΕΕ κατά την περίοδο 2022-70, με βάση τις δημογραφικές προβολές της Eurostat του 2023 (EUROPOP2023). Στο βασικό σενάριο, για την Ελλάδα εκτιμάται μείωση στη συνταξιοδοτική δαπάνη ως ποσοστό του ΑΕΠ κατά 2,5 ποσ. μον. την περίοδο 2022-70 (από 14,5% του ΑΕΠ το 2022 σε 12,0% του ΑΕΠ το 2070) – η μεγαλύτερη μείωση μεταξύ των κρατών-μελών της ΕΕ (και έναντι αύξησης κατά 0,4 ποσ. μον. κατά μέσο όρο στην ΕΕ). Η προβλεπόμενη μείωση ωστόσο είναι μικρότερη κατά 1 ποσ. μον. έναντι της πρόβλεψης της AR 2021, λόγω κυρίως υψηλότερου του αναμενόμενου ΑΕΠ το 2022 (αποτέλεσμα βάσης), και υποθέτει την αύξηση των ορίων ηλικίας συνταξιοδότησης κατά ένα έτος τα έτη 2027, 2036, 2045 και 2066, ως απόρροια της προβλεπόμενης αύξησης του προσδόκιμου ζωής των ατόμων ηλικίας 65 ετών. Η ανάλυση υποδηλώνει ότι οι μεταρρυθμίσεις που εφαρμόστηκαν τα τελευταία έτη διασφαλίζουν τη βιωσιμότητα του συνταξιοδοτικού συστήματος παρά τις δυσμενείς δημογραφικές εξελίξεις.

Το Σεπτέμβριο δημοσιεύθηκε το Μεσοπρόθεσμο Δημοσιονομικό-Διαρθρωτικό Σχέδιο (ΜΔΣ) 2025-2028 βάσει του αναθεωρημένου ευρωπαϊκού πλαισίου οικονομικής διακυβέρνησης και εγκρίθηκε αργότερα από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και το Συμβούλιο.[12] Σύμφωνα με το ΜΔΣ, η σωρευτική δημοσιονομική προσαρμογή (σε όρους διαρθρωτικού πρωτογενούς αποτελέσματος) που απαιτείται κατά την τετραετία 2025-2028 για την ικανοποίηση όλων των κριτηρίων βιωσιμότητας εκτιμάται μόνο σε 0,4 ποσ. μον. του ΑΕΠ (ή 0,1 ποσ. μον. του ΑΕΠ ετησίως). Για την επίτευξη αυτής της μικρής προσαρμογής, απαιτείται ο ρυθμός αύξησης των εθνικά χρηματοδοτούμενων καθαρών πρωτογενών δαπανών να μην υπερβαίνει το 3,4% κατά μέσο όρο ετησίως (αύξηση 2025: 3,7%, 2026: 3,6%, 2027: 3,1% και 2028: 3,0%) (βλ. Ειδικό θέμα στο παρόν κεφάλαιο).

Το 2024 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσίευσε την τέταρτη (Ιούνιος) και την πέμπτη (Νοέμβριος) Έκθεση Μεταπρογραμματικής Εποπτείας, σύμφωνα με τις οποίες επιβεβαιώνεται η διατήρηση της ικανότητας της Ελλάδος να εξυπηρετεί το χρέος της. Επιπλέον, αναδεικνύεται η ανθεκτικό-

11 Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2023*, Ειδικό θέμα Κεφαλαίου V “Νέοι δημοσιονομικοί κανόνες στο πλαίσιο της αναθεώρησης της οικονομικής διακυβέρνησης της ΕΕ”, σελ. 195.

12 Ευρωπαϊκή Επιτροπή, “Σύσταση για Σύσταση του Συμβουλίου για την έγκριση του εθνικού μεσοπρόθεσμου δημοσιονομικού-διαρθρωτικού σχεδίου της Ελλάδας”, 26.11.2024. Συμβούλιο της ΕΕ, “Σύσταση του Συμβουλίου της 21ης Ιανουαρίου 2025 για την έγκριση του εθνικού μεσοπρόθεσμου δημοσιονομικού-διαρθρωτικού σχεδίου της Ελλάδας”, 10.2.2025.

τητα της ελληνικής οικονομίας παρά τη γεωπολιτική αβεβαιότητα σε διεθνές επίπεδο. Αναφορικά με τη δημοσιονομική πολιτική, αναγνωρίζεται η προσπάθεια ψηφιοποίησης των πληρωμών και των φορολογικών διαδικασιών για τη βελτίωση της φορολογικής συμμόρφωσης και την καταπολέμηση της φοροδιαφυγής, ενώ πρόκληση εξακολουθεί να αποτελεί η εκκαθάριση των ληξιπρόθεσμων οφειλών του Δημοσίου. Η Επιτροπή προέβη επίσης σε επικαιροποίηση της ανάλυσης βιωσιμότητας του χρέους, η οποία λαμβάνει υπόψη τη μεθοδολογική αλλαγή της Eurostat σχετικά με την καταγραφή των αναβαλλόμενων τόκων, επιβεβαιώνοντας ότι αυτή δεν επηρεάζει τη βιωσιμότητα του χρέους.

4 ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Σε ένα περιβάλλον αβεβαιότητας, που πηγάζει από τις γεωπολιτικές εντάσεις και τις γεωοικονομικές προκλήσεις, τον μειούμενο μεν, αλλά σχετικά επίμονο δομικό πληθωρισμό και τις συνεχώς μεταβαλλόμενες διεθνείς οικονομικές σχέσεις, η αξιοπιστία της δημοσιονομικής πολιτικής ως προς το μεσοπρόθεσμο σχεδιασμό παραμένει καθοριστικός παράγοντας. Με γνώμονα τη σταθερότητα των τιμών, τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα και τη δημοσιονομική βιωσιμότητα, η νομισματική και η δημοσιονομική πολιτική πρέπει να παραμείνουν στενά συντονισμένες μεταξύ τους, αλλά και ευέλικτες, συμβάλλοντας στη σταθεροποίηση των οικονομιών της ευρωζώνης τη στιγμή που μέτρα προστατευτισμού υιοθετούνται διεθνώς.

Το 2024 αποτέλεσε το έτος μετάβασης προς την εφαρμογή του νέου πλαισίου οικονομικής διακυβέρνησης της ΕΕ. Στον πυρήνα των νέων δημοσιονομικών κανόνων είναι η μείωση του δημόσιου χρέους και ο μετριασμός των κινδύνων βιωσιμότητάς του μεσομακροπρόθεσμα, μέσω του ελέγχου του ρυθμού αύξησης των δημόσιων δαπανών. Το νέο πλαίσιο ορίζει ρητώς ότι η τυχόν ύπαρξη δημοσιονομικού χώρου θα αξιοποιείται είτε για τη δημιουργία αποθεματικού είτε για τη μείωση του δημόσιου χρέους, ενώ οποιοδήποτε έκτακτο δημοσιονομικό μέτρο στην πλευρά των δαπανών θα πρέπει να χρηματοδοτείται από μέτρα ισόποσης αύξησης των εσόδων.

Σε ένα τέτοιο δεσμευτικό πλαίσιο, η δημοσιονομική πολιτική σε εθνικό επίπεδο οφείλει διαχρονικά να δίνει προτεραιότητα σε διαρθρωτικές δημοσιονομικές μεταρρυθμίσεις, όπως είναι η καταπολέμηση της φοροδιαφυγής και η διεύρυνση της φορολογικής βάσης, που συμβάλλουν στη δικαιότερη και αναλογικότερη κατανομή των φορολογικών βαρών και στην αποτελεσματικότερη χρήση των δημόσιων πόρων. Η διαρκής αναβάθμιση των ηλεκτρονικών εργαλείων της ΑΑΔΕ, αλλά και τα ειδικότερα μέτρα προς αυτή την κατεύθυνση που υιοθετήθηκαν το τελευταίο διάστημα έχουν ήδη αποδώσει καρπούς και αναμένεται να συμβάλουν περαιτέρω θετικά στους παραπάνω στόχους.

Για το 2025, κρίνεται επιτακτικά αναγκαία η ολοκλήρωση των παρεμβάσεων του 2024 που οδήγησαν στον περιορισμό της φοροδιαφυγής, αλλά και η περαιτέρω αυτοματοποίηση της διαδικασίας είσπραξης των φόρων όπως σχεδιάζεται από την κυβέρνηση. Οι παρεμβάσεις αυτές περιλαμβάνουν την καθολική δήλωση των εσόδων-εξόδων μιας επιχείρησης στην πλατφόρμα myData, την καθολική λειτουργία του ψηφιακού πελατολογίου, την έναρξη της υποχρεωτικής εφαρμογής του ψηφιακού δελτίου αποστολής διακινούμενων προϊόντων, νέα συστήματα ελέγχου για την αυτόματη παρακολούθηση της εξέλιξης των ληξιπρόθεσμων οφειλών του κάθε υποχρέου, την αποτελεσματικότερη αξιοποίηση της τεχνητής νοημοσύνης με στόχο την περαιτέρω μείωση της γραφειοκρατίας, την καθολική επέκταση του ηλεκτρονικού τιμολογίου, τη χρήση λογισμικού για τον περιορισμό του λαθρεμπορίου στα ναυτιλιακά καύσιμα κ.ά.

Οι προαναφερθείσες παρεμβάσεις μπορεί να έχουν πολλαπλασιαστικά αποτελέσματα αν συμπληρωθούν με φορολογικά κίνητρα για τους καταναλωτές ώστε να αποτρέπεται η απόκρυψη συναλλαγών σε τομείς με υψηλή φοροδιαφυγή, καθώς και με επανεξέταση των υφιστάμενων φοροαπαλλαγών με γνώμονα την οικονομική και αναπτυξιακή δυναμική τους, αλλά και την απο-

τελεσματικότερη στόχευση της κοινωνικής πολιτικής. Μια τέτοια προσέγγιση μπορεί να ενισχύσει όχι μόνο τα φορολογικά έσοδα, αλλά και τη φορολογική δικαιοσύνη και μακροπρόθεσμα να συμβάλει αποφασιστικά στη δημοσιονομική σταθερότητα και στην οικονομική ανάπτυξη της χώρας.

Από την πλευρά των δαπανών, η περαιτέρω εφαρμογή τακτικής αξιολόγησης των δημόσιων δαπανών, τα ευρήματα της οποίας θα δημοσιεύονται, θα μπορούσε να αναδείξει εκείνες τις κατηγορίες δαπανών με μικρό βαθμό κοινωνικής και οικονομικής ανταποδοτικότητας και να διευκολύνει τον κατάλληλο ανασχεδιασμό τους προς την κατεύθυνση της μεγαλύτερης αποτελεσματικότητάς τους.

Ένα επιπρόσθετο παράδειγμα δημοσιονομικής μεταρρύθμισης αποτελεί η ανάθεση της διαχείρισης του ΕΝΦΙΑ, ή ενός μέρους αυτού, στους οργανισμούς τοπικής αυτοδιοίκησης (ΟΤΑ) (βλ. Πλαίσιο V.1). Τα κύρια επιχειρήματα για μια τέτοια μεταρρύθμιση συνδέονται με τις οικονομίες κλίμακας που θα προέκυπταν, δεδομένου ότι ο ΕΝΦΙΑ αφενός συνδέεται με τη χρηματοδότηση μεγάλου μέρους δαπανών από την κεντρική κυβέρνηση προς τους δήμους (μεταβιβάσεις) και αφετέρου αφορά τη φορολόγηση ακίνητης περιουσίας που βρίσκεται στα γεωγραφικά όρια κάθε δήμου της χώρας. Πρόκειται για ένα δύσκολο εγχείρημα που θα απαιτούσε προσεκτικό σχεδιασμό κατά το στάδιο της μετάβασης, ώστε να αποφευχθούν αναποτελεσματικά σχήματα που θα περιόριζαν την ανταποδοτικότητα του εν λόγω φόρου.

Τέλος, προκειμένου να ενισχυθεί η ανθεκτικότητα της οικονομίας σε ένα ευμετάβλητο περιβάλλον είναι απαραίτητη η αποτελεσματική αξιοποίηση των πόρων του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας. Η έγκαιρη απορρόφηση των διαθέσιμων ευρωπαϊκών πόρων είναι καθοριστικός παράγοντας για την κινητοποίηση ιδιωτικών επενδύσεων, ειδικότερα σε στρατηγικούς τομείς όπως η καθαρή ενέργεια, η προστασία του περιβάλλοντος, οι ψηφιακές τεχνολογίες και η τεχνητή νοημοσύνη.

Πλαίσιο V.1

ΑΠΟΚΕΝΤΡΩΜΕΝΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΤΟΥ ΦΟΡΟΥ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ: ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ

Ο εξορθολογισμός και ο έλεγχος των δημόσιων δαπανών αποτελούν κομβικής σημασίας συνιστώσες στο σχεδιασμό και στην εκτέλεση του Κρατικού Προϋπολογισμού (ΚΠ) αντίστοιχα. Συνδέονται με την αποτελεσματική αξιοποίηση των δημόσιων πόρων, στην οποία συμβάλλουν επίσης οι απλοποιημένοι και διαφανείς μηχανισμοί διαχείρισης. Η αποκέντρωση αρμοδιοτήτων,[1] όπου αυτό καθίσταται εφικτό, θα μπορούσε να δημιουργήσει σημαντικές οικονομίες κλίμακας όσον αφορά τη διαχείριση του σκέλους των δαπανών, αλλά και του σκέλους των εσόδων του ΚΠ. Αυτό μπορεί να είναι απόρροια της καλύτερης γνώσης που έχουν οι τοπικοί φορείς τόσο για τη φορολογική βάση (μπορούν, κατά συνέπεια, να μειώσουν τη γραφειοκρατία που σχετίζεται με την επιβολή και τον έλεγχο των φόρων, μειώνοντας και το συναφές κόστος) όσο και για τις τοπικές ανάγκες στην κάλυψη των οποίων θα διοχετευθούν τα έσοδα.

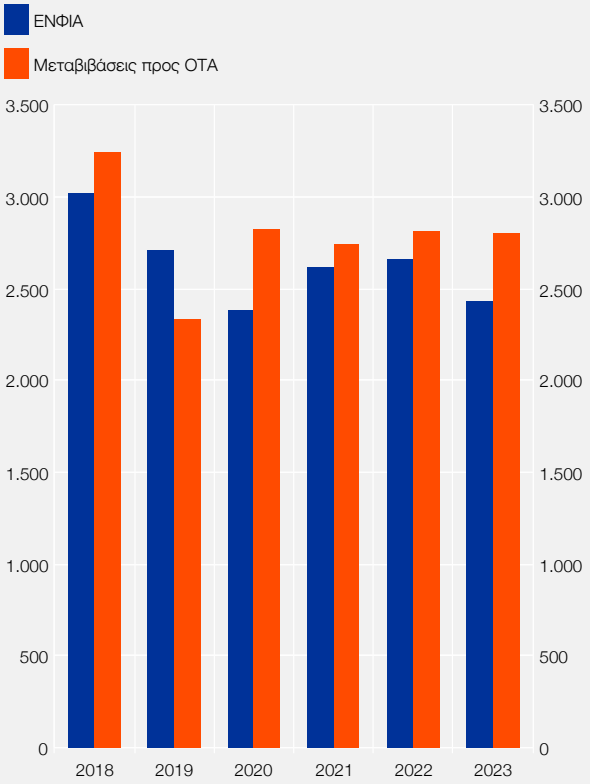
Ένα βήμα προς αυτή την κατεύθυνση θα μπορούσε να είναι ειδικότερα η είσπραξη και διαχείριση των εσόδων από τον ΕΝΦΙΑ,[2] ή μέρους αυτών, από τους Οργανισμούς Τοπικής Αυτοδιοίκησης[3] (ΟΤΑ). Αφενός, ο εν λόγω

1 Επισημαίνεται ότι η μείωση του αριθμού των δήμων σε 332 το 2019 από 910 τη δεκαετία του 2000 διευκολύνει το όποιο εγχείρημα της αποκέντρωσης.

2 Ο Ενιαίος Φόρος Ιδιοκτησίας Ακινήτων (ΕΝΦΙΑ) στην Ελλάδα επιβάλλεται σε όλα τα ακίνητα και είναι συνάρτηση πολλών παραγόντων, όπως της επιφάνειας των κτισμάτων, του συντελεστή παλαιότητας, του ορόφου, της τιμής ζώνης κ.λπ. Θεσπίστηκε το 2013 και αντικατέστησε το Έκτακτο Ειδικό Τέλος Ακινήτων (ΕΕΤΑ).

3 Στο πλαίσιο αυτής της λογικής εντάσσεται, άλλωστε, και η είσπραξη από τους ΟΤΑ φόρων που σχετίζονται με την κατοχή ακίνητης περιουσίας (π.χ. ΤΑΠ), οι οποίοι εισπράττονται μέσω λογαριασμών κοινής ωφελείας.

Έσοδα ΕΝΦΙΑ και μεταβιβάσεις προς ΟΤΑ (2018 - 2023)



Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών, Γενικό Λογιστήριο του Κράτους, Εκτέλεση Κρατικού Προϋπολογισμού, Μηνιαία Δελτία.

φόρος αφορά ακίνητη περιουσία που βρίσκεται στα γεωγραφικά όρια κάθε δήμου της χώρας και, αφετέρου, τα έσοδα από τον ΕΝΦΙΑ θα μπορούσαν να αντικαταστήσουν ένα μεγάλο μέρος των μεταβιβαστικών πληρωμών[4] από τον ΚΠ προς τους ΟΤΑ (βλ. το διάγραμμα), απελευθερώνοντας με αυτό τον τρόπο πόρους του ΚΠ προς άλλες χρήσεις που συνδέονται με την παροχή δημόσιων αγαθών και υπηρεσιών, όπως υγεία, παιδεία κ.λπ.

Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα της διαχείρισης του ΕΝΦΙΑ από την τοπική αυτοδιοίκηση

Ξεκινώντας από τα πλεονεκτήματα, θα πρέπει να τονιστεί ότι πρόκειται για ένα φόρο με περιορισμένα περιθώρια φοροδιαφυγής, διότι η φορολογική βάση, δηλαδή το ακίνητο, δεν μπορεί εύκολα να αλλοιωθεί στις φορολογικές δηλώσεις.[5] Ο φόρος περιουσίας είναι επίσης ένας ουδέτερος φόρος, υπό την έννοια ότι μεταβολές των φορολογικών συντελεστών δεν συνδέονται με στρεβλώσεις της φορολογικής βάσης.[6] Έτσι λοιπόν, η τοπική αυτοδιοίκηση, αναλαμβάνοντας την είσπραξη του ΕΝΦΙΑ, δεν θα έχει να επωμιστεί το υψηλό κόστος ενός ελεγκτικού φορολογικού μηχανισμού, καθώς θα έχει το πλεονέκτημα που προκύπτει από την καλύτερη γνώση της ακίνητης περιουσίας και της χρήσης της εντός των ορίων της γεωγραφικής της περιφέρειας. Η γνώση αυτή θα επιτρέψει στους ΟΤΑ να λειτουργήσουν συμπληρωματικά στην καταπολέμηση της φοροδιαφυγής βοηθώντας στον καλύτερο εντοπισμό εισοδημάτων από ακίνητα (π.χ. αδήλωτα).

Τα έσοδα του φόρου θα συμβάλουν στην ενίσχυση της οικονομικής αυτοδυναμίας των ΟΤΑ και θα τους δίνουν τη δυνατότητα να ανταποκρίνονται πιο στοχευμένα στις τοπικές ανάγκες (π.χ. ανάπτυξη τοπικών υποδομών και υπηρεσιών), διασφαλίζοντας την ανταποδοτικότητα του φόρου. Ταυτόχρονα, ενισχύεται η διαφάνεια ως προς τη χρήση των πόρων και τη λογοδοσία των τοπικών αρχών απέναντι στους πολίτες που πληρώνουν τους φόρους. Κατ' επέκταση, βοηθά στην καλλιέργεια φορολογικής υπευθυνότητας και φορολογικής συνείδησης στους πολίτες. Το εν λόγω φορολογικό εργαλείο θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί από τους ΟΤΑ αναδιανεμητικά, με βάση το κριτήριο της κάθετης και οριζόντιας ισότητας[7] (horizontal and vertical equity) ώστε οι φορολογούμενοι με την ίδια περιουσία και την ίδια φοροδοτική ικανότητα να φορολογούνται το ίδιο.[8] Για παράδειγμα, η φορολόγηση ακινήτων θα μπορούσε να περιλαμβάνει[9] απαλλαγές και εκπτώσεις για συγκεκριμένες κατηγορίες πολιτών (π.χ. ηλικιωμέ-

4 Χωρίς να παραγνωρίζεται ο ρόλος των μεταβιβάσεων στην άμβλυνση των ανισοτήτων (οικονομικών, κοινωνικών και τοπικών) που συνδέονται με την παροχή δημόσιων αγαθών και υπηρεσιών.

5 Βέβαια, θα πρέπει να λάβει κανείς υπόψη τις επιπτώσεις στη φοροδοτική ικανότητα των ιδιοκτητών ακινήτων από πιθανές μεγάλες αυξήσεις στις τιμές των ακινήτων.

6 Αυτός είναι και ο λόγος που ιστορικά κλασικοί οικονομολόγοι όπως ο Adam Smith και ο Ricardo, αλλά και μεταγενέστεροι (βλ. π.χ. Mirrlees et al. (2011), *Tax by Design: The Mirrlees Review*, Institute for Fiscal Studies, και Schwerhoff et al. (2022), "Equity and Efficiency Effects of Land Value Taxation", IMF Working Paper No. 2022/263), συνηγορούν υπέρ του φόρου περιουσίας.

7 Βλ. π.χ. Rosengard, J.K. (2012), "The Tax Everyone Loves to Hate: Principles of Property Tax Reform", Harvard Kennedy School M-RCBG Faculty Working Paper No. 2012-10.

8 Βεβαίως, σε κεντρικό επίπεδο θα πρέπει να αξιολογείται και η οικονομική δυνατότητα κάθε φορολογουμένου (εισοδήματα, άλλα περιουσιακά στοιχεία κ.λπ.), ώστε να αντιμετωπίζονται τα φαινόμενα επιβολής υψηλών φόρων, για παράδειγμα σε συνταξιούχους που έχουν αποκτήσει ακίνητο κατά τον εργασιακό τους βίο ή από εργαζομένους που έχουν κληρονομήσει κάποιο ακίνητο αλλά τα εισοδήματά τους δεν ανταποκρίνονται στην αξία του ακινήτου.

9 Σημειώνεται ότι ένα τέτοιο εγχείρημα στην Ελλάδα προϋποθέτει αναθεώρηση του Συντάγματος ώστε να προβλέπεται η δυνατότητα των δήμων να ασκούν φορολογική εξουσία.

νους, άτομα χαμηλού εισοδήματος κ.ά.) ή/και να επιβάλλει προοδευτικό φορολογικό συντελεστή ανάλογα με την αξία του ακινήτου, όπως γίνεται στη Γαλλία, τη Δανία και την Ιρλανδία.[10]

Επιπρόσθετα, η καλή διαχείριση από την πλευρά των τοπικών αρχών ενδυναμώνει την αξιοπιστία τους, γεγονός που δυνητικά διευρύνει τους ορίζοντες χρηματοδότησής τους και την ικανότητα παρεμβάσεών τους για τη βελτίωση της καθημερινότητας των κατοίκων κάθε περιοχής. Μια τέτοια μεταρρύθμιση θα δημιουργούσε λοιπόν την ανάγκη εξέλιξης των ΟΤΑ σε φορείς με τεχνοκρατικές υποδομές και τεχνογνωσία, ικανούς να συμβάλουν στον εκσυγχρονισμό και στην ανάπτυξη των τοπικών κοινωνιών και κατ' επέκταση της χώρας.

Όσον αφορά την εκτέλεση του ΚΠ, η αποτελεσματική διαχείριση του ΕΝΦΙΑ από τους ΟΤΑ θα μπορούσε να συμβάλει στον εξορθολογισμό και στην εξοικονόμηση δημόσιων δαπανών, καθώς και στην εξοικονόμηση διοικητικού κόστους που προκύπτει από τις ενδοκυβερνητικές μεταβιβάσεις.

Αναφορικά με τα μειονεκτήματα της διαχείρισης του ΕΝΦΙΑ από τους δήμους, σημειώνεται η ορατή έλλειψη τεχνοκρατικής υποδομής για την πλειοψηφία των δήμων και η ανάγκη εκπαίδευσης και εξοικείωσής τους με τα σχετικά εργαλεία. Κάτι τέτοιο δεν είναι ανεξάρτητο από το μέγεθος των δήμων – επιπλέον, αποτελεί πρόκληση αφού η αποτελεσματική διαχείριση του φόρου περιουσίας προϋποθέτει τεχνογνωσία, εμπειρία και εξειδικευμένο προσωπικό, η υλοποίηση των οποίων εξαρτάται και από τη βούληση των ίδιων των δήμων. Μια τέτοια προσπάθεια συνδέεται αναπόφευκτα με αυξημένο διοικητικό κόστος μεσοπρόθεσμα και ενδεχομένως με τον κίνδυνο κακοδιαχείρισης, που όμως θα αντισταθμίζεται από αμεσότερη λογοδοσία προς τις τοπικές κοινωνίες. Θα πρέπει τέλος να επισημανθεί ότι η πλημμελής διαχείριση των φορολογικών εργαλείων θα μπορούσε να οδηγήσει σε ανισότητες μεταξύ δήμων, ενώ ταυτόχρονα θα μπορούσε να συμβάλει και στον φορολογικό ανταγωνισμό (όσον αφορά τον φόρο περιουσίας), παραπέμποντας στην αναγκαιότητα κρατικής παρέμβασης και εποπτείας κατά τη διάρκεια του μεταβατικού σταδίου.

Διεθνής εμπειρία

Η διαχείριση των φόρων περιουσίας αποκλειστικά ή πρωτίστως από τους φορείς τοπικής αυτοδιοίκησης παρατηρείται διεθνώς και αφορά διαφορετικές μορφές φόρων και ελεγκτικών μηχανισμών (τοπικής ή κρατικής εμβέλειας). Στον πίνακα αναφέρονται συνοπτικά πληροφορίες για τις αρμοδιότητες επιβολής και διαχείρισης φόρων περιουσίας σε ευρωπαϊκές χώρες.

Αξίζει να επισημανθεί ότι η Ελλάδα βρίσκεται σε χαμηλή θέση ως προς τη διαχείριση φορολογικών εσόδων σε επίπεδο τοπικής αυτοδιοίκησης μεταξύ των χωρών της Ευρώπης. Χρησιμοποιώντας ως δείκτη αποκέντρωσης τα φορολογικά έσοδα[11] (στα οποία περιλαμβάνονται κατά περίπτωση και φόροι περιουσίας) που εισπράττονται σε τοπικό και περιφερειακό επίπεδο (sub-central tax revenue) ως ποσοστό των συνολικών φορολογικών εσόδων (ένα μέρος των οποίων είναι και οι φόροι περιουσίας), μπορεί εύκολα να διαπιστώσει κανείς ότι στην Ελλάδα το ποσοστό των φορολογικών εσόδων που διαχειρίζονται τοπικές αρχές το 2016 ήταν της τάξεως του 2,94% των συνολικών φορολογικών εσόδων, όταν ο ευρωπαϊκός μέσος όρος ήταν 12,64%. Δεδομένου ότι η διαχείριση του ΕΝΦΙΑ γίνεται από την Κεντρική Διοίκηση και αφορά μεγάλο μέρος των εσόδων φορολόγησης περιουσίας, η ανάθεση της διαχείρισης του ΕΝΦΙΑ στις τοπικές αρχές θα άλλαζε την κατάταξη της Ελλάδος ως προς το δείκτη φορολογικής αποκέντρωσης.

Συμπεράσματα

Στο πλαίσιο της αναγκαιότητας μιας γενικότερης μεταρρυθμιστικής προσπάθειας, ιδιαίτερα όσον αφορά το φορολογικό σύστημα της χώρας και την καλύτερη διαχείριση των δαπανών του ΚΠ, παρουσιάζονται εν συντομία οι πτυχές (θετικές και αρνητικές) αποκεντρωμένων δραστηριοτήτων που συνδέονται με την εκτέλεση του ΚΠ, όπως η διαχείριση (ή πτυχές της διαχείρισης) του φόρου περιουσίας από τους φορείς τοπικής αυτοδιοίκησης. Ταυτόχρονα, αναδεικνύεται η σημασία του εκσυγχρονισμού (διοικητικού και τεχνοκρατικού) των φορέων αυτών ώστε

10 Πρβλ. Τάτσος, Ν. και Μ. Ζώη (2021), "Προτάσεις για την ενίσχυση της οικονομικής αυτοδυναμίας και οικονομικής αποτελεσματικότητας των Δήμων. Η φορολογία των ακινήτων ως πηγή χρηματοδότησης", *διαΝΕΟσις*.

11 Βλ. Τάτσος και Ζώη, όπ.π.

Φόροι ακίνητης περιουσίας σε επιλεγμένες ευρωπαϊκές χώρες

Χώρα	Ονομασία φόρου	Βάση υπολογισμού	Φορέας επιβολής/είσπραξης
Αυστρία	Grundsteuer	Διάφοροι παράγοντες όπως αξία γης, τύπος ακινήτου, τοποθεσία	Τοπικές αρχές (επιβολή και είσπραξη)
Γαλλία	Impôt sur la fortune immobilière (IFI)	Αξία ακίνητης περιουσίας άνω των 800.000 ευρώ. Επιβάλλεται με προοδευτική κλίμακα με συντελεστές 0,5%- 1,5%	Κεντρική φορολογική αρχή (Direction générale des finances publiques - DGFiP)
Γερμανία	Grundsteuer	Αξία γης και κτισμάτων	Τοπικές αρχές (δήμοι – Gemeinden) (υπολογισμός και είσπραξη)
Δανία	Ejendomsvaerdiskat (φόρος ακίνητης περιουσίας) Grundskyld (ετήσιος φόρος γης)	Αξία ακίνητης περιουσίας Αξία γης	Κεντρική διοίκηση (επιβολή και είσπραξη) Τοπικές αρχές (επιβολή και είσπραξη)
Ελβετία	Vermögenssteuer	Καθαρή αξία της ακίνητης περιουσίας Συντελεστές: ανάλογα με το καντόνι	Τοπικές αρχές Επιβάλλεται από τα καντόνια Κάθε καντόνι έχει τη δική του φορολογική αρχή που διαχειρίζεται τον φόρο περιουσίας
Ελλάδα	Ενιαίος Φόρος Ιδιοκτησίας Ακινήτων (ΕΝΦΙΑ)	Αντικειμενική αξία του ακινήτου Έχει δύο σκέλη: 1) Κύριος φόρος χωριστά για κάθε ακίνητο 2) Συμπληρωματικός φόρος (σύνολο ακίνητης περιουσίας πάνω από ένα συγκεκριμένο όριο αξίας)	Κεντρική διοίκηση Ανεξάρτητη Αρχή Δημοσίων Εσόδων (ΑΑΔΕ)
Ηνωμένο Βασίλειο	Council Tax		Τοπικές αρχές (Local Councils)
Ιρλανδία	Local Property Tax (Ετήσιος Τοπικός Φόρος Ακινήτων)		Κεντρική διοίκηση (επιβολή και είσπραξη)
Ισπανία	Impuesto Sobre el Patrimonio	Επιβάλλεται σε άτομα με συνολική περιουσία αξίας άνω των 700.000 ευρώ Συντελεστές: 0,2%-2,5% ανάλογα με την αξία της περιουσίας	Κεντρική διοίκηση (Agencia Tributaria, η εθνική φορολογική υπηρεσία της χώρας)
Ιταλία	Imposta Municipale Unica (IMU)	Φόρος επί της ακίνητης περιουσίας Συντελεστές: ανάλογα με την τοποθεσία και το είδος του ακινήτου (αποφασίζεται από κάθε Δήμο χωριστά) Απαλλαγές για την πρώτη κατοικία	Τοπικές αρχές Επιβάλλεται από τους Δήμους
Κύπρος	Φόρος περιουσίας - καταργήθηκε το 2017	(Υπάρχει φόρος μεταβίβασης ακινήτων, αγοράς πρώτης κατοικίας και φόρος κεφαλαιουχικών κερδών)	
Νορβηγία	Φόρος περιουσίας υπάρχει μόνο σε τοπικό επίπεδο, εάν το επιλέξει ο Δήμος		Τοπικές αρχές (αν επιβληθεί)
Ολλανδία		Υπάρχει φόρος επί της καθαρής αξίας της περιουσίας, αλλά αυτός επιβάλλεται στο πλαίσιο του συνολικού εισοδήματος και όχι ως χωριστός φόρος περιουσίας	Κεντρική διοίκηση Ο φόρος επί της καθαρής αξίας της περιουσίας ενσωματώνεται στη φορολογία εισοδήματος και επιβάλλεται από την κεντρική διοίκηση Τοπικές αρχές Οι τοπικές αρχές εισπράττουν άλλους τοπικούς φόρους ακινήτων
Πορτογαλία	Imposto Municipal sobre Imóveis (IMI)		Τοπικές αρχές (επιβολή και είσπραξη)
Σουηδία	Kommunal fastighetsskatt - καταργήθηκε το 2007	Οι ιδιοκτήτες ακινήτων πληρώνουν ετήσιο φόρο ακίνητης περιουσίας (fastighetsskatt). Επιβάλλεται σε κατοικίες Ανώτατο όριο φορολόγησης	Κεντρική διοίκηση Τοπικές αρχές Δημοτικός φόρος ακίνητης περιουσίας
Φινλανδία	Kiinteistovero Φόρος ακίνητης περιουσίας που επιβάλλεται μόνο σε τοπικό επίπεδο		Τοπικές αρχές Επιβάλλεται και εισπράττεται από τους δήμους

Πηγές: Αρμόδιοι εθνικοί φορείς, https://theluxuryplaybook.com/what-are-the-property-taxes-in-every-european-country-2024/ και Taxheaven.

να μπορέσουν να αντεπεξέλθουν στις νέες προκλήσεις και να συμβάλουν με τον τρόπο αυτό στο μετασχηματισμό της ελληνικής οικονομίας και στην οικονομική ανάπτυξη της χώρας. Παρ' όλα αυτά, αναγνωρίζεται ότι ένα τέτοιο "δύσκολο" εγχείρημα απαιτεί προσεκτικό σχεδιασμό ώστε να είναι επιτυχές.

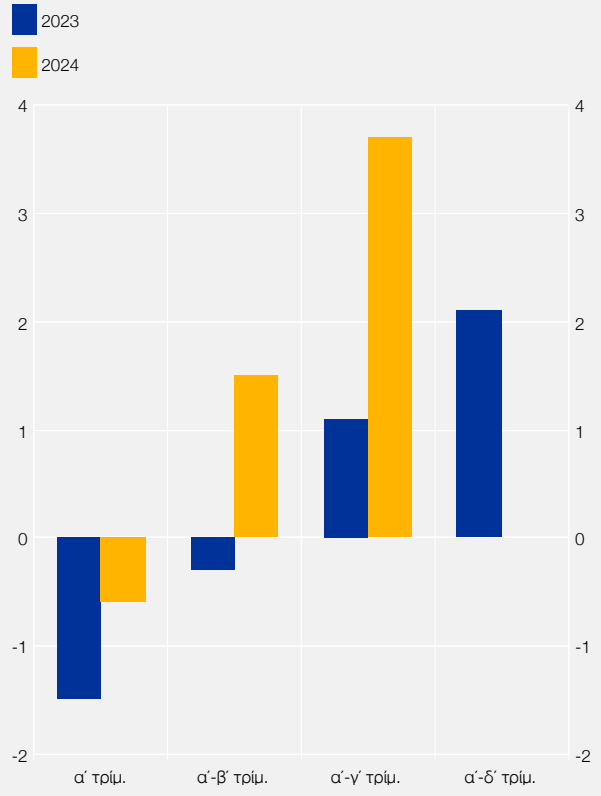
5 Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ ΤΟ 2024

5.1 Γενική κυβέρνηση (εθνικολογιστικά στοιχεία – ΕΛΣΤΑΤ)

Σύμφωνα με τα εθνικολογιστικά στοιχεία για το εννεάμηνο του 2024, το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης παρουσίασε βελτίωση κατά 2,6 ποσ. μον. έναντι του εννεαμήνου του 2023 και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 3,7% του ΑΕΠ, που προκύπτει συμψηφιστικά από την αύξηση των εσόδων κατά 0,8 ποσ. μον. του ΑΕΠ και από τη μείωση των πρωτογενών δαπανών κατά 1,8 ποσ. μον. του ΑΕΠ (βλ. Διάγραμμα V.3).

Διάγραμμα V.3 Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης σε εθνικολογιστική βάση

(ESA 2010, % του ΑΕΠ)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ.

Σε ονομαστικά μεγέθη, τα έσοδα αυξήθηκαν κατά 7,7% έναντι του εννεαμήνου του 2023, αντανακλώντας τη βελτίωση της οικονομικής δραστηριότητας, τη μείωση της φοροδιαφυγής και την άνοδο των τιμών. Η αύξηση εντοπίζεται σε όλες τις κατηγορίες εσόδων. Αναλυτικότερα, τα έσοδα από άμεσους φόρους αυξήθηκαν (8,1%) λόγω της αύξησης πρωτίστως των κερδών των επιχειρήσεων, αλλά και των μισθών, που οφείλεται εν μέρει και στην αναμόρφωση του μισθολογίου του δημόσιου τομέα, καθώς και λόγω της μείωσης της φοροδιαφυγής. Τα έσοδα από ΦΠΑ αυξήθηκαν (8,7%), αντανακλώντας κυρίως τη μείωση της φοροδιαφυγής και δευτερευόντως τις ανατιμήσεις. Τα λοιπά τρέχοντα έσοδα κατέγραψαν αύξηση (33,7%), λόγω αυξημένων εσόδων από τόκους ως αποτέλεσμα της ανόδου των επιτοκίων. Τα έσοδα από ασφαλιστικές εισφορές ενισχύθηκαν (8,8%) εξαιτίας της αύξησης του κατώτατου μισθού και της ανόδου της απασχόλησης. Τέλος, στα κεφαλαιακά έσοδα καταγράφηκε αύξηση (10,2%) λόγω των αυξημένων εσόδων από την Ευρωπαϊκή Ένωση.

Οι πρωτογενείς δαπάνες μειώθηκαν οριακά κατά 0,6% έναντι του εννεαμήνου του 2023. Σε αυτό το αποτέλεσμα μειωτικά συνέβαλαν οι επιδοτήσεις (-33,0%), λόγω της απόσυρσης των προηγούμενων δημοσιονομικών παρεμβάσεων για την αντιμετώπιση της πανδημίας και της ενεργειακής κρίσης, οι κεφαλαιακές μεταβιβάσεις (-14,8%), κυρίως λόγω επίδρασης βάσης, καθώς πέρυσι είχε καταγραφεί στη συγκεκριμένη κατηγορία η ανακεφαλαιοποίηση της Τράπεζας Αττικής (369 εκατ. ευρώ), και η ενδιάμεση κατανάλωση (-5,7%), λόγω της υποχώρησης των τιμών των ενεργειακών προϊόντων. Αντίθετα, αυξητικά συνέβαλαν οι αμοιβές των εργαζομένων (+4,6%), κατόπιν της αναμόρφωσης του μισθολογίου του δημόσιου τομέα, οι κοινωνικές παροχές (+2,0%), λόγω και της εκκαθάρισης εκκρεμών αιτήσεων συνταξιοδότησης, οι λοιπές δαπάνες (+3,4%) και οι δημόσιες επενδύσεις (+0,4%).

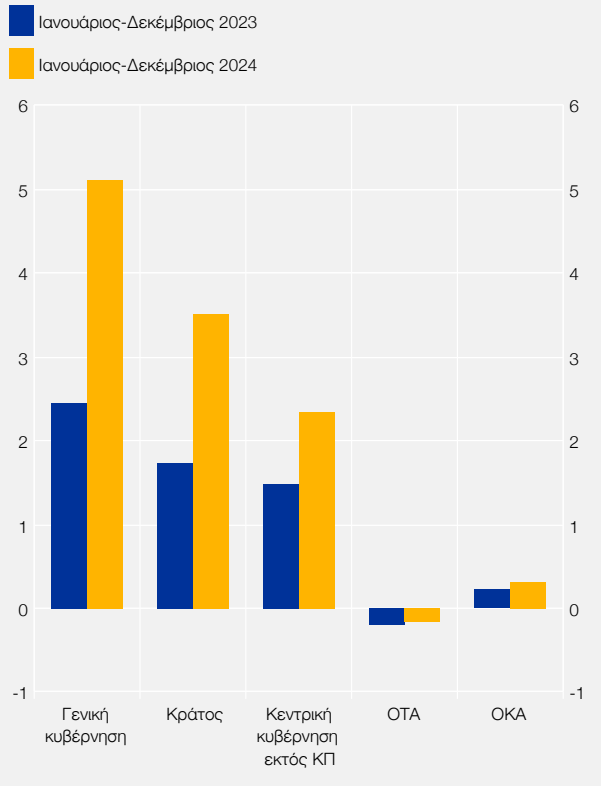
5.2 Γενική κυβέρνηση (στοιχεία Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους – ΓΛΚ)

Σύμφωνα με τα ταμειακά στοιχεία της γενικής κυβέρνησης που συλλέγει το Γενικό Λογιστήριο του Κράτους (ΓΛΚ), την περίοδο Ιανουαρίου-Δεκεμβρίου 2024 το ταμειακό αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης βελτιώθηκε σημαντικά, καταγράφοντας πλεόνασμα 2,4% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 0,3% του ΑΕΠ το 2023. Το πρωτογενές αποτέλεσμα παρουσίασε επίσης βελτίωση και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 5,1% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 2,4% του ΑΕΠ το 2023.

Η βελτίωση του πρωτογενούς αποτελέσματος έναντι του 2023 προκύπτει συνδυαστικά από: (α) τη βελτίωση του πρωτογενούς αποτελέσματος του Κρατικού Προϋπολογισμού κατά 4.417 εκατ. ευρώ ή 1,8 ποσ. μον. του ΑΕΠ, που οφείλεται πρωτίστως στα αυξημένα έσοδα αποκρατικοποιήσεων από την παραχώρηση της Αττικής Οδού (3.241 εκατ. ευρώ), στην άμεση φορολογία, λόγω της αύξησης των κερδών των επιχειρήσεων και των μισθών, αλλά και στα αυξημένα έσοδα από τον ΦΠΑ, χάρη κυρίως στη βελτιωμένη φορολογική συμμόρφωση και στην άνοδο των τιμών (βλ. Ενότητα 5.3), (β) τη διεύρυνση του πρωτογενούς πλεονάσματος των νομικών προσώπων της κεντρικής κυβέρνησης κατά 0,8 ποσ. μον. του ΑΕΠ, (γ) την οριακή βελτίωση του πρωτογενούς αποτελέσματος των οργανισμών κοινωνικής ασφάλισης (ΟΚΑ) κατά 0,1 ποσ. μον. του ΑΕΠ, καθώς η αύξηση των εσόδων από ασφαλιστικές εισφορές[13] υπεραντιστάθμισε

Διάγραμμα V.4 Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης σε ταμειακή βάση

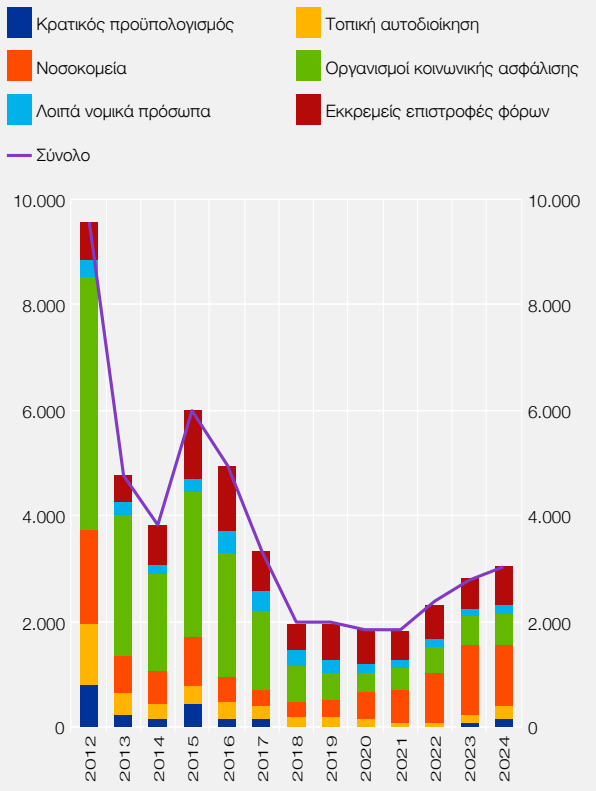
(% του ΑΕΠ)



Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών, ΓΛΚ.
Σημείωση: Το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης προκύπτει μετά από ενοποίηση των ενδοκυβερνητικών συναλλαγών. Ως εκ τούτου, διαφέρει από το άθροισμα των πρωτογενών αποτελεσμάτων των επιμέρους τομέων της γενικής κυβέρνησης.

Διάγραμμα V.5 Ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις της γενικής κυβέρνησης

(εκατ. ευρώ)



Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών, ΓΛΚ.

13 Αυτή προήλθε από τις αυξημένες εισφορές τόσο της μισθωτής απασχόλησης, που αντανακλούν την ανάπτυξη της οικονομίας, τη συνακόλουθη άνοδο της απασχόλησης και την αύξηση του κατώτατου μισθού, όσο και των ελεύθερων επαγγελματιών, λόγω της αναπροσαρμογής του ποσοστού των εισφορών τους με βάση τον πληθωρισμό.

την αύξηση των κοινωνικών παροχών που προήλθε από την ετήσια αναπροσαρμογή των συντάξεων και την εκκαθάριση εκκρεμών αιτήσεων συνταξιοδότησης, και (δ) την οριακή βελτίωση του πρωτογενούς αποτελέσματος των οργανισμών τοπικής αυτοδιοίκησης (ΟΤΑ) κατά 0,1 ποσ. μον. του ΑΕΠ (βλ. Διάγραμμα V.4).

Οι συνολικές ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις της γενικής κυβέρνησης[14] στο τέλος του 2024 αυξήθηκαν κατά 246 εκατ. ευρώ έναντι του Δεκεμβρίου 2023 (οφειλές προς τους προμηθευτές: +73 εκατ. ευρώ, οφειλές για επιστροφές φόρων: +173 εκατ. ευρώ) και διαμορφώθηκαν σε 3 δισεκ. ευρώ (εκ των οποίων 2,3 δισεκ. ευρώ οφείλονται σε προμηθευτές και 731 εκατ. ευρώ αφορούν επιστροφές φόρων), έναντι 2,8 εκατ. ευρώ στο τέλος του Δεκεμβρίου 2023 (βλ. Διάγραμμα V.5). Τις περισσότερες υποχρεώσεις προς προμηθευτές έχουν τα νοσοκομεία (50,3%). Η αύξηση των ληξιπρόθεσμων οφειλών, οι οποίες αποπληρώνονται σταδιακά, εξηγείται σε μεγάλο βαθμό από τον υψηλότερο πληθωρισμό των τελευταίων ετών: η ονομαστική αξία των οφειλών που συσσωρεύονται τα τελευταία έτη είναι μεγαλύτερη αυτής των οφειλών παλαιότερων ετών. Αξίζει να σημειωθεί ότι οι ληξιπρόθεσμες οφειλές των νοσοκομείων είναι σημαντικά χαμηλότερες και βαίνουν μειούμενες αν συνυπολογιστεί η αυτόματη επιστροφή (clawback).[15] Επιπρόσθετα, οι ΟΚΑ είναι σε διαδικασία εκκαθάρισης των ληξιπρόθεσμων οφειλών που αφορούν επικουρικές συντάξεις και εφάπαξ.

5.3 Κρατικός Προϋπολογισμός (τροποποιημένη ταμειακή βάση)

Το 2024 ο Κρατικός Προϋπολογισμός (ΚΠ) παρουσίασε βελτιωμένο αποτέλεσμα έναντι του 2023, καταγράφοντας πλεόνασμα 0,2% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 1,7% του ΑΕΠ το 2023 (βλ. Πίνακα V.4). Το πρωτογενές αποτέλεσμα του ΚΠ παρουσίασε επίσης βελτίωση και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 3,7% του ΑΕΠ, από πλεόνασμα 1,7% του ΑΕΠ το 2023.

Η βελτίωση του πρωτογενούς αποτελέσματος του ΚΠ έναντι του 2023 οφείλεται στην αύξηση (κατά 11%) των εσόδων προ επιστροφών φόρων, η οποία αντανακλά κυρίως τα υψηλότερα φορολογικά έσοδα, τις αυξημένες πωλήσεις αγαθών και υπηρεσιών και τα υψηλότερα έσοδα του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ). Αυτές οι εξελίξεις υπεραντιστάθμισαν την αύξηση των πρωτογενών δαπανών του ΚΠ (3,7%), που προήλθε κυρίως από τις αυξημένες πληρωμές του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, τις δαπάνες του ΠΔΕ και τις παροχές σε εργαζομένους.

Έναντι του αναθεωρημένου στόχου στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2025, το πρωτογενές πλεόνασμα κατέγραψε υπέρβαση κατά περίπου 4 δισεκ. ευρώ, που οφείλεται κυρίως: (α) στην υπέρβαση των φορολογικών εσόδων, το μεγαλύτερο μέρος της οποίας αφορά προσωρινή λογιστική εγγραφή που θα εκλείψει τον Ιανουάριο του 2025, και συγκεκριμένα ΦΠΑ ύψους 785 εκατ. ευρώ από τη σύμβαση παραχώρησης της Αττικής Οδού,[16] (β) στην υπέρβαση των μεταβιβάσεων λόγω αυξημένων εσόδων του ΠΔΕ και της μη προϋπολογισθείσας είσπρα-

14 Συμπεριλαμβάνονται οι επιστροφές φόρων και οι εκκρεμείς αιτήσεις για επικουρικές συντάξεις και εφάπαξ, αλλά δεν συμπεριλαμβάνονται οι εκκρεμείς αιτήσεις για κύριες συντάξεις.

15 Ο μηχανισμός clawback, που εισήχθη το 2012 στο πλαίσιο της προσπάθειας μείωσης των υπερβολικών δαπανών υγείας που επιβαρύνουν το δημόσιο χρέος, διασφαλίζει ότι το επίπεδο των δημόσιων δαπανών για νοσηλεία και φαρμακευτικά προϊόντα δεν θα υπερβεί ένα συγκεκριμένο χρηματικό όριο. Ουσιαστικά, όταν οι εν λόγω δημόσιες δαπάνες υπερβαίνουν αυτό το όριο, το πλεόνασμα που προκύπτει επιστρέφεται από τα νοσοκομεία και τις φαρμακευτικές εταιρίες στον ΕΟΠΥΥ. Οι ληξιπρόθεσμες νοσοκομειακές οφειλές, όπως δηλώνονται προ clawback, εμφανίζονται αυξημένες, καθώς δεν λαμβάνουν υπόψη την αποπληρωμή του πλεονάσματος στον ΕΟΠΥΥ.

16 Τον Οκτώβριο του 2024 εισπράχθηκε ποσό ύψους 3.241 εκατ. ευρώ που αφορούσε το αντίτιμο από τη νέα σύμβαση παραχώρησης της Αττικής Οδού και το οποίο περιλάμβανε ΦΠΑ ύψους 784,8 εκατ. ευρώ. Το Δεκέμβριο το ποσό αυτό του ΦΠΑ αφαιρέθηκε από την αρχική υποκατηγορία εγγραφής του και μεταφέρθηκε σε άλλες υποκατηγορίες ως ενδιάμεσο βήμα προκειμένου να γίνει τελικά η ακριβής καταγραφή της αποκρατικοποίησης σε εθνικολογιστικούς όρους. Οι διάφορες εσωτερικές λογιστικές συναλλαγές είναι μεν δημοσιονομικά ουδέτερες, επηρεάζουν όμως διάφορες υποκατηγορίες εσόδων, καθώς και τις επιστροφές φόρων. Για το λόγο αυτό, και προκειμένου να γίνει ορθότερη σύγκριση των εσόδων με τους αντίστοιχους στόχους, στην ανάλυση που ακολουθεί γίνονται επιμέρους προσαρμογές στις σχετικές υποκατηγορίες εσόδων.

Πίνακας V.4 Αποτελέσματα κρατικού προϋπολογισμού (ΓΛΚ – τροποποιημένη ταμειακή βάση)

(εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος-Δεκέμβριος		Ποσοστιαία μεταβολή (%)	Απόκλιση από τις εκτιμήσεις του Προϋπολογισμού 2024[1]
	2023	2024	2024/2023	
1. Καθαρά έσοδα κρατικού προϋπολογισμού (α-β)	**67.005**	**74.110**	**10,6**	**1.221**
α. Έσοδα κρατικού προϋπολογισμού (I+II+III+IV)	**73.998**	**82.121**	**11,0**	**1.911**
I. Φόροι	61.627	68.787	11,6	1.885
II. Μεταβιβάσεις	7.530	5.738	-23,8	695
III. Πωλήσεις αγαθών και υπηρεσιών	848	3.448	306,6	-786
IV. Λοιπά έσοδα	3.994	4.149	3,9	117
β. Επιστροφές φόρων	**6.993**	**8.011**	**14,6**	**689**
Πληροφοριακά στοιχεία:				
Έσοδα από το Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ)[2]	3.507	4.427	26,2	612
Έσοδα από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας[3]	3.405	1.157	-66,0	0
2. Δαπάνες κρατικού προϋπολογισμού (I+II+III+IV+V+VI+VII+VIII)	**70.765**	**73.741**	**4,2**	**-2.749**
Πρωτογενείς δαπάνες κρατικού προϋπολογισμού (2-VI)	**63.059**	**65.368**	**3,7**	**-2.841**
I. Παροχές σε εργαζομένους	14.039	14.869	5,9	-70
II. Μεταβιβάσεις	33.400	32.598	-2,4	-1.191
III. Αγορές αγαθών και υπηρεσιών	2.145	2.199	2,5	-188
IV. Αποκτήσεις πάγιων περιουσιακών στοιχείων	1.691	1.857	9,8	-778
V. Λοιπές πρωτογενείς δαπάνες	584	530	-9,2	-779
VI. Τόκοι (σε ακαθάριστη βάση)	7.706	8.373	8,7	92
VII. Δαπάνες Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων	9.112	9.913	8,8	63
VIII. Δαπάνες Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας	2.089	3.401	62,8	101
3. Ισοζύγιο κρατικού προϋπολογισμού (1-2)	**-3.760**	**369**		**3.970**
% του ΑΕΠ	-1,7	0,2		
4. Πρωτογενές αποτέλεσμα κρατικού προϋπολογισμού (3+2.V)	**3.920**	**8.698**		**4.063**
% του ΑΕΠ	1,7	3,7		

Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών, Γενικό Λογιστήριο του Κράτους, Εκτέλεση Κρατικού Προϋπολογισμού, Μηνιαίο Δελτίο, Δεκέμβριος 2024.
1 Απόκλιση από τους στόχους του Προϋπολογισμού 2024, προσαρμοσμένους στα συνολικά μεγέθη όπως αποτυπώνονται στις εκτιμήσεις της Εισηγητικής Έκθεσης του Προϋπολογισμού 2025.
2 Τα έσοδα από το Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) περιέχονται στις κατηγορίες "Μεταβιβάσεις" και "Λοιπά έσοδα".
3 Τα έσοδα από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας περιέχονται στην κατηγορία "Μεταβιβάσεις".

ξης ποσού από την έκτακτη εισφορά που επιβλήθηκε στους προμηθευτές ηλεκτρικής ενέργειας, (γ) στην υποεκτέλεση των μεταβιβάσεων προς ΟΚΑ, (δ) στη μετάθεση της καταβολής δαπανών των εξοπλιστικών προγραμμάτων στο 2025 και (ε) στην υποεκτέλεση των αγορών αγαθών και υπηρεσιών.

Οι δαπάνες για τόκους παρουσίασαν σημαντική αύξηση έναντι του 2023 (κατά 667 εκατ. ευρώ ή 8,7%). Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στο γεγονός ότι οι τόκοι καταγράφονται σε ακαθάριστη βάση χωρίς να αφαιρούνται οι εισπράξεις τόκων επί συμφωνιών ανταλλαγής (οι οποίες αντισταθμίζουν τον επιτοκιακό κίνδυνο και συγκρατούν την αύξηση του χρέους σε περίπτωση ανόδου των επιτοκίων). Ως εκ τούτου, επηρεάζονται από την παρατηρούμενη αύξηση των επιτοκίων.

Στην πλευρά των εσόδων του ΚΠ, τα έσοδα από φόρους κατέγραψαν αύξηση κατά 11,6% έναντι του 2023, η οποία προήλθε κυρίως από τους φόρους εισοδήματος και τους φόρους επί αγαθών και υπηρεσιών (βλ. Πίνακα V.5). Έναντι του στόχου σημειώθηκε υπέρβαση κατά 1.885 εκατ. ευρώ. Στην εν λόγω κατηγορία εσόδων ενσωματώνεται προσωρινή διπλή λογιστική εγγραφή του ΦΠΑ που προκύπτει από τη νέα σύμβαση παραχώρησης της Αττικής Οδού, όπως προ-

Πίνακας V.5 Φορολογικά έσοδα κρατικού προϋπολογισμού

(εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος-Δεκέμβριος		Ποσοστιαία μεταβολή (%)	Απόκλιση από τους ετήσιους στόχους του 2024[1]
	2023	2024	2024/2023	
Σύνολο φόρων (Α+Β+Γ+Δ)	**61.627**	**68.787**	**11,6**	**1.885**
Α. Φόροι επί αγαθών και υπηρεσιών	**33.970**	**37.552**	**10,5**	**1.172**
εκ των οποίων: 1. ΦΠΑ (1.α + 1.β + 1.γ)	23.385	26.346	12,7	1.029
1.α ΦΠΑ στα πετρελαιοειδή και στα παράγωγα αυτών	2.271	2.226	-2,0	-2
1.β ΦΠΑ καπνικών προϊόντων	687	619	-9,9	-11
1.γ ΦΠΑ λοιπών προϊόντων και υπηρεσιών	20.427	23.501	15,0	1.041
2. Ειδικοί φόροι κατανάλωσης-ΕΦΚ (2.α + 2.β + 2.γ)	7.018	7.252	3,3	26
2.α ΕΦΚ ενεργειακών προϊόντων	4.086	4.216	3,2	16
2.β ΕΦΚ καπνικών προϊόντων	2.235	2.318	3,7	10
2.γ ΕΦΚ λοιπών προϊόντων	697	718	3,0	0
Β. Τακτικοί φόροι ακίνητης περιουσίας	**2.491**	**2.467**	**-1,0**	**34**
εκ των οποίων: ΕΝΦΙΑ	2.435	2.443	0,3	30
Γ. Φόρος εισοδήματος	**20.885**	**23.992**	**14,9**	**270**
εκ των οποίων: 1. Φόρος εισοδήματος πληρωτέος από φυσικά πρόσωπα	12.439	14.277	14,8	-21
2. Φόρος εισοδήματος πληρωτέος από νομικά πρόσωπα	6.782	7.664	13,0	221
Δ. Λοιποί φόροι	**4.281**	**4.776**	**11,6**	**410**

Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών, Γενικό Λογιστήριο του Κράτους, Εκτέλεση Κρατικού Προϋπολογισμού, Μηνιαίο Δελτίο, Δεκέμβριος 2024.
1 Απόκλιση από τους ετήσιους στόχους του 2024, προσαρμοσμένους στα συνολικά μεγέθη όπως αποτυπώνονται στις εκτιμήσεις της Εισηγητικής Έκθεσης του Προϋπολογισμού 2025.

αναφέρθηκε. Εάν εξαιρεθεί το ποσό αυτό, η αύξηση περιορίζεται σε 9,1% και η υπέρβαση σε 316 εκατ. ευρώ.

Πιο συγκεκριμένα, ανά κύρια κατηγορία του ΚΠ οι εξελίξεις στα έσοδα έναντι του 2023 έχουν ως ακολούθως:

- Τα έσοδα από φόρους επί αγαθών και υπηρεσιών αυξήθηκαν κατά 10,5% και κατέγραψαν υπέρβαση έναντι του στόχου κατά 1.173 εκατ. ευρώ. Κατόπιν προσαρμογής ως προς το έκτακτο ποσό από ΦΠΑ που προαναφέρθηκε, τα έσοδα ΦΠΑ αυξήθηκαν κατά 9,3%, κυρίως λόγω της αύξησης των εσόδων ΦΠΑ λοιπών προϊόντων και υπηρεσιών, εξέλιξη που συνδέεται με την ανάπτυξη της οικονομίας, τις πρωτοβουλίες για την αντιμετώπιση της φοροδιαφυγής και την αύξηση των ηλεκτρονικών συναλλαγών. Αντίστοιχα, η υπέρβαση έναντι του στόχου περιορίζεται στα 244 εκατ. ευρώ, που οφείλεται επίσης στην υπέρβαση του ΦΠΑ λοιπών προϊόντων.

- Τα έσοδα από τακτικούς φόρους ακίνητης περιουσίας μειώθηκαν κατά 1,0%. Αναλυτικότερα, τα έσοδα από ΕΝΦΙΑ κατέγραψαν οριακή αύξηση κατά 0,3%, λόγω του ότι το 2024 εισπράχθηκε μεγαλύτερο μέρος του φόρου (9/11 αντί για 8/10) καθώς η είσπραξη ξεκίνησε ένα μήνα νωρίτερα (τον Απρίλιο αντί του Μαΐου). Η συγκεκριμένη κατηγορία εσόδων σημείωσε μικρή υπέρβαση έναντι του στόχου.

- Τα έσοδα από το φόρο εισοδήματος αυξήθηκαν κατά 14,9%. Η αύξηση αυτή προέκυψε από την καλύτερη απόδοση τόσο των φόρων εισοδήματος του 2023, που εισπράχθηκαν σε δόσεις μέχρι και το τέλος του Φεβρουαρίου 2024, όσο και των φόρων εισοδήματος του 2024. Οι φόροι εισοδήματος του 2024 επηρεάστηκαν ευνοϊκά από την τεκμαρτή φορολόγηση των ελεύθερων επαγγελματιών, την αύξηση των μισθών και των συντάξεων, τη μείωση της ανεργίας,

την αύξηση του κατώτατου μισθού, τη βελτιωμένη φορολογική συμμόρφωση και την αυξημένη κερδοφορία των επιχειρήσεων. Έναντι του στόχου καταγράφηκε υπέρβαση ύψους 270 εκατ. ευρώ, κυρίως λόγω της υπέρβασης στα έσοδα του φόρου εισοδήματος νομικών προσώπων.

- Οι λοιποί τρέχοντες φόροι (που περιλαμβάνονται στην κατηγορία "λοιποί φόροι") αυξήθηκαν κατά 41,7%, λόγω των υψηλότερων εισπράξεων από τα τέλη κυκλοφορίας το 2024 σε σχέση με το 2023, καθώς το 2024 δεν δόθηκε καμία παράταση στην προθεσμία πληρωμής τους. Έναντι του στόχου καταγράφηκε υπέρβαση ύψους 496 εκατ. ευρώ.

- Τα έσοδα από μεταβιβάσεις μειώθηκαν κατά 23,8%, κυρίως λόγω της είσπραξης μικρότερου ποσού το 2024 από το Ταμείο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (1.157 εκατ. ευρώ το 2024, έναντι 3.405 εκατ. ευρώ το 2023), εξέλιξη που αντισταθμίστηκε μερικώς από την είσπραξη της έκτακτης εισφοράς (ύψους 206 εκατ. ευρώ) των προμηθευτών ηλεκτρικής ενέργειας. Έναντι του στόχου καταγράφηκε υπέρβαση κατά 695 εκατ. ευρώ, λόγω της υπέρβασης του ΠΔΕ και της έκτακτης εισφοράς των προμηθευτών ηλεκτρικής ενέργειας.

- Τα έσοδα από πωλήσεις αγαθών και υπηρεσιών κατέγραψαν αύξηση κατά 2,6 δισεκ. ευρώ, λόγω της είσπραξης, τον Οκτώβριο, ποσού ύψους 3.241 εκατ. ευρώ από τη νέα σύμβαση παραχώρησης της Αττικής Οδού. Έναντι του στόχου κατέγραψαν υστέρηση ύψους 786 εκατ. ευρώ, που συνδέεται με αναταξινόμηση μέρους του ποσού που αφορά ΦΠΑ όπως προαναφέρθηκε. Εάν εξαιρεθεί το ποσό αυτό, η υστέρηση έναντι του στόχου εξαλείφεται και τα έσοδα της εν λόγω κατηγορίας εξελίχθηκαν βάσει του στόχου.

- Τα λοιπά έσοδα παρουσίασαν αύξηση κατά 3,9%. Έναντι του στόχου κατέγραψαν υπέρβαση κατά 117 εκατ. ευρώ, εν μέρει λόγω και της υπέρβασης του ΠΔΕ.

- Συνολικά τα έσοδα από το ΠΔΕ παρουσίασαν ετήσια αύξηση 26,2% και υπέρβαση κατά 612 εκατ. ευρώ έναντι του στόχου.

- Τέλος, το 2024 οι επιστροφές φόρων αυξήθηκαν κατά 14,6% και υπερέβησαν το στόχο κατά 689 εκατ. ευρώ. Η υπέρβαση σχετίζεται με την καταγραφή του ΦΠΑ που προαναφέρθηκε. Αν εξαιρεθεί το σχετικό ποσό, οι επιστροφές φόρων υπολείπονται του στόχου κατά 96 εκατ. ευρώ.

Οι πρωτογενείς δαπάνες του ΚΠ αυξήθηκαν το 2024 κατά 3,7% σε ετήσια βάση, κυρίως λόγω αυξήσεων που καταγράφηκαν στις δαπάνες του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, στις παροχές σε εργαζομένους και στις δαπάνες του ΠΔΕ. Έναντι του ετήσιου στόχου, οι πρωτογενείς δαπάνες του ΚΠ διαμορφώθηκαν κατά 2,8 δισεκ. ευρώ χαμηλότερα, αντανακλώντας αφενός τη μη πλήρη απορρόφηση των πιστώσεων που διατέθηκαν από το αποθεματικό (αφορά την κατηγορία "πιστώσεις υπό κατανομή", που περιλαμβάνεται στις λοιπές πρωτογενείς δαπάνες) και αφετέρου την υποεκτέλεση των μεταβιβάσεων προς ΟΚΑ, των αγορών αγαθών και υπηρεσιών και των δαπανών των εξοπλιστικών προγραμμάτων (βλ. Πίνακα V.4).

Σύμφωνα με τα διαθέσιμα αναλυτικά στοιχεία, η εξέλιξη των κυριότερων κατηγοριών των πρωτογενών δαπανών του ΚΠ το 2024 έναντι του 2023 έχει ως εξής:

- Οι παροχές σε εργαζομένους κατέγραψαν αύξηση 5,9% και υποεκτέλεση κατά 70 εκατ. ευρώ έναντι του ετήσιου στόχου.

- Οι δαπάνες για μεταβιβάσεις μειώθηκαν κατά 2,4% και κατέγραψαν, έναντι του στόχου, υποεκτέλεση κατά 1.191 εκατ. ευρώ, λόγω του ετεροχρονισμού δαπανών που αφορούν μεταβιβάσεις προς ΟΚΑ ύψους 1.907 εκατ. ευρώ.

- Οι αγορές αγαθών και υπηρεσιών κατέγραψαν αύξηση κατά 2,5% και συγκράτηση κατά 188 εκατ. ευρώ έναντι του στόχου.

- Οι δαπάνες για απόκτηση πάγιων περιουσιακών στοιχείων αυξήθηκαν κατά 9,8% έναντι του 2023. Στη συγκεκριμένη κατηγορία, καταγράφηκε υποεκτέλεση κατά 778 εκατ. ευρώ, λόγω μετάθεσης πληρωμών δαπανών των εξοπλιστικών προγραμμάτων ύψους 740 εκατ. ευρώ στο 2025.

- Οι δαπάνες του ΠΔΕ παρουσίασαν αύξηση κατά 8,8% έναντι του 2023 και υπέρβαση κατά 63 εκατ. ευρώ έναντι του στόχου.

- Τέλος, οι δαπάνες που συνδέονται με το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας αυξήθηκαν σημαντικά κατά 62,8% (ή 1.312 εκατ. ευρώ) και ανήλθαν σε 3.401 εκατ. ευρώ, από 2.089 εκατ. ευρώ το 2023. Έναντι του αναθεωρημένου στόχου κατέγραψαν υπέρβαση κατά 101 εκατ. ευρώ.

5.4 Κρατικός Προϋπολογισμός σε ταμειακή βάση

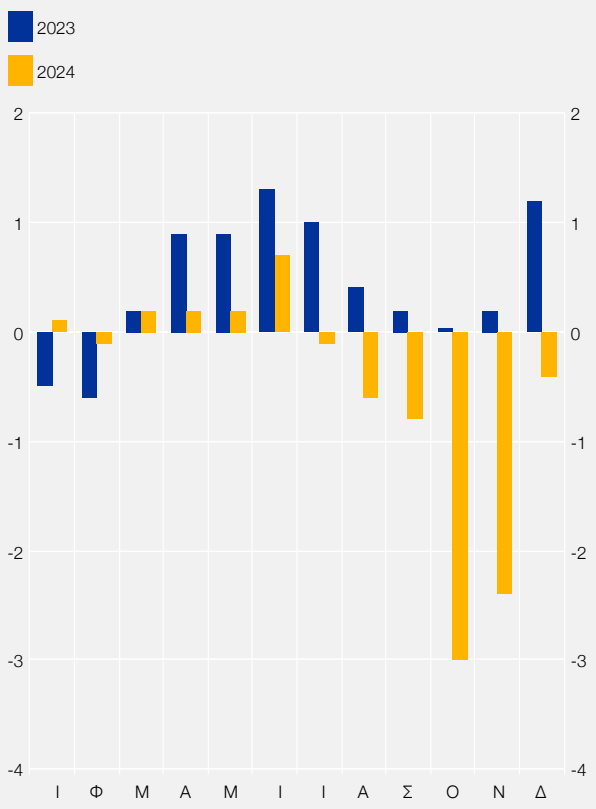
Το καθαρό ταμειακό αποτέλεσμα του ΚΠ παρουσίασε σημαντική βελτίωση το 2024 σε σχέση με το προηγούμενο έτος και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 0,4% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 1,2% του ΑΕΠ το 2023 (βλ. Πίνακα V.6 και Διάγραμμα V.6). Επίσης, το καθαρό πρωτογενές ταμειακό αποτέλεσμα του ΚΠ βελτιώθηκε και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 3,4% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 1,7% του ΑΕΠ το 2023.

Ο Τακτικός Προϋπολογισμός παρουσίασε βελτίωση σε σχέση με το προηγούμενο έτος, λόγω αυξημένων φορολογικών εσόδων που υπερέβησαν την αύξηση των πρωτογενών δαπανών.

Αντιθέτως, ο Προϋπολογισμός Δημοσίων Επενδύσεων, στον οποίο περιλαμβάνονται οι εισπράξεις και οι πληρωμές του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, παρουσίασε επιδείνωση σε σχέση με το 2023, λόγω μειωμένων εσόδων αλλά και αυξημένων δαπανών.

Διάγραμμα V.6 Καθαρές δανειακές ανάγκες της κεντρικής διοίκησης σε ταμειακή βάση (Ιανουάριος 2023 - Δεκέμβριος 2024)

(% του ΑΕΠ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.
Σημειώσεις: Τα "μηνιαία" στοιχεία είναι το σωρευτικό ποσοστό από την αρχή του έτους. Δεν περιλαμβάνεται το αποτέλεσμα του Οργανισμού Πληρωμών και Ελέγχου Κοινοτικών Ενισχύσεων Προσανατολισμού και Εγγυήσεων (ΟΠΕΚΕΠΕ).

Πίνακας V.6 Καθαρό αποτέλεσμα κρατικού προϋπολογισμού σε ταμειακή βάση

(εκατ. ευρώ)

	2021	2022	2023	2024
Κρατικός προϋπολογισμός[1]	**-15.880**	**-12.664**	**-2.685**	**1.031**
% του ΑΕΠ	-8,6	-6,1	-1,2	0,4
- Τακτικός προϋπολογισμός	-13.780	-6.950	1.781	8.760
- Προϋπολογισμός Δημοσίων Επενδύσεων[2]	-2.100	-5.714	-4.466	-7.729

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.
1 Όπως προκύπτει από την κίνηση των σχετικών λογαριασμών στην Τράπεζα της Ελλάδος και στα πιστωτικά ιδρύματα. Συμπεριλαμβάνεται η κίνηση των λογαριασμών διαχείρισης δημόσιου χρέους. Δεν περιλαμβάνεται η κίνηση του λογαριασμού του ΟΠΕΚΕΠΕ.
2 Περιλαμβάνονται τα έσοδα και οι δαπάνες του Ταμείου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας.

6 ΧΡΕΟΣ ΓΕΝΙΚΗΣ ΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ

Στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2025 εκτιμάται για το 2024 περαιτέρω σημαντική αποκλιμάκωση του λόγου χρέους προς ΑΕΠ κατά 9,9 ποσ. μον. σε 154,0% του ΑΕΠ, η οποία θα είναι η χαμηλότερη τιμή που έχει καταγραφεί μετά το 2010.[17] Τη μεγαλύτερη συμβολή (4,9 ποσ. μον.) σε αυτή τη μείωση εκτιμάται ότι θα έχει η διαφορά μεταξύ του έμμεσου επιτοκίου δανεισμού και του ρυθμού μεταβολής του ονομαστικού ΑΕΠ, αντανακλώντας αφενός τη συνεχιζόμενη μεγέθυνση του ονομαστικού ΑΕΠ και αφετέρου το ύψος του συσσωρευμένου χρέους. Σε μικρότερο βαθμό εκτιμάται ότι θα επιδράσουν μειωτικά οι προσαρμογές ελλείμματος-χρέους (2,5 ποσ. μον.) και η βελτίωση του πρωτογενούς πλεονάσματος (2,5 ποσ. μον.). Σε ονομαστικούς όρους εκτιμάται επίσης σημαντική μείωση του δημόσιου χρέους κατά 4,1 δισεκ. ευρώ, από 369.099 εκατ. ευρώ το 2023 σε 365.000 εκατ. ευρώ το 2024 (βλ. Πίνακα V.7). Σε αυτή την εξέλιξη συμβάλλει η πρόωρη αποπληρωμή τριών δόσεων των διμερών δανείων GLF που λήγουν τα έτη 2026, 2027 και 2028, συνολικού ύψους 7,9 δισεκ. ευρώ, η οποία πραγματοποιήθηκε το Δεκέμβριο του 2024. Σημειώνεται ότι αυτή θα είναι μόλις η τέταρτη ονομαστική μείωση του χρέους της γενικής κυβέρνησης από το 1995 που τηρούνται εθνικολογιστικά στοιχεία κατά ESA.[18] Σύμφωνα με την πλέον πρόσφατη εκτίμηση του ΟΔΔΗΧ, το χρέος της γενικής κυβέρνησης στο τέλος του 2024 διαμορφώθηκε σε 365.494 εκατ. ευρώ, επιβεβαιώνοντας τη σημαντική ονομαστική αποκλιμάκωσή του έναντι του 2023.[19]

Σύμφωνα με την Εισηγητική Έκθεση, η συνεχιζόμενη βελτίωση της οικονομικής δραστηριότητας αναμένεται να διατηρήσει την έντονα μειωτική επίδραση του ονομαστικού ΑΕΠ στο λόγο χρέους προς ΑΕΠ και το 2025, αλλά με βραδύτερο ρυθμό. Αυτό αντανακλά εν μέρει την επι-

Πίνακας V.7 Ανάλυση των μεταβολών του λόγου του χρέους της γενικής κυβέρνησης προς το ΑΕΠ[1]

(ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024*	2025*
Λόγος χρέους γενικής κυβέρνησης προς ΑΕΠ	179,6	183,1	182,1	189,0	183,2	209,4	197,3	177,0	163,9	154,0	147,5
Μεταβολές λόγου χρέους γενικής κυβέρνησης προς ΑΕΠ	-3,1	3,5	-1,0	6,9	-5,9	26,2	-12,1	-20,2	-13,1	-9,9	-6,6
- Επίδραση του πρωτογενούς αποτελέσματος	2,3	-3,4	-3,9	-4,3	-3,8	6,6	4,5	0,0	-2,1	-2,5	-2,4
- Επίδραση από τη μεταβολή του ΑΕΠ και τη μεταβολή των επιτοκίων	4,3	4,2	0,1	0,1	-1,7	22,2	-16,9	-19,6	-10,3	-4,9	-3,6
- Προσαρμογή ελλείμματος-χρέους[2]	-9,6	2,8	2,7	11,1	-0,4	-2,6	0,3	-0,6	-0,8	-2,5	-0,6

Πηγές: Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2025 και ΕΛΣΤΑΤ.
* Προβλέψεις.
1 Η μαθηματική σχέση που χρησιμοποιείται για την ανάλυση των μεταβολών του λόγου του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ είναι η εξής:

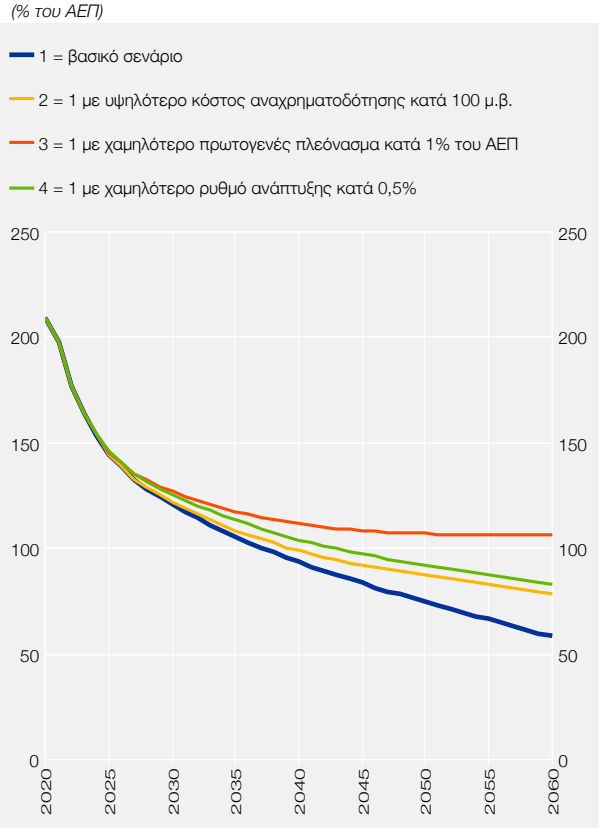
$$\left(\frac{D_t}{Y_t} - \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}}\right) = \frac{PB_t}{Y_t} + \left(\frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}} * \frac{i_t - g_t}{1 + g_t}\right) + \frac{SF_t}{Y_t}$$

όπου D_t = χρέος γενικής κυβέρνησης
PB_t = πρωτογενές αποτέλεσμα (έλλειμμα (+) ή πλεόνασμα (-))
Y_t = ΑΕΠ σε τρέχουσες τιμές
g_t = ονομαστικός ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ
i_t = μέσο ονομαστικό επιτόκιο δανεισμού του Δημοσίου
SF_t = προσαρμογή ελλείμματος-χρέους
2 Η "προσαρμογή ελλείμματος-χρέους" περιλαμβάνει και δαπάνες ή ανάληψη υποχρεώσεων που, ενώ δεν επηρεάζουν το έλλειμμα, αυξάνουν το χρέος, καθώς και εισπράξεις (π.χ. από αποκρατικοποιήσεις) οι οποίες δεν επηρεάζουν το έλλειμμα αλλά μειώνουν το χρέος.

17 Η Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2025 λαμβάνει υπόψη τη μεθοδολογική αλλαγή που εφαρμόστηκε τον Οκτώβριο του 2024 αναφορικά με την καταγραφή των αναβαλλόμενων τόκων προς EFSF στο δημόσιο χρέος. Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2024*, Κεφάλαιο V, Ενότητα 5.5, σελ. 115-116.
18 Ονομαστικές μειώσεις καταγράφονται για τα έτη 2012, 2015 και 2019. Πριν τη μεθοδολογική αλλαγή που εφαρμόστηκε τον Οκτώβριο του 2024, ονομαστική μείωση του χρέους σημειώθηκε και το 2014.
19 ΟΔΔΗΧ, Δελτίο Δημόσιου Χρέους No. 116, Δεκέμβριος 2024.

Διάγραμμα V.7 Δημόσιο χρέος

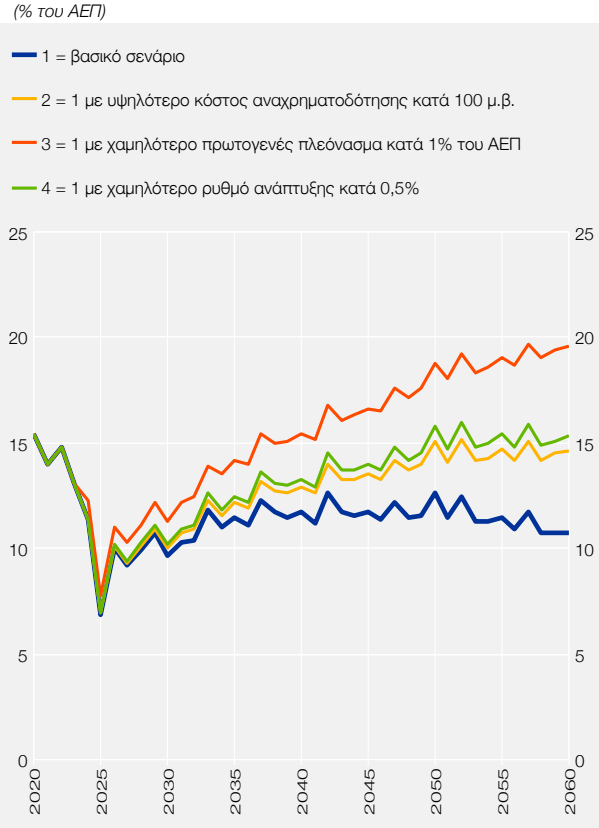
(% του ΑΕΠ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Διάγραμμα V.8 Ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες

(% του ΑΕΠ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

βράδυνση του αποπληθωριστή του ΑΕΠ, η οποία αναμένεται να αντισταθμίσει την οριακή επιτάχυνση του πραγματικού ΑΕΠ, αλλά και μικρότερη χρήση διαθεσίμων και οριακή επιδείνωση του πρωτογενούς αποτελέσματος. Συγκεκριμένα, το δημόσιο χρέος προβλέπεται να αποκλιμακωθεί το 2025 κατά 6,5 ποσ. μον. και να διαμορφωθεί σε 147,5% του ΑΕΠ. Σε ονομαστικούς όρους το δημόσιο χρέος εκτιμάται ότι θα παραμείνει αμετάβλητο στα 365.000 εκατ. ευρώ. Μεσοπρόθεσμα, ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ εκτιμάται στο Μεσοπρόθεσμο Δημοσιονομικό-Διαρθρωτικό Σχέδιο ότι θα συνεχίσει την καθοδική του πορεία, σημειώνοντας σωρευτική αποκλιμάκωση κατά 15,8 ποσ. μον. την περίοδο 2026-2028, υπό την προϋπόθεση ότι θα διατηρηθούν πρωτογενή πλεονάσματα ύψους 2,4% του ΑΕΠ ετησίως και θετικοί, παρότι βαθμιαία μειούμενοι, ρυθμοί μεταβολής του ονομαστικού ΑΕΠ.[20] Οι προβλέψεις αυτές ικανοποιούν με ασφαλή περιθώρια τους νέους κανόνες του αναθεωρημένου Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης.

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, το χρέος της γενικής κυβέρνησης αναμένεται να διαμορφωθεί σε 153,8% του ΑΕΠ το 2024 και σε 144,4% του ΑΕΠ το 2025. Στο βασικό σενάριο, που υποθέτει προσήλωση στην επίτευξη των δημοσιονομικών στόχων και αποτελεσματική αξιοποίηση των ευρωπαϊκών πόρων, ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ τίθεται σε σταθερή καθοδική τροχιά.[21] Τα Διαγράμματα V.7 και V.8 παραθέτουν την εκτιμώμενη εξέλιξη του δημόσιου χρέους και των ακαθάριστων χρηματοδοτικών αναγκών αντίστοιχα ως ποσοστών του ΑΕΠ, τόσο στο βασικό σενάριο όσο και σε τρία τυποποιημένα εναλλακτικά σενάρια, τα οποία καταδεικνύουν την ευαισθησία των προβλέψεων του βασικού σεναρίου σε δυσμενέστερες υπο-

20 Οι εκτιμήσεις του ΜΔΣ 2025-2028 δεν λαμβάνουν υπόψη τη μεθοδολογική αλλαγή στην καταγραφή του δημόσιου χρέους.
21 Το βασικό σενάριο υποθέτει επίσης πλήρη ανάλωση του ταμειακού αποθέματος ασφαλείας έως το τέλος του 2026.

Πίνακας V.8 Ενοποιημένο χρέος γενικής κυβέρνησης[1]

(εκατ. ευρώ)

	2020	2021	2022	2023
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	13.372	12.860	16.480	14.024
– τίτλοι	*11.122*	*10.811*	*11.089*	*11.339*
– δάνεια	*2.250*	*2.049*	*5.391*	*2.685*
Μεσομακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	330.771	344.524	344.277	347.789
– τίτλοι	*56.065*	*70.187*	*74.157*	*80.703*
– δάνεια	*274.706*	*274.337*	*270.120*	*267.086*
Κέρματα και καταθέσεις	6.655	6.757	7.248	7.286
Σύνολο	**350.798**	**364.141**	**368.005**	**369.099**
% του ΑΕΠ	***209,4***	***197,3***	***177,0***	***163,9***
– χρέος σε ευρώ	346.632	362.968	367.975	369.093
εκ του οποίου:				
προς την Τράπεζα της Ελλάδος	*(1.421)*	*(950)*	*(477)*	*(0)*
προς το Μηχανισμό Στήριξης	*(244.133)*	*(241.481)*	*(235.571)*	*(228.528)*
– χρέος σε νομίσματα εκτός ευρώ[2]	4.166	1.173	30	6
εκ του οποίου: προς το Μηχανισμό Στήριξης	*(4.128)*	*(1.139)*	*(0)*	*(0)*

Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ και ΟΔΔΗΧ.
1 Σύμφωνα με τον ορισμό της Συνθήκης του Μάαστριχτ.
2 Αποτίμηση με βάση τις συναλλαγματικές ισοτιμίες στις 31.12 εκάστου έτους.

θέσεις αναφορικά με το κόστος αναχρηματοδότησης, το πρωτογενές αποτέλεσμα και το ρυθμό ανάπτυξης. Η εξέλιξη των λόγων του χρέους και των ακαθάριστων χρηματοδοτικών αναγκών προς το ΑΕΠ εμφανίζει περιορισμένες διαφοροποιήσεις μεταξύ των υπό εξέταση σεναρίων μέχρι τις αρχές του 2030, γεγονός που καταδεικνύει την αυξημένη ανθεκτικότητα του δημόσιου χρέους σε μια σειρά από αρνητικές επισφάλειες μεσοπρόθεσμα. Ωστόσο, μακροπρόθεσμα εκτιμάται αυξημένη αβεβαιότητα, καθώς η σταδιακή αναχρηματοδότηση των δανειακών υποχρεώσεων προς τον επίσημο τομέα με όρους αγοράς θα αυξήσει την έκθεση του Ελληνικού Δημοσίου στον επιτοκιακό κίνδυνο και στον κίνδυνο αγοράς, γεγονός που εξαλείφει τα περιθώρια δημοσιονομικής χαλάρωσης. Η παραπάνω εκτίμηση υποστηρίζεται επίσης από τη διενέργεια στοχαστικής ανάλυσης,[22] με βάση την οποία το ενδεχόμενο να βρίσκεται ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ το 2029 χαμηλότερα σε σχέση με το 2024 έχει πιθανότητα που υπερβαίνει το 80%, επιβεβαιώνοντας την εκτίμηση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής,[23] ενώ μεγαλύτερη από 80% εκτιμάται και η πιθανότητα ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ να βρίσκεται το 2033 χαμηλότερα σε σχέση με το 2028, επιβεβαιώνοντας την εκτίμηση του ΜΔΣ.

Με βάση τα παραπάνω, οι κίνδυνοι για τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους εκτιμάται ότι παραμένουν οριοθετημένοι μεσοπρόθεσμα, υπό την προϋπόθεση της προσήλωσης στην επίτευξη των δημοσιονομικών στόχων και της αποτελεσματικής αξιοποίησης των ευρωπαϊκών πόρων. Αυτό οφείλεται εν πολλοίς στους ευνοϊκούς όρους αποπληρωμής των υποχρεώσεων προς τον επίσημο τομέα, οι οποίες αποτελούν το μεγαλύτερο τμήμα του συνολικού χρέους (βλ. Πίνακα V.8), σε συνδυασμό με την έγκαιρη σύναψη συμβάσεων ανταλλαγής επιτοκίων (swap), οι οποίες έχουν "κλειδώσει" τα ιστορικώς χαμηλά επιτόκια των προηγούμενων ετών. Πρέπει να τονιστεί πάντως ότι τα υφιστάμενα ευνοϊκά χαρακτηριστικά του συσσωρευμένου χρέους δεν είναι μόνιμα. Παρέχουν μόνο ένα σημαντικό παράθυρο ευκαιρίας προκειμένου το δημόσιο χρέος να παραμείνει βιώσιμο κατά την επερχόμενη σταδιακή λήξη και αντικατάσταση των ευνοϊκών δανείων

22 Οι εκτιμήσεις βασίζονται σε στοχαστικές προσομοιώσεις 100 χιλιάδων εναλλακτικών σεναρίων με τη χρήση ενός μικρής κλίμακας οικονομετρικού υποδείγματος BVAR. Βλ. Papaoikonomou, D. (2025), "Stochastic debt sustainability analysis: a methodological note", Bank of Greece Working Paper No. 338, March.
23 Βλ. Table A2.2, σελ. 20 σε European Commission, "Post-Programme Surveillance Report. Greece, Autumn 2024".

που χορηγήθηκαν στο πλαίσιο των μνημονίων με νέο δανεισμό σε όρους αγοράς. Προϋποθέσεις προκειμένου να αξιοποιηθεί αυτό το παράθυρο ευκαιρίας είναι η διαφύλαξη της δημοσιονομικής αξιοπιστίας και η αποτελεσματική αξιοποίηση των ευρωπαϊκών πόρων. Η εκπλήρωση αυτών των προϋποθέσεων θα διασφαλίσει όχι μόνο τη διατήρηση της επενδυτικής βαθμίδας, αλλά και την περαιτέρω βαθμιαία βελτίωση της πιστοληπτικής διαβάθμισης της χώρας.

7 ΠΡΟΫΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ 2025

Το Νοέμβριο του 2024 κατατέθηκε η Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2025, σύμφωνα με την οποία η δημοσιονομική πολιτική για το 2025 εκτιμάται ότι θα είναι επεκτατική εξαιτίας των αυξημένων δαπανών για επενδύσεις μέσω του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας. Εξαιρουμένης της επίπτωσης αυτής εκτιμάται ουδέτερη και ως εκ τούτου παραμένει συμβατή με τους στόχους της νομισματικής πολιτικής. Από το 2025 εφαρμόζεται το νέο ευρωπαϊκό πλαίσιο οικονομικής διακυβέρνησης και τα μακροοικονομικά και δημοσιονομικά μεγέθη που παρουσιάζονται στην Εισηγητική Έκθεση είναι σε εναρμόνιση με τις εκτιμήσεις του Μεσοπρόθεσμου Δημοσιονομικού-Διαρθρωτικού Σχεδίου (ΜΔΣ) 2025-2028 που δημοσιεύθηκε το Σεπτέμβριο βάσει των νέων δημοσιονομικών κανόνων.

Αναλυτικότερα, για το 2025 προβλέπεται πρωτογενές πλεόνασμα της γενικής κυβέρνησης ύψους 2,4% του ΑΕΠ, έναντι πρωτογενούς πλεονάσματος 2,5% του ΑΕΠ το 2024. Οι εκτιμήσεις αυτές στηρίζονται στην πρόβλεψη για οριακή επιτάχυνση του ρυθμού μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ σε 2,3% το 2025 (από 2,2% το 2024) με παράλληλη επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης του αποπληθωριστή του ΑΕΠ σε 2,2% το 2025 (από 3,0% το 2024). Το δημόσιο χρέος το 2025 προβλέπεται να αποκλιμακωθεί σε 147,5% του ΑΕΠ (από 154,0% του ΑΕΠ το 2024), πρωτίστως χάρη στη συνεχιζόμενη, αν και μικρότερη, μειωτική συμβολή της διαφοράς μεταξύ του έμμεσου επιτοκίου δανεισμού και του ρυθμού μεταβολής του ονομαστικού ΑΕΠ (snowball effect) και δευτερευόντως χάρη στην επίτευξη πρωτογενούς πλεονάσματος ύψους 2,4% του ΑΕΠ. Σε ονομαστικούς όρους το δημόσιο χρέος της γενικής κυβέρνησης αναμένεται να διατηρηθεί αμετάβλητο σε 365,0 δισεκ. ευρώ.

Η πρόβλεψη περιλαμβάνει νέα δημοσιονομικά μέτρα με ισχύ από το 2025, με καθαρή δημοσιονομική επίπτωση ύψους 1,1 δισεκ. ευρώ (0,5% του ΑΕΠ), με κύριους στόχους την ενίσχυση του διαθέσιμου εισοδήματος, τη μείωση των κοινωνικών ανισοτήτων και την αντιμετώπιση σημαντικών κοινωνικών προβλημάτων, όπως το δημογραφικό και το στεγαστικό, καθώς και των επιπτώσεων από φυσικές καταστροφές. Αναλυτικότερα, για το 2025 οι κυριότερες νέες παρεμβάσεις στο σκέλος των εσόδων περιλαμβάνουν: (α) τη μείωση κατά μία ποσοστιαία μονάδα των ασφαλιστικών εισφορών, (β) την κατάργηση του τέλους επιτηδεύματος για τους ελεύθερους επαγγελματίες, σε συνέχεια της μείωσής του κατά 50% το 2024, (γ) τη μονιμοποίηση της απαλλαγής του αγροτικού πετρελαίου από τον ΕΦΚ, (δ) την αυτοτελή φορολόγηση εφημεριών ιατρών ΕΣΥ, (ε) τη μείωση φόρων χαρτοσήμου σε μια σειρά από συναλλαγές, καθώς και (στ) κίνητρα για την καινοτομία, τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές. Στο σκέλος των δαπανών, τα κυριότερα μέτρα για το 2025 περιλαμβάνουν: (α) την αύξηση συντάξεων με βάση το ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ και τον πληθωρισμό, (β) την οριζόντια αύξηση του μισθολογίου του δημόσιου τομέα από τον Απρίλιο του 2025, ώστε ο εισαγωγικός μισθός να μην υπολείπεται του επιπέδου του κατώτατου μισθού, (γ) την αύξηση της αποζημίωσης της νυχτερινής απασχόλησης των ενστόλων, καθώς και (δ) τη διάθεση εσόδων από το τέλος κρουαζιέρας για έργα υποδομών.

Ο Προϋπολογισμός περιλαμβάνει όριο δαπανών ύψους 4,9 δισεκ. ευρώ για δράσεις που θα χρηματοδοτηθούν το 2025 από το σκέλος των επιχορηγήσεων του Ταμείου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (ΤΑΑ), το οποίο είναι αυξημένο έναντι του 2024 κατά 1,6 δισεκ. ευρώ. Σημειώνεται επίσης η εκτίμηση για εισπράξεις αποκρατικοποιήσεων συνολικού ύψους 1,9 δισεκ. ευρώ το 2025, οι οποίες αφορούν κυρίως τη σύμβαση παραχώρησης της Εγνατίας Οδού (1,4 δισεκ. ευρώ). Τέλος, το 2025 προβλέπονται αυξημένες φυσικές παραλαβές εξοπλιστικών προγραμ-

μάτων κατά 0,7 δισεκ. ευρώ, ενώ οι ταμειακές πληρωμές προβλέπεται να διατηρηθούν στο ίδιο επίπεδο όπως το 2024, στα 2,5 δισεκ. ευρώ.

Οι προβλέψεις του Προϋπολογισμού για το 2025 είναι σύμφωνες με το αναθεωρημένο ευρωπαϊκό δημοσιονομικό πλαίσιο, καθώς συνεπάγονται αύξηση των καθαρών πρωτογενών δαπανών κατά 3,6% το 2025 σε σχέση με το 2024, χαμηλότερα από το όριο του 3,7% που προτείνει η Ευρωπαϊκή Επιτροπή. Επιπλέον, η πρόβλεψη για δημοσιονομικό έλλειμμα 0,6% του ΑΕΠ ικανοποιεί με μεγάλη ασφάλεια το κριτήριο για έλλειμμα μικρότερο του 3% του ΑΕΠ, η δε προβλεπόμενη μείωση του χρέους κατά 6,5 ποσ. μον. του ΑΕΠ το 2024 υπερβαίνει σημαντικά την ελάχιστη απαιτούμενη μέση ετήσια μείωση για τις χώρες με χρέος άνω του 90% του ΑΕΠ, που είναι 1 ποσοστιαία μονάδα.

ΕΙΔΙΚΟ ΘΕΜΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ V

Η ΠΡΩΤΗ ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΩΝ ΝΕΩΝ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΝΟΝΩΝ ΤΗΣ ΕΕ: ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ, ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΚΑΙ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

I. Εισαγωγή

Τα Μεσοπρόθεσμα Δημοσιονομικά-Διαρθρωτικά Σχέδια (ΜΔΣ) αποτελούν το θεμέλιο του νέου πλαισίου οικονομικής διακυβέρνησης της ΕΕ, καθορίζοντας τόσο τη δημοσιονομική πορεία του κράτους-μέλους όσο και τις προτεραιότητες για δημόσιες επενδύσεις και μεταρρυθμίσεις. Αυτές οι πολιτικές θα πρέπει να διασφαλίζουν σταδιακή και σταθερή μείωση του δημόσιου χρέους, καθώς και την επίτευξη βιώσιμης και συμπεριληπτικής ανάπτυξης, αποφεύγοντας προκυκλικές πρακτικές.

Κατ' εφαρμογή των νέων αναθεωρημένων δημοσιονομικών κανόνων,[1] τα περισσότερα κράτη-μέλη της ΕΕ κατέθεσαν τον Οκτώβριο του 2024 για πρώτη φορά τα εθνικά ΜΔΣ τους στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή.[2] Προηγήθηκε τρίμηνη διαπραγμάτευση μεταξύ των εθνικών και των ευρωπαϊκών αρχών με στόχο τον προσδιορισμό των αναγκών δημοσιονομικής προσαρμογής και του ανώτατου ρυθμού αύξησης των εθνικά χρηματοδοτούμενων καθαρών πρωτογενών δαπανών που ικανοποιούν τα διάφορα κριτήρια βιωσιμότητας του νέου δημοσιονομικού πλαισίου. Το Νοέμβριο του 2024 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή αξιολόγησε και ενέκρινε τα εθνικά ΜΔΣ, καθορίζοντας ουσιαστικά τη δημοσιονομική προσαρμογή που απαιτείται από τα κράτη-μέλη για την 4ετή περίοδο 2025-28 (ή 2025-31 στην περίπτωση 7ετούς ΜΔΣ).[3]

Σκοπός του ειδικού θέματος είναι η συγκριτική ανάλυση της δημοσιονομικής στρατηγικής των κρατών-μελών της ΕΕ για τα επόμενα έτη, με βάση τα εθνικά ΜΔΣ και την αξιολόγηση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής επ' αυτών. Ειδικότερα, δίνεται έμφαση στα εξής: (α) στη δημοσιονομική προσαρμογή, σε όρους διαρθρωτικού πρωτογενούς αποτελέσματος, που απαιτείται για την ικανοποίηση των διαφόρων κριτηρίων δημοσιονομικής βιωσιμότητας, (β) στο ρυθμό μεταβολής των εθνικά χρηματοδοτούμενων καθαρών πρωτογενών δαπανών, που αποτελεί το λειτουργικό δείκτη συμμόρφωσης με τους νέους δημοσιονομικούς κανόνες, και στο διαθέσιμο δημοσιονομικό χώρο, όπως αυτός προκύπτει από την αύξηση των καθαρών πρωτογενών δαπανών (ως ποσοστού του ΑΕΠ), (γ) στο ύψος του απαιτούμενου πρωτογενούς αποτελέσματος, (δ) στο ρυθμό μείωσης του δημόσιου χρέους και στις μακροχρόνιες προβολές του λόγου χρέους/ΑΕΠ και (ε) στην κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής για το 2025 την οποία συνεπάγεται η απαιτούμενη προσαρμογή. Για τους σκοπούς της ανάλυσης, γίνεται κατηγοριοποίηση των χωρών ανάλογα με το επίπεδο μεσοπρόθεσμου δημοσιονομικού κινδύνου, όπως αυτός αξιολογείται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

II. Αξιολόγηση μεσοπρόθεσμων δημοσιονομικών κινδύνων

Οι νέοι δημοσιονομικοί κανόνες της ΕΕ ενσωματώνουν την αξιολόγηση δημοσιονομικών κινδύνων μεσοπρόθεσμου ορίζοντα της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, όπως αυτή αναλύεται στην ετήσια Έκθεση Βιωσιμότητας Χρέους (Debt Sustainability Monitor, DSM). Η DSM παρέχει μια αναλυτική αξιολόγηση κινδύνου, διακρίνοντας τις χώρες σε *χαμηλού, μεσαίου* και *υψηλού κινδύνου*, ανάλογα με την πορεία του χρέους τους, τις δημοσιονομικές τους πολιτικές και

1 Αναλυτικότερα βλ. Ειδικό θέμα Κεφαλαίου V "Νέοι δημοσιονομικοί κανόνες στο πλαίσιο της αναθεώρησης της οικονομικής διακυβέρνησης της ΕΕ", Τράπεζα της Ελλάδος, *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2023*, Απρίλιος 2024, σελ. 191.

2 Συνολικά έχουν κατατεθεί 22 ΜΔΣ από ισάριθμα κράτη-μέλη της ΕΕ, ενώ 5 χώρες (Αυστρία, Βέλγιο, Βουλγαρία, Γερμανία, Λιθουανία) έχουν καθυστερήσει την υποβολή σχεδίων λόγω γενικών εκλογών και του σχηματισμού νέων κυβερνήσεων.

3 Για περισσότερες λεπτομέρειες σχετικά με τα εθνικά ΜΔΣ και τις αξιολογήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, βλ. National medium-term fiscal-structural plans, Νοέμβριος 2024. Για 5 από τα συνολικά 22 ΜΔΣ προβλέπεται 7ετής περίοδος δημοσιονομικής προσαρμογής (συγκεκριμένα για τα ΜΔΣ της Φινλανδίας, της Γαλλίας, της Ιταλίας, της Ρουμανίας και της Ισπανίας).

τις μακροοικονομικές συνθήκες. Οι νέοι κανόνες επιτρέπουν διαφοροποιημένο ρυθμό δημοσιονομικής προσαρμογής, ανάλογα με το προφίλ κινδύνου κάθε χώρας, αντί να εφαρμόζουν μια ενιαία (οριζόντια) προσέγγιση για όλα τα κράτη-μέλη. Μέσω της ενσωμάτωσης αυτών των αξιολογήσεων, οι νέοι δημοσιονομικοί κανόνες επιδιώκουν να εξασφαλίσουν ότι τα κράτη-μέλη ακολουθούν δημοσιονομικές πολιτικές που οδηγούν σε σταθερή και βιώσιμη μείωση του δημόσιου χρέους (ή αποτρέπουν την υπερβολική συσσώρευση χρέους), διατηρώντας ταυτόχρονα τη μακροοικονομική σταθερότητα. Παράλληλα, επιδιώκεται η μείωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων χωρίς να επιβάλλεται προκυκλική λιτότητα, επιτρέποντας μια πιο σταδιακή προσαρμογή, ανάλογα με το βαθμό του δημοσιονομικού κινδύνου (risk-based fiscal adjustment), και παρέχοντας στα κράτη-μέλη ευελιξία στο σχεδιασμό των ΜΔΣ. Επιπλέον, η χρήση αυτών των αξιολογήσεων στο νέο δημοσιονομικό πλαίσιο ενισχύει την προβλεψιμότητα και τη διαφάνεια των πολιτικών αποφάσεων για την ακολουθούμενη δημοσιονομική στρατηγική, ενώ αυξάνει την εμπιστοσύνη των αγορών στις ευρωπαϊκές οικονομίες, καθώς η DSM είναι μια δημόσια έκθεση βασισμένη σε λεπτομερή δημοσιονομικά και μακροοικονομικά στοιχεία.

Στην ανάλυση που ακολουθεί χρησιμοποιείται η κατηγοριοποίηση των χωρών ανάλογα με το επίπεδο μεσοπρόθεσμου δημοσιονομικού κινδύνου, σύμφωνα με την ετήσια Έκθεση Βιωσιμότητας Χρέους 2023.[4] Συνολικά, 9 κράτη-μέλη κατατάσσονται στην κατηγορία υψηλού κινδύνου, 11 κράτη-μέλη χαρακτηρίζονται ως μεσαίου κινδύνου, ενώ 7 βρίσκονται σε χαμηλό κίνδυνο.[5]

III. Ανάγκες δημοσιονομικής προσαρμογής

Ο καθορισμός των αναγκών δημοσιονομικής προσαρμογής βασίζεται σε πέντε κριτήρια βιωσιμότητας, με στόχο τόσο τη διασφάλιση της μακροχρόνιας βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους όσο και τη διατήρηση του δημοσιονομικού ελλείμματος κάτω από το όριο του 3% (βλ. τον πίνακα)**.** Στις χώρες όπου διαπιστώνεται ανάγκη δημοσιονομικής προσαρμογής, απαιτείται η συμμόρφωση με ένα ή περισσότερα κριτήρια, τα οποία διαχωρίζονται σε δεσμευτικά και μη. Σύμφωνα με τις κατευθυντήριες οδηγίες της Ευρωπαϊκής Επιτροπής,[6] τα **κριτήρια βιωσιμότητας του χρέους (DSA-based criteria)** βάσει του νέου πλαισίου έχουν κεντρικό ρόλο στον προσδιορισμό των αναγκών προσαρμογής, ιδίως για τις χώρες υψηλού κινδύνου. Αντίθετα, για τις χώρες χαμηλού κινδύνου, όπου δεν απαιτείται προσαρμογή, το βασικό κριτήριο είναι η συμμόρφωση με τις απαιτήσεις του **Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης (ΣΣΑ).** Σε ορισμένες χώρες που έχουν υπαχθεί σε Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος (ΔΥΕ)[7] (όπως η Ιταλία, η Γαλλία και η Μάλτα), το **κριτήριο του ελλείμματος αναφοράς (deficit benchmark)** είναι δεσμευτικό για συγκεκριμένα έτη της περιόδου προσαρμογής. Το **κριτήριο διασφάλισης της βιωσιμότητας χρέους (debt sustainability safeguard),** που προβλέπει μια ελάχιστη μείωση χρέους κατά την περίοδο προσαρμογής, είναι δεσμευτικό για τη Φινλανδία. Στην περίπτωση της Ελλάδος, οι ανάγκες προσαρμογής καθορίστηκαν κυρίως με βάση τη βιωσιμότητα του χρέους,

4 European Commission, "Debt Sustainability Monitor 2023", Institutional Paper No. 271, March 2024 (σελ. 39-58).

5 Η κατηγοριοποίηση των χωρών ανάλογα με το δημοσιονομικό κίνδυνο σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα είναι η εξής: **Χώρες υψηλού κινδύνου**: Βέλγιο, Ελλάδα, Ισπανία, Γαλλία, Ιταλία, Πορτογαλία, Ρουμανία, Σλοβακία, Φινλανδία. **Χώρες μεσαίου κινδύνου**: Βουλγαρία, Τσεχία, Γερμανία, Κροατία, Κύπρος, Λιθουανία, Ουγγαρία, Μάλτα, Αυστρία, Πολωνία, Σλοβενία. **Χώρες χαμηλού κινδύνου**: Δανία, Εσθονία, Ιρλανδία, Λεττονία, Λουξεμβούργο, Ολλανδία, Σουηδία. Ειδικότερα, η κατηγοριοποίηση *υψηλού κινδύνου* οφείλεται κυρίως στη δυναμική του χρέους υπό το βασικό σενάριο αμετάβλητης δημοσιονομικής πολιτικής (no-fiscal-policy-change), είτε λόγω ήδη υψηλών και αυξανόμενων λόγων χρέους/ΑΕΠ (Βέλγιο, Γαλλία, Ιταλία), είτε λόγω αύξησης του χρέους πέραν του 90% του ΑΕΠ (Ρουμανία, Σλοβακία, Φινλανδία), είτε λόγω μείωσης του χρέους αλλά διατήρησής του σε υψηλό επίπεδο με περιορισμένα περιθώρια για περαιτέρω προσαρμογή (Ελλάδα). Σε αρκετές περιπτώσεις, η στοχαστική ανάλυση επιβεβαιώνει τον υψηλό κίνδυνο περαιτέρω αύξησης του χρέους σε βάθος πενταετίας (Βέλγιο, Ισπανία, Γαλλία, Ιταλία, Φινλανδία) και καταδεικνύει σημαντική αβεβαιότητα γύρω από τις βασικές προβλέψεις (Ελλάδα, Πορτογαλία, Ρουμανία). Η ευπάθεια σε δυσμενέστερα σενάρια, ιδίως σε περίπτωση λιγότερο ευνοϊκών μακροοικονομικών και χρηματοπιστωτικών συνθηκών ή αποδυνάμωσης της δημοσιονομικής θέσης, αποτελεί επίσης παράγοντα υψηλής επικινδυνότητας (Πορτογαλία). Επιπλέον, οι εκτιμώμενες χρηματοδοτικές ανάγκες υποδηλώνουν ότι οι χώρες με τα υψηλότερα επίπεδα χρέους θα μπορούσαν επίσης να αντιμετωπίσουν πιθανές προκλήσεις ρευστότητας.

6 Βλ. Commission prior guidance, Ιούνιος 2024.

7 Συνολικά, 8 χώρες εντάχθηκαν σε ΔΥΕ: Βέλγιο, Γαλλία, Ιταλία, Ουγγαρία, Μάλτα, Πολωνία, Σλοβακία, Ρουμανία (Πηγή: 2025 European Semester: bringing the new economic governance framework to life, Ευρωπαϊκή Επιτροπή, 26.11.2024).

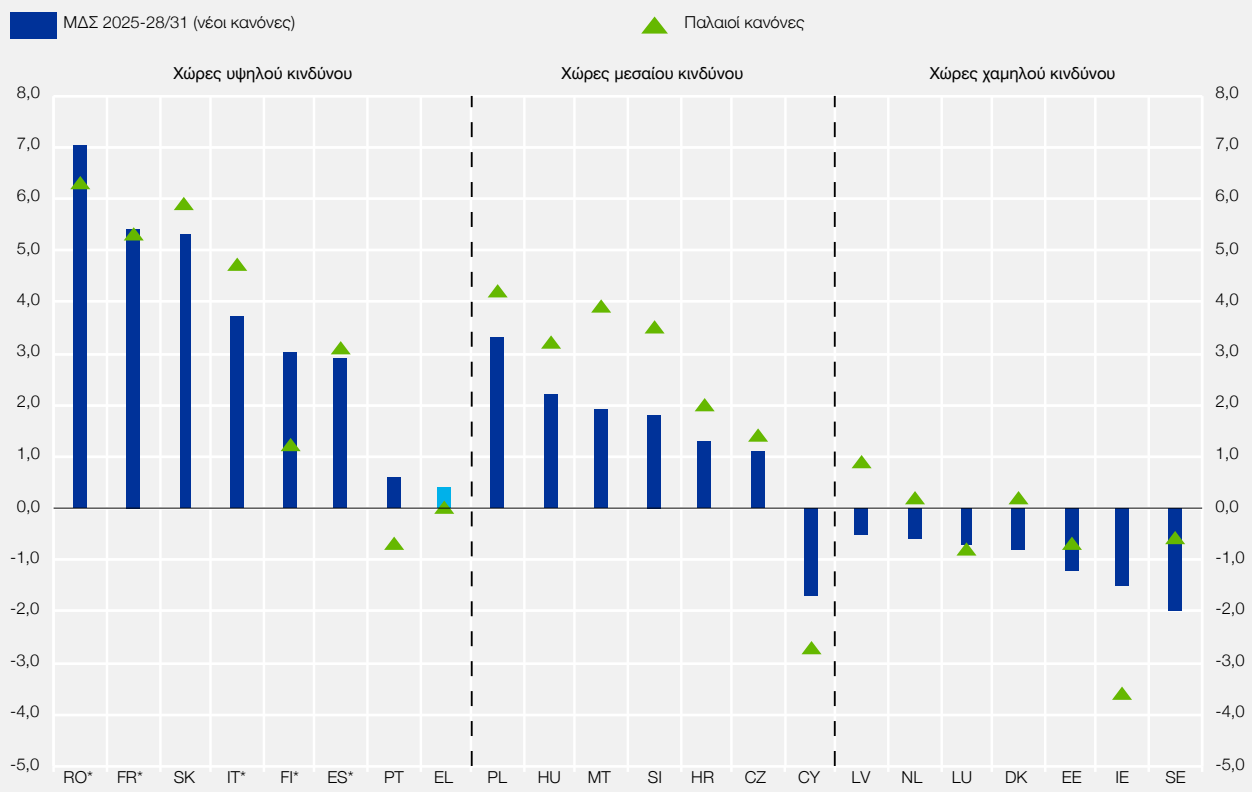
Ικανοποίηση κριτηρίων δημοσιονομικής βιωσιμότητας, με βάση τα οποία προσδιορίστηκαν οι ανάγκες προσαρμογής[1]

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
			Χώρες υψηλού κινδύνου				
Ελλάδα (EL)	3/1	1	1	1			
Πορτογαλία (PT)	1	1	1	1			
Ρουμανία (RO)*	1	1	1	1	1	1	1
Ισπανία (ES)*	1	1	1	1	1	1	1
Ιταλία (IT)*	1	1	1	4/1	4/1	4/1	1
Σλοβακία (SK)	1	1	1	1			
Φινλανδία (FI)*	2/1	2/1	2/1	2/1	2/1	2/1	2/1
Γαλλία (FR)*	1	1	1	4/1	4/1	4/1	4/1
			Χώρες μεσαίου κινδύνου				
Ουγγαρία (HU)	1	1	1	1			
Κροατία (HR)	5	5	5	5			
Τσεχία (CZ)	5	5	5	5			
Κύπρος (CY)	0	0	0	0			
Πολωνία (PL)	1	1	1	1			
Σλοβενία (SI)	4/1	4/1	4/1	4/1	1	1	1
Μάλτα (MT)							
			Χώρες χαμηλού κινδύνου				
Δανία (DK)	5/0	5/0	5/0	5/0			
Λεττονία (LV)	5/0	5/0	5/0	5/0			
Λουξεμβούργο (LU)	-	-	-	-			
Ιρλανδία (IE)	-	-	-	-			
Ολλανδία (NL)	5/0	5/0	5/0	5/0			
Εσθονία (EE)	0	0	0	0			
Σουηδία (SE)	5/0	5/0	5/0	5/0			

Πηγές: Κατευθυντήριες οδηγίες Ευρωπαϊκής Επιτροπής, Ιούνιος 2024, και National medium-term fiscal-structural plans.
Σημειώσεις: Κριτήρια δημοσιονομικής βιωσιμότητας:
0. **Δεν απαιτείται προσαρμογή**.
1. **Κριτήρια βιωσιμότητας χρέους (DSA-based criteria)**: Αξιόπιστη καθοδική πορεία του λόγου χρέους/ΑΕΠ (ή παραμονή του σε συνετά επίπεδα) στο βασικό σενάριο αμετάβλητης πολιτικής μετά την περίοδο προσαρμογής. (α) Μέχρι το τέλος της περιόδου προσαρμογής, και κατά τα επόμενα 10 έτη, το χρέος μειώνεται ή παραμένει κάτω από το 60% του ΑΕΠ τόσο στα σενάρια προσαρμογής όσο και στα σενάρια αντοχής (stress tests), (β) Στα 5 έτη μετά την περίοδο προσαρμογής, το χρέος μειώνεται με επαρκώς υψηλή πιθανότητα (τουλάχιστον 70%), σύμφωνα με τη μεθοδολογία στοχαστικής ανάλυσης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής που περιγράφεται στην DSM, (γ) Το έλλειμμα μειώνεται και παραμένει κάτω από το 3% του ΑΕΠ μεσοπρόθεσμα.
2. **Κριτήριο διασφάλισης βιωσιμότητας χρέους (debt sustainability safeguard)**: (α) Οι χώρες με χρέος άνω του 90% του ΑΕΠ θα πρέπει να μειώνουν το χρέος τους κατά 1 ποσ. μον. του ΑΕΠ τουλάχιστον κατά μέσο όρο ετησίως στη διάρκεια της περιόδου προσαρμογής. (β) Οι χώρες με χρέος μεταξύ 60% και 90% του ΑΕΠ θα πρέπει να μειώνουν το χρέος τους τουλάχιστον κατά 0,5 ποσ. μον. του ΑΕΠ κατά μέσο όρο ετησίως στη διάρκεια της περιόδου προσαρμογής.
3. **Κριτήριο διασφάλισης ανθεκτικότητας ελλείμματος (deficit resilience safeguard)**: Σύγκλιση προς διαρθρωτικό δημοσιονομικό έλλειμμα 1,5% του ΑΕΠ.
4. **Κριτήριο ελλείμματος αναφοράς (deficit benchmark)**: Το δημοσιονομικό έλλειμα θα πρέπει να είναι μικρότερο του 3% του ΑΕΠ (αφορά χώρες που βρίσκονται σε Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος (Excessive Deficit Procedure, EDP).
5. **Συμμόρφωση με απαιτήσεις ΣΣΑ** (το δημοσιονομικό έλλειμμα διατηρείται κάτω από το 3% του ΑΕΠ και το δημόσιο χρέος παραμένει κάτω από το 60% του ΑΕΠ μετά την περίοδο προσαρμογής).

Σε ορισμένες χώρες, οι ανάγκες δημοσιονομικής προσαρμογής προσδιορίζονται με βάση την ικανοποίηση περισσότερων του ενός κριτηρίων (το δεσμευτικό κριτήριο δηλώνεται με έντονη γραφή).
– : Δεν υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία.
* 7ετές ΜΔΣ.
1 Τον Ιούνιο του 2024, τα κράτη-μέλη με δημόσιο χρέος άνω του 60% του ΑΕΠ ή με δημοσιονομικό έλλειμμα άνω του 3% του ΑΕΠ έλαβαν από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή κατευθυντήριες οδηγίες για τη "δημοσιονομική πορεία αναφοράς" ("reference trajectory") με βάση τους εκτιμώμενους κινδύνους, η οποία προσδιόριζε τις ανάγκες δημοσιονομικής προσαρμογής σε όρους βελτίωσης του διαρθρωτικού πρωτογενούς αποτελέσματος για την ικανοποίηση των διαφόρων κριτηρίων δημοσιονομικής βιωσιμότητας που προβλέπονται στο νέο πλαίσιο. Για τα κράτη-μέλη με δημοσιονομικό έλλειμμα κάτω από την τιμή αναφοράς 3% του ΑΕΠ και δημόσιο χρέος μικρότερο του 60% του ΑΕΠ, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή παρείχε (κατόπιν σχετικού αιτήματος) "τεχνική πληροφόρηση" ("technical information") σχετικά με το ύψος του διαρθρωτικού πρωτογενούς αποτελέσματος που απαιτείται προκειμένου το έλλειμμα να διατηρείται κάτω από το 3% του ΑΕΠ χωρίς πρόσθετα μέτρα πολιτικής για περίοδο 10 ετών μετά το τέλος του εθνικού ΜΔΣ.

Διάγραμμα Α Μεταβολή διαρθρωτικού πρωτογενούς αποτελέσματος (σωρευτική)



Πηγές: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, National medium-term fiscal-structural plans, Νοέμβριος 2024, AMECO database και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.
* 7ετές ΜΔΣ.

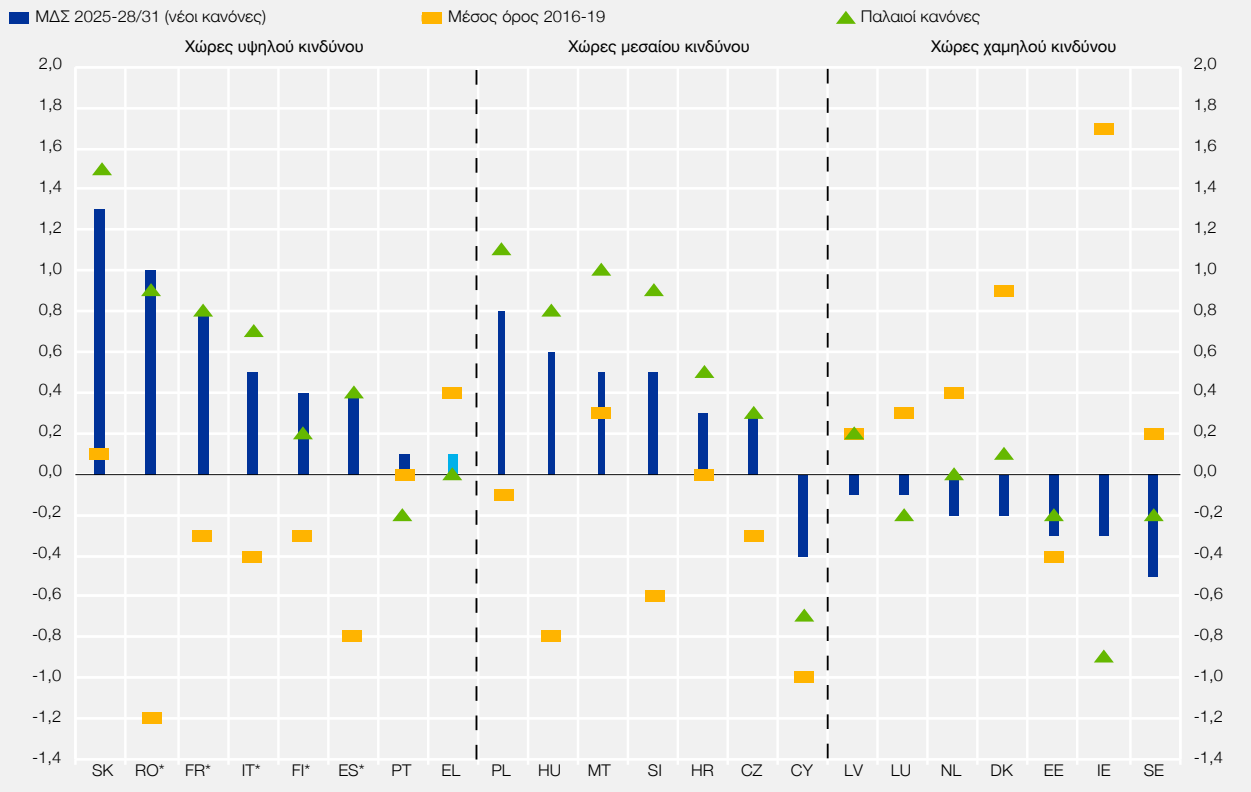
ενώ ειδικότερα για το 2025 συνεκτιμήθηκε και το **κριτήριο διασφάλισης της ανθεκτικότητας του ελλείμματος (deficit resilience safeguard),** ως σημαντικό στοιχείο του σχεδιασμού της δημοσιονομικής στρατηγικής, ώστε να δημιουργηθούν δημοσιονομικά αποθέματα (fiscal buffers).

Η δημοσιονομική προσαρμογή ορίζεται σε όρους βελτίωσης του διαρθρωτικού πρωτογενούς δημοσιονομικού αποτελέσματος.[8] Σύμφωνα με τα εθνικά ΜΔΣ, οι χώρες υψηλού κινδύνου απαιτείται να εφαρμόσουν σημαντική προσαρμογή προκειμένου να ανταποκριθούν στα κριτήρια δημοσιονομικής βιωσιμότητας. Για το λόγο αυτό, πολλές εξ αυτών επέλεξαν να εφαρμόσουν 7ετές πρόγραμμα, ώστε η προσαρμογή να είναι ήπια και να αποφευχθούν πιθανές προκυκλικές επιπτώσεις της δημοσιονομικής πολιτικής. Σε *σωρευτική βάση*, η προσαρμογή για τη Ρουμανία, τη Γαλλία και τη Σλοβακία υπερβαίνει τις 5 ποσοστιαίες μονάδες (ποσ. μον.) του ΑΕΠ. Αντίθετα, στις χώρες χαμηλού κινδύνου, η συμμόρφωση με το νέο δημοσιονομικό πλαίσιο είναι συμβατή με δημοσιονομική χαλάρωση. Σε σύγκριση με τους παλαιούς δημοσιονομικούς κανόνες, η προσαρμογή που απαιτείται είναι μικρότερη για τις περισσότερες χώρες (κυρίως μεσαίου και χαμηλού κινδύνου)[9] (βλ. Διάγραμμα Α). Σε *ετήσια βάση*, κατά μέσο όρο, σχεδόν όλες οι χώρες υψηλού και μεσαίου κινδύνου απαιτείται να εφαρμόσουν μεγαλύτερη προσαρμογή σε σύγκριση

8 Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, το διαρθρωτικό πρωτογενές αποτέλεσμα ορίζεται ως το πρωτογενές έλλειμμα/πλεόνασμα προσαρμοσμένο ως προς την επίδραση του οικονομικού κύκλου (δηλ. το κυκλικά διορθωμένο πρωτογενές αποτέλεσμα), εξαιρουμένων των προσωρινών και μη επαναλαμβανόμενων δημοσιονομικών μέτρων. Χρησιμοποιείται ως κύριος δείκτης δημοσιονομικής πολιτικής στο Ευρωπαϊκό Δημοσιονομικό Πλαίσιο για την αξιολόγηση της δημοσιονομικής προσαρμογής των κρατών-μελών, καθώς επιτρέπει την αξιολόγηση της *υποκείμενης δημοσιονομικής θέσης* μιας χώρας, ανεξάρτητα από τις διακυμάνσεις του οικονομικού κύκλου και τις προσωρινές παρεμβάσεις.

9 Στις χώρες υψηλού κινδύνου, το νέο πλαίσιο απαιτεί μεγαλύτερη προσαρμογή (με εξαίρεση τη Σλοβακία, την Ιταλία και την Ισπανία).

Διάγραμμα Β Μεταβολή διαρθρωτικού πρωτογενούς αποτελέσματος (μέσος ετήσιος ρυθμός)



Πηγές: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, National medium-term fiscal-structural plans, Νοέμβριος 2024, AMECO database και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.
* 7ετές ΜΔΣ.

με την περίοδο 2016-19, γεγονός που αντανακλά τις αυξημένες δημοσιονομικές προκλήσεις που αντιμετωπίζουν τα κράτη-μέλη. Ωστόσο, η ετήσια αυτή προσαρμογή είναι, στις περισσότερες περιπτώσεις, μικρότερη από εκείνη που προέβλεπαν οι παλαιοί κανόνες.[10] Στις χώρες χαμηλού κινδύνου επιτρέπεται δημοσιονομική χαλάρωση, ενώ κατά την περίοδο 2016-19 είχαν προβεί σε προσαρμογή (βλ. Διάγραμμα Β). Η Ελλάδα εμφανίζει τις χαμηλότερες ανάγκες προσαρμογής μεταξύ των χωρών που απαιτείται να καταβάλουν δημοσιονομική προσπάθεια (0,4 ποσ. μον. του ΑΕΠ σωρευτικά). Σε ετήσια βάση, είναι η μόνη χώρα όπου η μέση απαιτούμενη προσαρμογή είναι χαμηλότερη από εκείνη που είχε πραγματοποιηθεί στο παρελθόν και οριακά υψηλότερη από αυτή που προέβλεπαν οι παλαιοί κανόνες. Το γεγονός αυτό αναδεικνύει την ανθεκτικότητα των δημόσιων οικονομικών της, αποτέλεσμα της διαρθρωτικής φύσης της προσαρμογής της προηγούμενης δεκαετίας και της συνετής δημοσιονομικής διαχείρισης της περιόδου 2020-24.

IV. Εθνικά χρηματοδοτούμενες πρωτογενείς δαπάνες και δημοσιονομικός χώρος

Η συμμόρφωση με τους νέους δημοσιονομικούς κανόνες παρακολουθείται μέσω του λειτουργικού κανόνα δαπανών, ο οποίος αποτελεί το κύριο εργαλείο εποπτείας της δημοσιονομικής πολιτικής. Τα ΜΔΣ θέτουν τη βασική δημοσιονομική δέσμευση των κρατών-μελών, διασφαλίζοντας ότι ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των καθαρών πρωτογενών δαπανών[11]

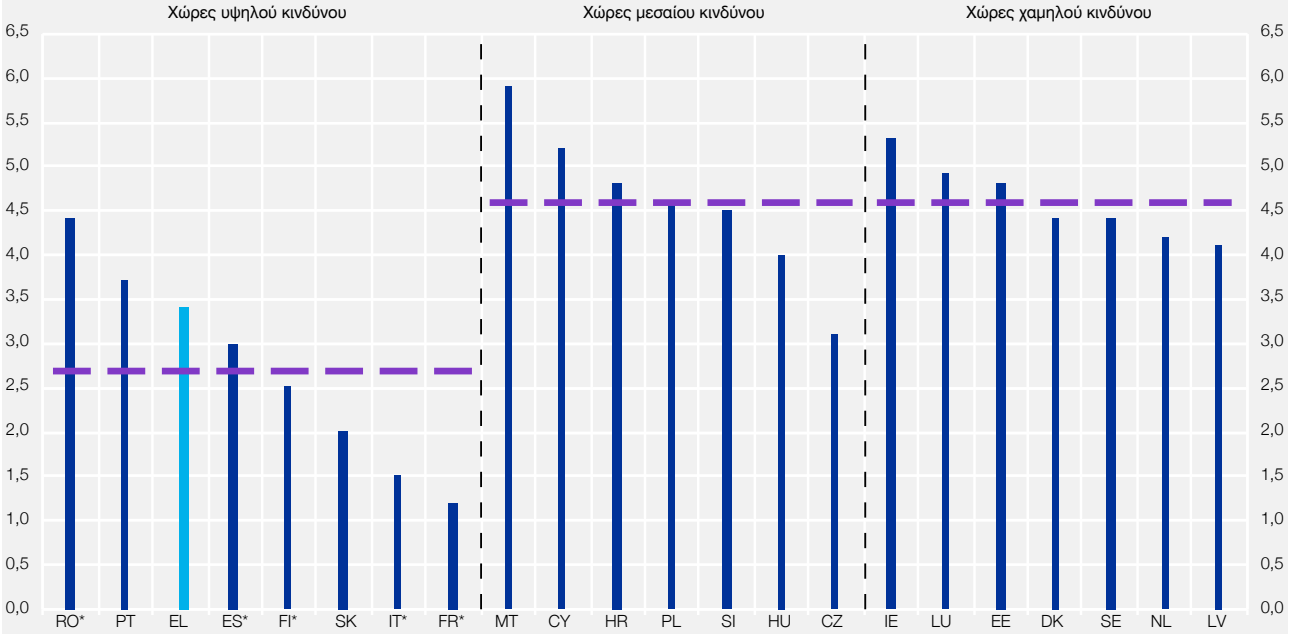
10 Εκτός από τη Ρουμανία, τη Φινλανδία, την Πορτογαλία, την Ελλάδα και την Κύπρο.

11 Ως καθαρές πρωτογενείς δαπάνες ορίζονται οι *εθνικά* χρηματοδοτούμενες δαπάνες εξαιρουμένων των δαπανών για τόκους και των κυκλικών δαπανών που αφορούν επιδόματα ανεργίας, μείον τα διακριτικά (discretionary) δημοσιονομικά μέτρα στην πλευρά των εσόδων. Σημειώνεται ακόμη ότι προβλέπεται η εξαίρεση της εθνικής συμμετοχής σε συγχρηματοδοτούμενα προγράμματα από την ΕΕ. Το ανώτατο όριο για τον ετήσιο ρυθμό μεταβολής των καθαρών πρωτογενών δαπανών (ΚΠΔ) υπολογίζεται ως εξής:

$$\%\,\Delta\,(KΠΔ) = \%\,\Delta\,(ονομ.\,δυνητικού\ ΑΕΠ) - \left(\frac{\Delta\,(διαρθρωτικού\ πρωτογενούς\ αποτελέσματος)}{πρωτογενείς\ δαπάνες\ ως\ \%\ ΑΕΠ\ το\ έτος\ πριν\ την\ προσαρμογή}\right) * 100$$

Διάγραμμα Γ Καθαρές πρωτογενείς δαπάνες

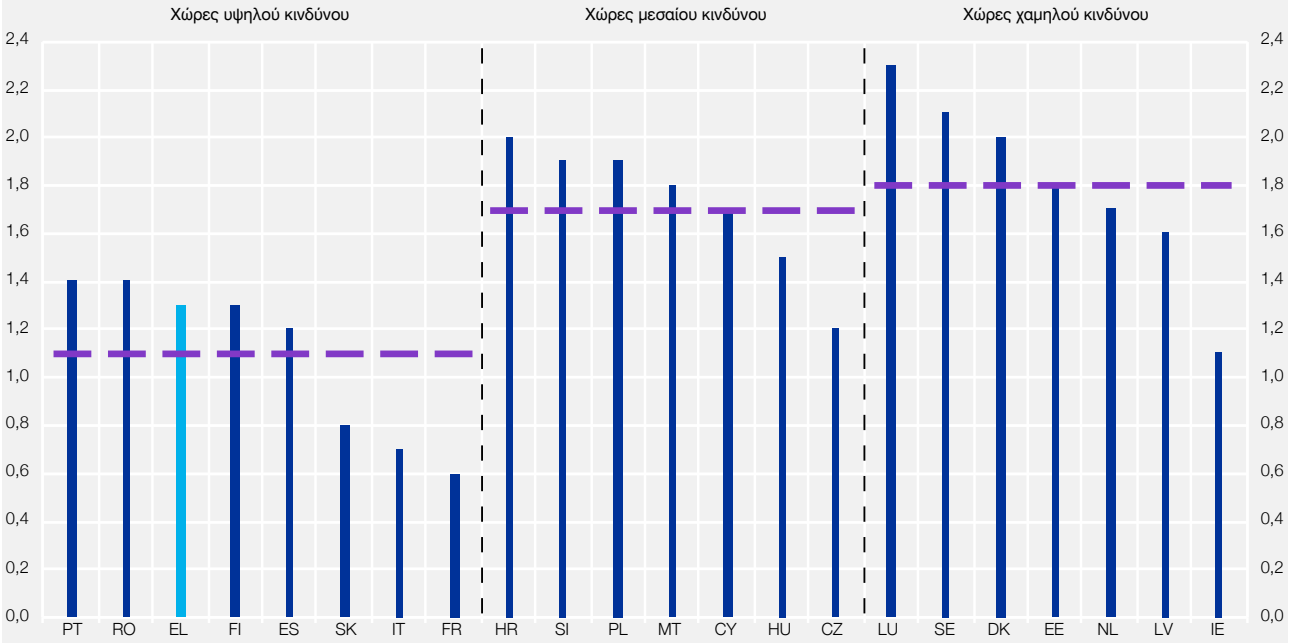
(ετήσιος ρυθμός μεταβολής, μέσος όρος περιόδου προσαρμογής 2025-28/31)



Πηγές: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, National medium-term fiscal-structural plans, Νοέμβριος 2024 και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.
* 7ετές ΜΔΣ.

Διάγραμμα Δ Μεταβολή καθαρών πρωτογενών δαπανών

(% του ΑΕΠ, μέσος όρος περιόδου προσαρμογής 2025-28/31)



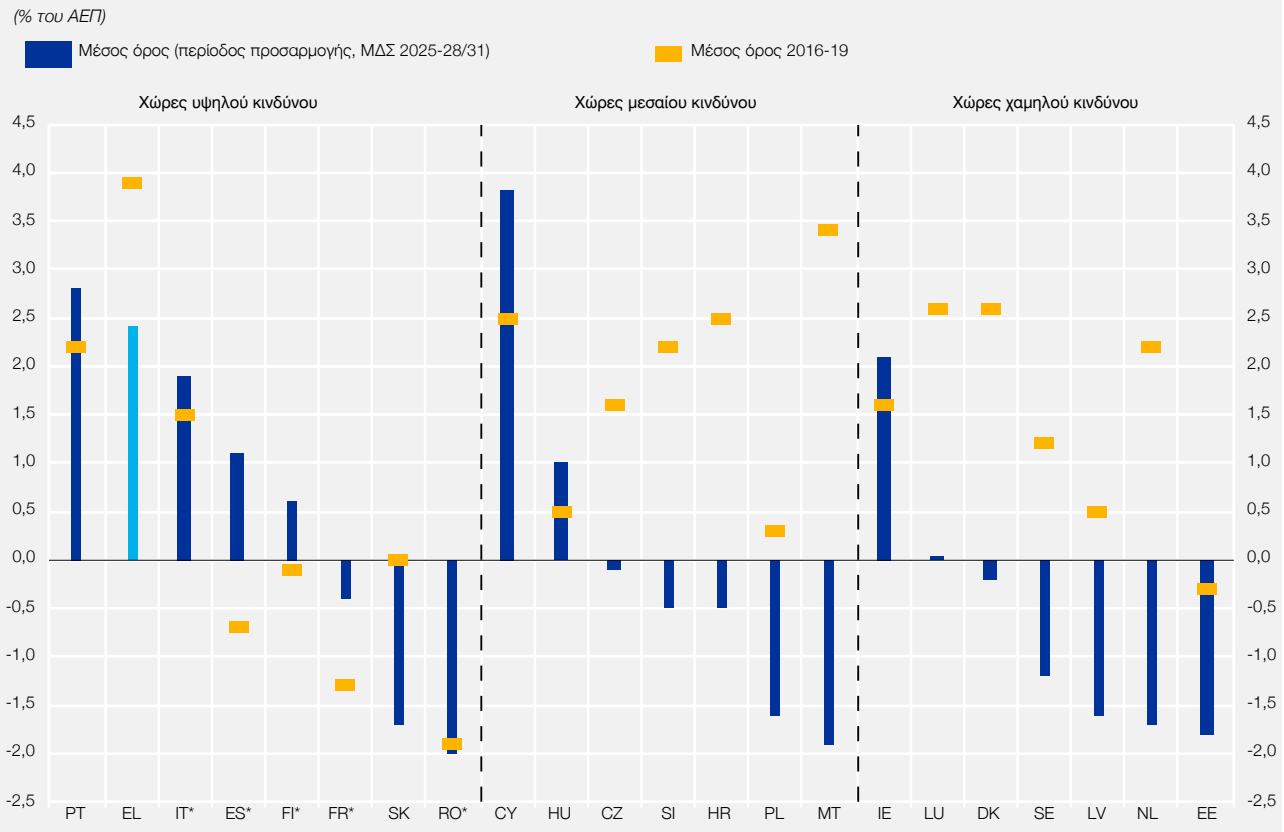
Πηγές: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, National medium-term fiscal-structural plans, Νοέμβριος 2024 και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.
* 7ετές ΜΔΣ.

δεν υπερβαίνει προκαθορισμένα όρια, ώστε να τηρούνται οι απαιτήσεις του νέου πλαισίου. Κατ' επέκταση, η ετήσια αύξηση των καθαρών πρωτογενών δαπανών ως ποσοστού του ΑΕΠ προσδιορίζει το **διαθέσιμο δημοσιονομικό χώρο** για κάθε χώρα, επηρεάζοντας το περιθώριο λήψης επεκτατικών μέτρων τα επόμενα χρόνια. Σύμφωνα με τα εθνικά ΜΔΣ, οι χώρες που αντιμετωπίζουν υψηλές δημοσιονομικές προκλήσεις εμφανίζουν, κατά μέσο όρο, χαμηλότερο ετήσιο ρυθμό μεταβολής των καθαρών πρωτογενών δαπανών σε σχέση με τις χώρες μεσαίου και χαμηλού κινδύνου (βλ. Διάγραμμα Γ). Ως αποτέλεσμα, ο δημοσιονομικός χώρος στις χώρες υψηλού κινδύνου είναι αντίστοιχα περιορισμένος σε σχέση με εκείνον των υπόλοιπων χωρών (βλ. Διάγραμμα Δ). Στην περίπτωση της Ελλάδος, οι καθαρές πρωτογενείς δαπάνες εκτιμάται ότι θα αυξηθούν κατά 3,4% ετησίως κατά μέσο όρο την περίοδο 2025-28, υπερβαίνοντας το μέσο όρο της συγκεκριμένης κατηγορίας χωρών (2,7%). Αυτό μεταφράζεται σε ένα δημοσιονομικό χώρο που αντιστοιχεί σε αύξηση των πρωτογενών δαπανών κατά περίπου 1,3% του ΑΕΠ κατά μέσο όρο ετησίως, μεγαλύτερο από τον αντίστοιχο μέσο όρο των χωρών υψηλού κινδύνου (1,1% του ΑΕΠ), παρέχοντας μεγαλύτερη ευελιξία στη δημοσιονομική στρατηγική της χώρας.

V. Δημόσιο χρέος – Πρωτογενές αποτέλεσμα

Συνέπεια της δημοσιονομικής προσαρμογής και της οριοθέτησης των καθαρών πρωτογενών δαπανών είναι η δημιουργία πρωτογενούς αποτελέσματος ικανού να θέσει το λόγο χρέους/ΑΕΠ σε σταθερή πτωτική τροχιά ή σε σταδιακή σταθεροποίηση (βλ. Διάγραμμα Ε). Αρκετές από τις χώρες υψηλού κινδύνου απαιτείται να βελτιώσουν το πρωτογενές τους αποτέλεσμα σε σύγκριση με το παρελθόν, είτε επιτυγχάνοντας υψηλότερα πλεονάσματα (Πορτογαλία, Ιταλία), είτε μεταβαίνοντας από ελλείμματα σε πλεονάσματα (Ισπανία, Φινλανδία), είτε μειώνοντας τα ελλείμματά τους (Γαλλία). Αντίθετα, χώρες που αντιμετωπίζουν

Διάγραμμα Ε Πρωτογενές αποτέλεσμα



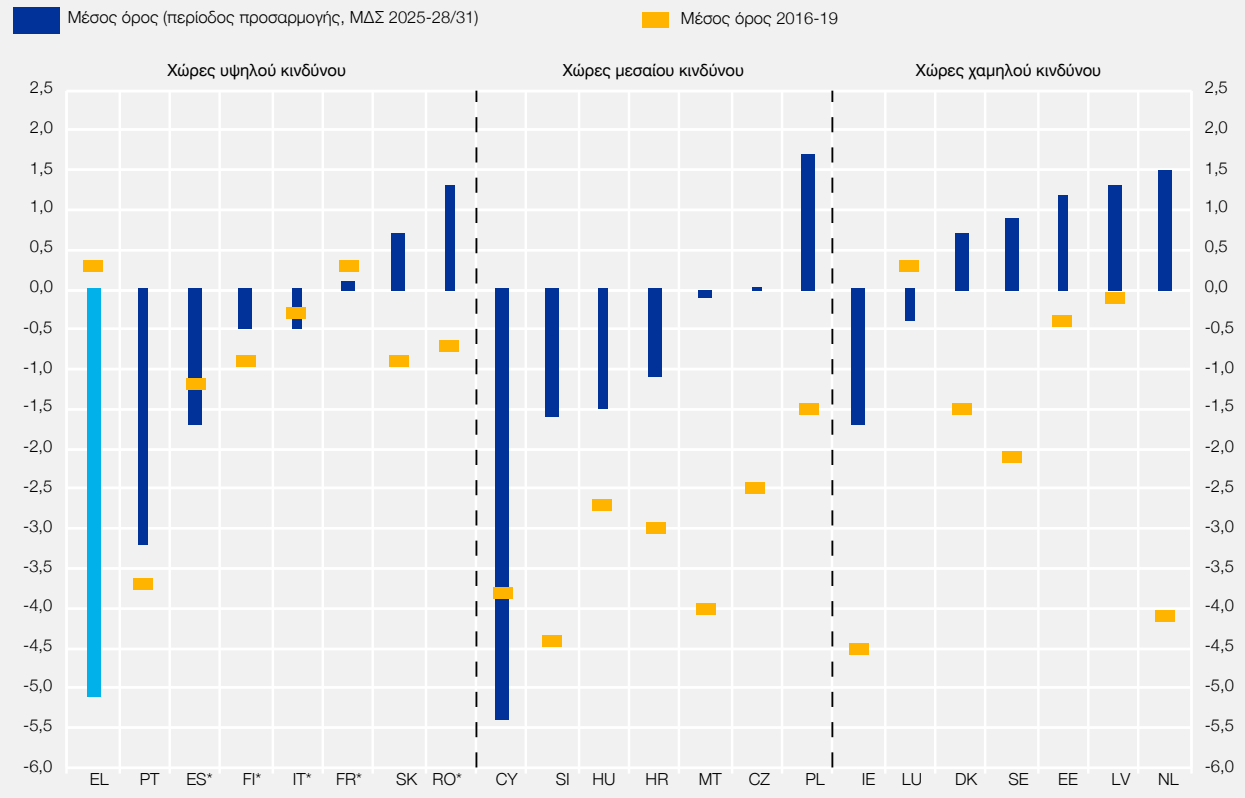
Πηγές: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, National medium-term fiscal-structural plans, Νοέμβριος 2024, AMECO database και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.
* 7ετές ΜΔΣ.

σημαντικές δημοσιονομικές προκλήσεις, αλλά διαθέτουν σχετικά χαμηλό επίπεδο χρέους, έχουν τη δυνατότητα να ακολουθήσουν μια πιο σταδιακή προσαρμογή και τους επιτρέπεται να διατηρήσουν πρωτογενή ελλείμματα (Σλοβακία, Ρουμανία). Η Ελλάδα αναμένεται να επιτύχει πρωτογενές πλεόνασμα 2,4% του ΑΕΠ ετησίως κατά μέσο όρο την περίοδο προσαρμογής, χαμηλότερο από εκείνο της περιόδου 2016-19. Αξίζει να σημειωθεί ότι το πρωτογενές πλεόνασμα της Ελλάδος αναμένεται να είναι ένα από τα υψηλότερα στην Ευρώπη —δεδομένου και του ύψους του χρέους της—, αλλά θα επιτευχθεί με τη μικρότερη δημοσιονομική προσπάθεια (όπως προκύπτει από τη μεταβολή του διαρθρωτικού πρωτογενούς αποτελέσματος, βλ. Διαγράμματα Α και Β). Αυτό αντικατοπτρίζει την ευνοϊκή δημοσιονομική θέση εκκίνησης της χώρας, χάρη στην οικονομική προσαρμογή που προηγήθηκε την τελευταία δεκαετία. Οι απαιτήσεις των νέων δημοσιονομικών κανόνων επιτρέπουν στις περισσότερες χώρες μεσαίου και χαμηλού κινδύνου να μεταβούν από πλεονάσματα σε πρωτογενή ελλείμματα. Το γεγονός αυτό αποτυπώνει την προσέγγιση διαφοροποιημένης δημοσιονομικής στρατηγικής μεταξύ των επιμέρους χωρών, παρέχοντας μεγαλύτερα περιθώρια ευελιξίας στη διαχείριση των δημόσιων οικονομικών.

Η σχεδιαζόμενη δημοσιονομική πολιτική οδηγεί σε σταδιακή και ηπιότερη μείωση του χρέους σε σύγκριση με το παρελθόν, με εξαίρεση ορισμένες χώρες υψηλού κινδύνου (βλ. Διάγραμμα ΣΤ). Η Ελλάδα και η Ισπανία αναμένεται να καταγράψουν υψηλότερο μέσο ετήσιο ρυθμό μείωσης του χρέους κατά την περίοδο προσαρμογής σε σύγκριση με την περίοδο 2016-19. Αντίθετα, στην Ιταλία και στη Γαλλία το δημόσιο χρέος προβλέπεται ουσιαστικά να σταθεροποιηθεί κατά τη διάρκεια της 7ετούς προσαρμογής χωρίς σημαντική πτωτική τάση. Από την άλλη πλευρά, ορισμένες χώρες με χαμηλά επίπεδα χρέους (κυρίως χαμηλού κινδύνου) αναμένεται να καταγράψουν αύξηση του λόγου χρέους/ΑΕΠ, αντανακλώντας μια πιο χαλαρή κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής.

Διάγραμμα ΣΤ Μεταβολή λόγου χρέους/ΑΕΠ

(ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ, ετήσια μεταβολή)



Πηγές: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, National medium-term fiscal-structural plans, Νοέμβριος 2024, AMECO database και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.
* 7 ετές ΜΔΣ.

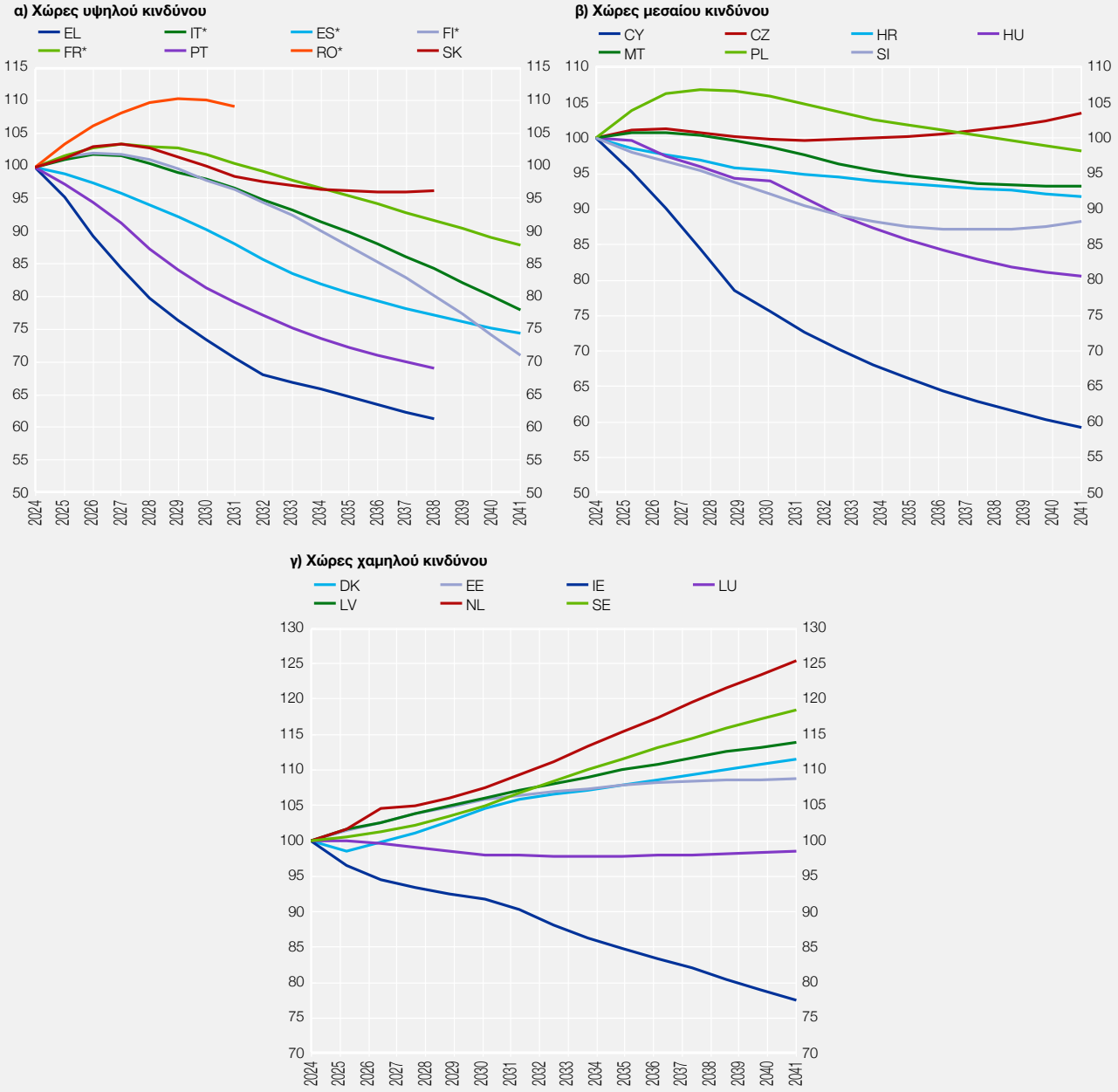
Παράλληλα, στις χώρες μεσαίου κινδύνου, η μείωση του χρέους προβλέπεται να πραγματοποιηθεί με χαμηλότερο ρυθμό σε σχέση με την προηγούμενη περίοδο, καθώς αξιοποιούν το μεγαλύτερο δημοσιονομικό χώρο που διαθέτουν, με μόνη εξαίρεση την Κύπρο, στην οποία η αποκλιμάκωση του χρέους προβλέπεται να επιταχυνθεί. Η Ελλάδα αναμένεται να επιτύχει έναν από τους ταχύτερους ρυθμούς μείωσης του χρέους στην Ευρώπη τα επόμενα χρόνια, επιβεβαιώνοντας τη συνεχώς βελτιούμενη ανθεκτικότητα των δημόσιων οικονομικών της.

Η νέα προσέγγιση του αναθεωρημένου δημοσιονομικού πλαισίου διασφαλίζει τη μακροχρόνια βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους, όπως προκύπτει από τις σχετικές

Διάγραμμα Ζ Λόγος χρέους/ΑΕΠ - Βασικό σενάριο

(2024=100)

Βασικό σενάριο – Δημοσιονομική προσαρμογή (νέοι κανόνες)



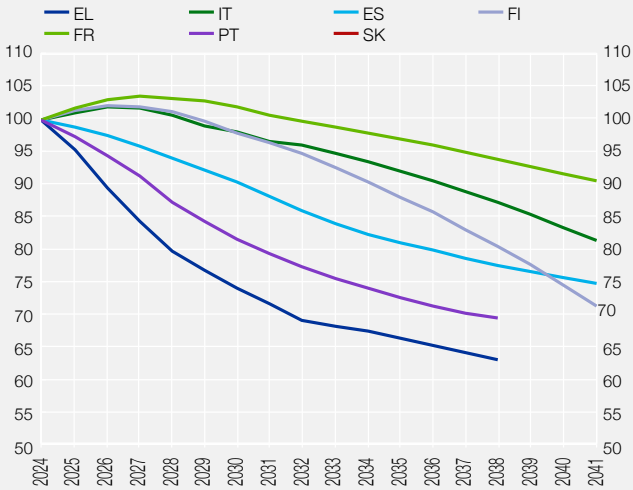
Πηγές: National medium-term fiscal-structural plans, Νοέμβριος 2024, AMECO database και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.
* 7ετές ΜΔΣ.

Διάγραμμα Ζ Λόγος χρέους/ΑΕΠ - Εναλλακτικά σενάρια

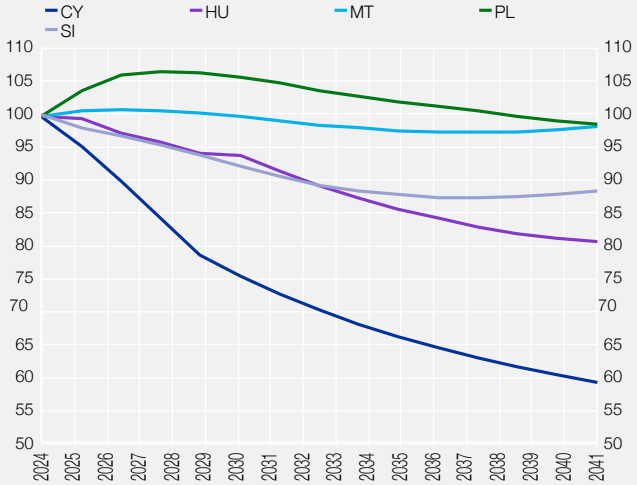
(2024=100)

Εναλλακτικό σενάριο 1: Αύξηση επιτοκίων

α) Χώρες υψηλού κινδύνου

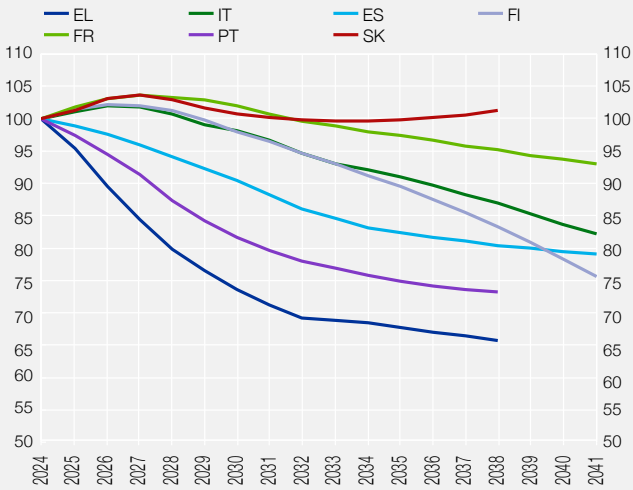


β) Χώρες μεσαίου κινδύνου

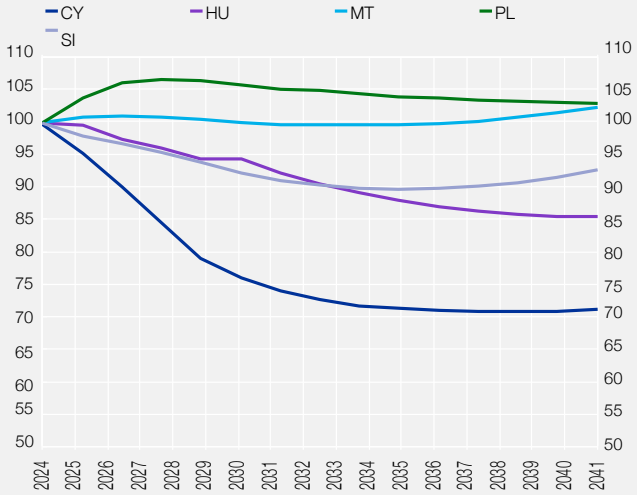


Εναλλακτικό σενάριο 2: Χαμηλότερο διαρθρωτικό πρωτογενές αποτέλεσμα

α) Χώρες υψηλού κινδύνου

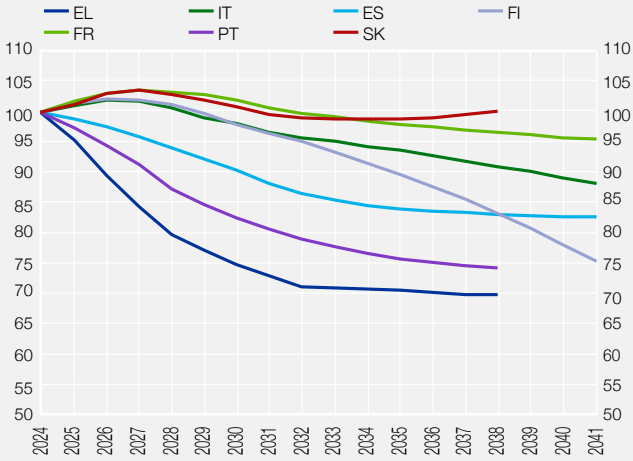


β) Χώρες μεσαίου κινδύνου

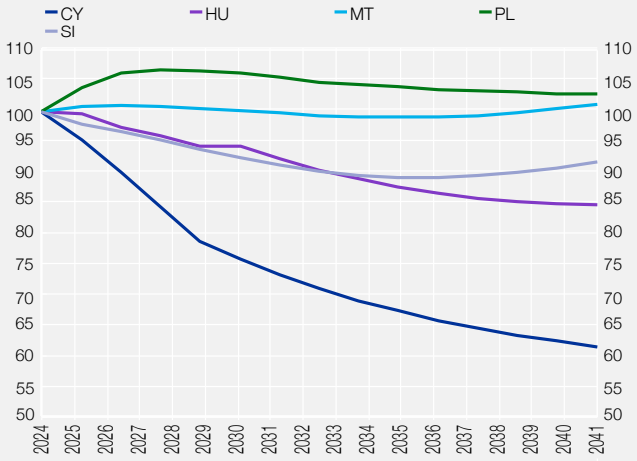


Εναλλακτικό σενάριο 3: Επιδείνωση της διαφοράς ρυθμού ανάπτυξης-επιτοκίου

α) Χώρες υψηλού κινδύνου



β) Χώρες μεσαίου κινδύνου



Πηγές: National medium-term fiscal-structural plans, Νοέμβριος 2024, AMECO database και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.
*7 ετές ΜΔΣ.

αναλύσεις που περιλαμβάνονται στα ΜΔΣ. Το Διάγραμμα Ζ αποτυπώνει τη διαφοροποιημένη πορεία του χρέους στο βασικό σενάριο και σε τρία εναλλακτικά σενάρια[12], ανάλογα με το επίπεδο δημοσιονομικού κινδύνου. Σε όλα τα σενάρια που εξετάζονται, ο λόγος χρέους/ΑΕΠ ακολουθεί πτωτική πορεία, κυρίως στις χώρες υψηλού κινδύνου, ως αποτέλεσμα της διαρθρωτικής προσαρμογής. Στις περισσότερες χώρες μεσαίου κινδύνου, το χρέος εμφανίζει είτε ήπια πτωτική, με βραδύτερους ρυθμούς σε σχέση με τις χώρες υψηλού κινδύνου, είτε σχεδόν σταθεροποιημένη τάση. Αντίθετα, στις χώρες χαμηλού κινδύνου, υπάρχει περιθώριο ακόμη και για αύξηση του χρέους, υπό την προϋπόθεση ότι παραμένει εντός των προβλεπόμενων ορίων, γεγονός που αντανακλά τη δημοσιονομική ευελιξία και τη μικρότερη ανάγκη για αυστηρή προσαρμογή.[13] Η Ελλάδα ξεχωρίζει ως παράδειγμα δημοσιονομικής ανθεκτικότητας μεταξύ των ευρωπαϊκών χωρών, λόγω τόσο της ευνοϊκής διαρθρωτικής δημοσιονομικής θέσης της όσο και των ευνοϊκών χαρακτηριστικών του δημόσιου χρέους της. Ειδικότερα, στο βασικό σενάριο, η Ελλάδα αναμένεται να καταγράψει τη μεγαλύτερη σωρευτική μείωση του χρέους στην Ευρώπη τα επόμενα 14 χρόνια, με συνολική μείωση περίπου 40 ποσ. μον. του ΑΕΠ (όπως και η Κύπρος). Αξιοσημείωτο είναι ότι αυτή η επίδοση παραμένει ισχυρή σε όλα τα σενάρια αντοχής που εξετάζονται, γεγονός που επιβεβαιώνει την ικανότητα της ελληνικής οικονομίας να αντέχει σε δημοσιονομικούς κλυδωνισμούς, ενισχύοντας την προοπτική βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους ακόμη και υπό δυσμενείς συνθήκες.

VI. Κατεύθυνση δημοσιονομικής πολιτικής

Η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής (fiscal stance) το 2025 αναμένεται να είναι ετερογενής μεταξύ των κρατών-μελών, αντανακλώντας το νέο πνεύμα των αναθεωρημένων δημοσιονομικών κανόνων, οι οποίοι υιοθετούν μια προσέγγιση βασισμένη στον εκτιμώμενο δημοσιονομικό κίνδυνο (risk-based approach) (βλ. Διάγραμμα Η). Σύμφωνα με τον ορισμό της Ευρωπαϊκής Επιτροπής,[14] η δημοσιονομική κατεύθυνση προβλέπεται να είναι επεκτατική σε περίπου 1/3 των κρατών-μελών της ΕΕ[15], περιοριστική σε 9 χώρες[16] και γενικά ουδέτερη στα υπόλοιπα κράτη-μέλη.[17] Μεταξύ των χωρών υψηλού κινδύνου, η Ελλάδα αναμένεται να ακολουθήσει την πιο επεκτατική πολιτική, ενώ στον αντίποδα ο δημοσιονομικός προ-

12 Η DSM 2023 ορίζει τρία ντετερμινιστικά σενάρια αντοχής, τα οποία θα πρέπει να ικανοποιούν την απαίτηση για συνεχή μείωση του λόγου χρέους/ΑΕΠ. (1) **Σενάριο αύξησης επιτοκίων**: τα επιτόκια της αγοράς αυξάνονται προσωρινά κατά το πρώτο έτος μετά την περίοδο προσαρμογής. Η αύξηση των επιτοκίων δεν είναι ίδια για όλες τις χώρες, αλλά αποτελείται από μια οριζόντια αύξηση κατά 1 ποσ. μον. που επιβαρύνει όλα τα κράτη-μέλη και ένα εξατομικευμένο κατά χώρα ασφάλιστρο κινδύνου που επιβαρύνει μόνο τα κράτη-μέλη με λόγο χρέους πάνω από 90% του ΑΕΠ. (2) **Σενάριο χαμηλότερου διαρθρωτικού πρωτογενούς ισοζυγίου**: το διαρθρωτικό πρωτογενές ισοζύγιο μειώνεται κατά 0,5 ποσ. μον. τα δύο πρώτα έτη μετά το τέλος της περιόδου προσαρμογής (0,25 ποσ. μον. κατ' έτος) και παραμένει σε αυτό το χαμηλότερο επίπεδο για τα υπόλοιπα έτη της εξεταζόμενης περιόδου. (3) **Σενάριο επιδείνωσης της διαφοράς ρυθμού ανάπτυξης-επιτοκίου**: η διαφορά αυτή θα χειροτερεύει μόνιμα κατά 1 ποσ. μον. μετά το τέλος της περιόδου προσαρμογής. Η επιδείνωση προέρχεται κατά το ήμισυ από τη χαμηλότερη ανάπτυξη και κατά το ήμισυ από το υψηλότερο επιτόκιο.

13 Οι χώρες χαμηλού κινδύνου ήταν υποχρεωμένες να υποβάλουν μακροπρόθεσμες προβολές του λόγου χρέους/ΑΕΠ μόνο για το Βασικό Σενάριο δημοσιονομικής προσαρμογής υπό τους νέους κανόνες. Ως εκ τούτου, στο Διάγραμμα Ζ δεν περιλαμβάνονται σενάρια αντοχής για αυτή την κατηγορία χωρών.

14 Παραδοσιακά, η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής ορίζεται ως ένα μέτρο της ετήσιας μεταβολής της υποκείμενης δημοσιονομικής θέσης της γενικής κυβέρνησης και μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την αξιολόγηση της επίδρασης της δημοσιονομικής πολιτικής στη συνολική ζήτηση μιας οικονομίας, καθώς και της ταχύτητας με την οποία η υποκείμενη δημοσιονομική θέση συγκλίνει προς τους δημοσιονομικούς στόχους. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ορίζει ως **δημοσιονομική κατεύθυνση (ή προσανατολισμό)** τη μεταβολή των πρωτογενών δαπανών της γενικής κυβέρνησης, αφαιρώντας την προοδευτική επίδραση των διακριτικών μέτρων στην πλευρά των εσόδων, εξαιρώντας τις κυκλικές δαπάνες για επιδόματα ανεργίας, αλλά συμπεριλαμβάνοντας τη μεταβολή των δαπανών που χρηματοδοτούνται από επιχορηγήσεις του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (Recovery and Resilience Facility, RRF) και άλλων ευρωπαϊκών ταμείων, σε σχέση με το μέσο ρυθμό δυνητικής ανάπτυξης του ΑΕΠ σε ορίζοντα 10ετίας (σε ονομαστικούς όρους). *Αρνητικό πρόσημο* υποδηλώνει ότι η αύξηση των πρωτογενών δαπανών υπερβαίνει τη μέση δυνητική αύξηση του ΑΕΠ, κάτι που αντιστοιχεί σε **επεκτατική δημοσιονομική πολιτική**. Αντίθετα, *θετικό πρόσημο* δείχνει ότι οι δαπάνες αυξάνονται λιγότερο από ό,τι η δυνητική ανάπτυξη, αντανακλώντας **περιοριστική δημοσιονομική πολιτική** (βλ. European Commission, "Commission Staff Working Document", 26.11.2024).

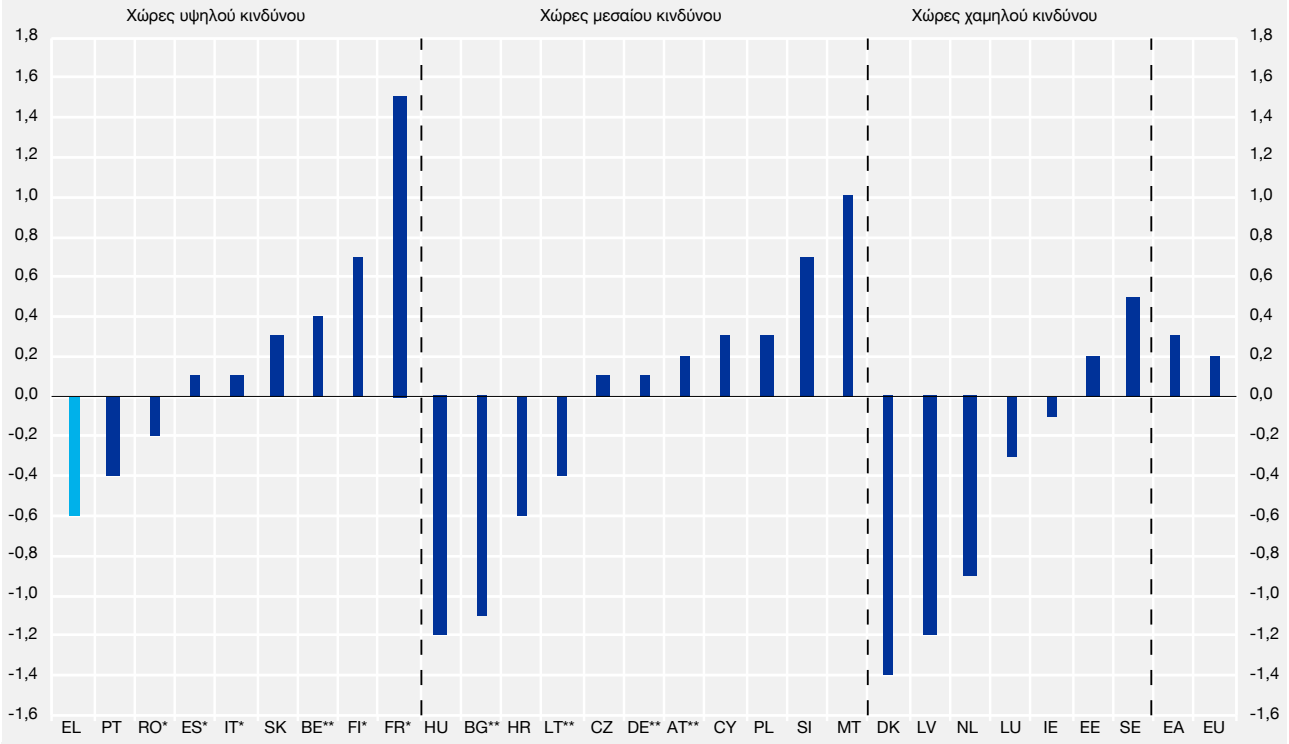
15 Ελλάδα, Πορτογαλία, Ουγγαρία, Βουλγαρία, Κροατία, Δανία, Λεττονία, Ολλανδία, Λουξεμβούργο, Λιθουανία.

16 Σλοβακία, Βέλγιο, Φινλανδία, Γαλλία, Κύπρος, Πολωνία, Σλοβενία, Μάλτα, Σουηδία.

17 Ρουμανία, Ισπανία, Ιταλία, Τσεχία, Γερμανία, Αυστρία, Ιρλανδία, Εσθονία.

Διάγραμμα Η Δημοσιονομική κατεύθυνση

(% του ΑΕΠ, 2025)



Πηγές: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, National medium-term fiscal-structural plans, Νοέμβριος 2024, και Autumn 2024 Economic Forecast, Νοέμβριος 2024.
* 7ετές ΜΔΣ.
** Δεν έχουν καταθέσει ΜΔΣ.

σανατολισμός στη Γαλλία εκτιμάται ότι θα είναι ο πιο περιοριστικός. Αυτή η ετερογένεια της δημοσιονομικής κατεύθυνσης αποτελεί ένδειξη του διαφοροποιημένου χαρακτήρα της δημοσιονομικής προσαρμογής σύμφωνα με τις ιδιαιτερότητες κάθε χώρας (country-specific fiscal consolidation), όπως προβλέπεται από το νέο δημοσιονομικό πλαίσιο. Σε επίπεδο ΕΕ και ευρωζώνης, η δημοσιονομική κατεύθυνση εκτιμάται ελαφρά περιοριστική, παράλληλα με τη συνεχιζόμενη αύξηση των δημόσιων επενδύσεων. Επομένως, το νέο πλαίσιο επιβεβαιώνει τη βασική αρχή ότι η δημοσιονομική προσαρμογή δεν πραγματοποιείται εις βάρος των επενδύσεων. Παράλληλα, η προβλεπόμενη δημοσιονομική κατεύθυνση για το σύνολο της ευρωζώνης το 2025 εκτιμάται ότι θα στηρίξει την προσπάθεια της νομισματικής πολιτικής για την επιστροφή του πληθωρισμού στο στόχο του 2%, συμβάλλοντας στη σταθερότητα του μακροοικονομικού περιβάλλοντος.

Οι νέοι δημοσιονομικοί κανόνες αναμένεται να ενισχύσουν την εφαρμογή αντικυκλικών δημοσιονομικών πολιτικών, αποτρέποντας τις "αυτοαναιρούμενες επιδράσεις" (self-defeating effects) της δημοσιονομικής προσαρμογής.[18] Η νέα προσέγγιση παρέχει μεγαλύτερη ευελιξία, καταργώντας τους οριζόντιους αριθμητικούς κανόνες και λαμβάνοντας υπόψη τα ιδιαίτερα οικονομικά και διαρθρωτικά χαρακτηριστικά κάθε χώρας στον προσδιορισμό της δημοσιονομικής προσπάθειας. Επομένως, αντί μιας αυστηρά περιοριστικής δημοσιονομικής πολιτικής, το νέο πλαίσιο υιοθετεί μια προσέγγιση δημοσιονομικής πειθαρχίας βασισμένη σε *κανόνες βιωσιμότητας* (rules-based approach). Έτσι, αποφεύγονται υπερβολικά επίπεδα δημο-

18 Ο όρος "αυτοαναιρούμενες επιδράσεις" (self-defeating effects) αναφέρεται σε καταστάσεις όπου τα μέτρα δημοσιονομικής περιστολής ή προσαρμογής οδηγούν σε αποτελέσματα αντίθετα από τα επιδιωκόμενα, όπως επιδείνωση της δημοσιονομικής θέσης ή αύξηση του δημόσιου χρέους.

σιονομικής προσαρμογής, που θα μπορούσαν να οδηγήσουν σε αναποτελεσματικές προκυκλικές πολιτικές και να επιβαρύνουν την οικονομική ανάπτυξη. Ένας βασικός μηχανισμός για την αποφυγή προκυκλικών επεισοδίων είναι ο νέος κανόνας δαπανών, ο οποίος επιτρέπει τη διατήρηση δημοσιονομικής ευελιξίας. Συγκεκριμένα, ένας επεκτατικός δημοσιονομικός προσανατολισμός κατά τη διάρκεια αρνητικών οικονομικών διαταραχών καθίσταται εφικτός, εφόσον έχουν δημιουργηθεί δημοσιονομικά αποθέματα από μη αναμενόμενα έσοδα σε περιόδους ανάπτυξης. Επιπλέον, ο αντικυκλικός χαρακτήρας των νέων κανόνων ενισχύεται λόγω του ότι οι αυτόματοι σταθεροποιητές (κυρίως δαπάνες) εξαιρούνται από το λειτουργικό δείκτη παρακολούθησης, επιτρέποντας την απρόσκοπτη λειτουργία τους σε περιόδους ύφεσης. Παράλληλα, η τήρηση του κανόνα δαπανών δεν αποκλείει αναπτυξιακές επενδύσεις με υψηλό δημοσιονομικό πολλαπλασιαστή, όπως οι δημόσιες επενδύσεις, οι οποίες θεωρούνται κρίσιμες για τη μακροπρόθεσμη οικονομική ανάπτυξη.

VII. Συμπεράσματα

Η πρώτη εφαρμογή των νέων δημοσιονομικών κανόνων της ΕΕ, όπως αποτυπώνεται στα εθνικά ΜΔΣ, σηματοδοτεί μια πιο ευέλικτη και προσαρμοσμένη προσέγγιση στη δημοσιονομική πολιτική, λαμβάνοντας υπόψη τις ιδιαιτερότητες κάθε χώρας και το επίπεδο δημοσιονομικού κινδύνου που αυτή αντιμετωπίζει. Οι χώρες υψηλού κινδύνου απαιτείται να εφαρμόσουν μεγαλύτερη προσαρμογή ώστε να θέσουν το λόγο χρέους/ΑΕΠ σε μόνιμη και σταθερή πτωτική τροχιά μακροπρόθεσμα με βιώσιμο τρόπο, συγκρατώντας την αύξηση των δημόσιων δαπανών. Αντίθετα, οι χώρες μεσαίου και χαμηλού κινδύνου έχουν μεγαλύτερη δημοσιονομική ευελιξία και ευρύτερο δημοσιονομικό χώρο. Σε σύγκριση με το παρελθόν, οι περισσότερες χώρες καλούνται να καταβάλουν μεγαλύτερη δημοσιονομική προσπάθεια. Ωστόσο, στη πλειονότητα των περιπτώσεων, η απαιτούμενη προσαρμογή παραμένει μικρότερη από ό,τι θα ήταν αν ίσχυαν οι παλαιοί δημοσιονομικοί κανόνες. Αυτό αναδεικνύει αφενός τις δημοσιονομικές προκλήσεις που αντιμετωπίζουν οι ευρωπαϊκές χώρες έπειτα από μια περίοδο διαδοχικών εξωγενών κρίσεων και αφετέρου την αναγκαιότητα αναθεώρησης του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης, ώστε αυτό να καταστεί πιο ευέλικτο και να επιτρέπει ηπιότερες προσαρμογές σε σχέση με το παρελθόν, καθώς και να ενισχύει τις αντικυκλικές πολιτικές.

Η Ελλάδα διακρίνεται ως παράδειγμα δημοσιονομικής ανθεκτικότητας. Σε σχέση με άλλες χώρες υψηλού κινδύνου, η Ελλάδα εμφανίζει χαμηλότερες ανάγκες δημοσιονομικής προσαρμογής, όπως αυτές προσδιορίζονται σε όρους βελτίωσης του διαρθρωτικού πρωτογενούς δημοσιονομικού αποτελέσματος, ενώ αναμένεται να καταγράψει έναν από τους ταχύτερους ρυθμούς μείωσης του δημόσιου χρέους στην Ευρώπη τα επόμενα χρόνια. Η διατήρηση σχετικά υψηλών πρωτογενών πλεονασμάτων με τη χαμηλότερη δημοσιονομική προσπάθεια αντανακλά την ευνοϊκή διαρθρωτική θέση της χώρας και τη συνετή δημοσιονομική διαχείριση της προηγούμενης περιόδου, υπογραμμίζοντας παράλληλα την ανάγκη μείωσης του υψηλού δημόσιου χρέους.

Σε επίπεδο ΕΕ και ευρωζώνης, η δημοσιονομική πολιτική εκτιμάται ότι θα είναι ελαφρώς περιοριστική, αλλά θα συνοδεύεται από αύξηση των δημόσιων επενδύσεων, επιβεβαιώνοντας την αρχή ότι η δημοσιονομική προσαρμογή δεν πραγματοποιείται εις βάρος των επενδύσεων. Παράλληλα, η προβλεπόμενη δημοσιονομική πολιτική για το 2025 αναμένεται να στηρίξει την προσπάθεια της νομισματικής πολιτικής για επιστροφή του πληθωρισμού στο στόχο του 2% μεσοπρόθεσμα, συμβάλλοντας στη σταθερότητα του μακροοικονομικού περιβάλλοντος.

Συνολικά, η νέα προσέγγιση των δημοσιονομικών κανόνων επιτρέπει μια πιο ισορροπημένη και αντικυκλική προσαρμογή, αποφεύγοντας τις προκυκλικές πολιτικές του παρελθόντος, ενώ ενισχύει τη διαφάνεια, την προβλεψιμότητα και την εμπιστοσύνη στις ευρωπαϊκές οικονομίες.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ V
ΜΕΤΡΑ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Κατά τη διάρκεια του 2024 θεσμοθετήθηκαν στοχευμένες παρεμβάσεις για τη στήριξη των οικονομικά ασθενέστερων στρωμάτων, αλλά και για την ενίσχυση των δημόσιων επενδύσεων μέσω της ψήφισης δύο Συμπληρωματικών Προϋπολογισμών συνολικού ύψους 1,3 δισεκ. ευρώ. Για το 2025, μέσω της ψήφισης του φορολογικού πολυνομοσχεδίου του Δεκεμβρίου, η δημοσιονομική στρατηγική φαίνεται να επικεντρώνεται αρχικά στους εξής άξονες: (α) την περαιτέρω ενίσχυση του διαθέσιμου εισοδήματος, (β) τη βελτίωση της ανθεκτικότητας της ελληνικής οικονομίας απέναντι στις επιπτώσεις της κλιματικής κρίσης, (γ) τον εκσυγχρονισμό της φορολογικής νομοθεσίας, (δ) την παροχή κινήτρων για συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων, για καινοτομία και για επιστημονική και τεχνολογική έρευνα και (ε) τον εκσυγχρονισμό της φορολογικής νομοθεσίας.

Αναλυτικότερα:

Με το **ν. 5100/2024** του Απριλίου ενσωματώθηκε στην ελληνική νομοθεσία η ευρωπαϊκή Οδηγία 2022/2523, με την οποία καθιερώθηκε παγκόσμιο ελάχιστο επίπεδο φορολογίας για τους πολυεθνικούς ομίλους και τους εγχώριους ομίλους μεγάλης κλίμακας. Επίσης, ο νόμος κατέστησε μόνιμη την απαλλαγή από το τέλος επιτηδεύματος για τους αγρότες κανονικού καθεστώτος ΦΠΑ και τους αλιείς παράκτιας αλιείας. Τέλος, αυστηροποιήθηκε από 1.9.2025 το πλαίσιο για την παροχή μόνιμης άδειας διαμονής σε πολίτες τρίτων χωρών που επενδύουν σε ακίνητη περιουσία στην Ελλάδα ("χρυσή βίζα") ως εξής: (α) αύξηση της αξίας της ακίνητης περιουσίας που πρέπει να κατέχει ο ενδιαφερόμενος από 250.000 ευρώ σε 800.000 ευρώ για την Περιφέρεια Αττικής, τις Περιφερειακές Ενότητες Θεσσαλονίκης, Μυκόνου και Θήρας και τα νησιά με πληθυσμό πάνω από 3.100 κατοίκους και σε 400.000 ευρώ για τις υπόλοιπες περιοχές της χώρας, (β) καθορισμός της ελάχιστης επιφάνειας του ακινήτου επένδυσης στα 120 τ.μ. και (γ) απαγόρευση στους επενδυτές της "χρυσής βίζας" να εκμεταλλεύονται το ακίνητό τους μέσω βραχυχρόνιας μίσθωσης.

Με το **ν. 5122/2024** του Ιουλίου επιβλήθηκε εκ νέου συνεισφορά αλληλεγγύης στις εταιρίες διύλισης με συντελεστή 33% στα πλεονάζοντα κέρδη του 2023 (δηλαδή τα κέρδη που υπερβαίνουν το 20% του μέσου όρου των αποτελεσμάτων των ετών 2018-2021). Υπόχρεες ήταν οι εταιρίες των οποίων τα ακαθάριστα έσοδα για το 2023 προέρχονταν ως επί το πλείστον από δραστηριότητες εξόρυξης λιθάνθρακα, εξόρυξης λιγνίτη, διύλισης πετρελαίου κ.ά.

Με το **ν. 5135/2024** του Σεπτεμβρίου καταργήθηκε το τέλος χαρτοσήμου και αντικαταστάθηκε από το Ψηφιακό Τέλος Συναλλαγής με συντελεστή 0,3% έως 3,6%, με ισχύ από 1.1.2025. Συγκεκριμένα, καταργήθηκαν οριστικά περισσότερες από 600 περιπτώσεις επιβολής του τέλους χαρτοσήμου, κατονομάστηκαν ρητώς οι συναλλαγές στις οποίες θα επιβάλλεται το νέο Ψηφιακό Τέλος Συναλλαγής και ορίστηκε ότι αυτές δεν θα υπόκεινται σε άλλους έμμεσους φόρους. Σκοπός της ρύθμισης είναι ο εκσυγχρονισμός του νομοθετικού πλαισίου επιβολής φόρου στις συναλλαγές, η απλοποίηση και ψηφιοποίηση της διαδικασίας, ο εξορθολογισμός της βάσης επιβολής του φόρου και η μείωση των διοικητικών βαρών. Παράλληλα, μονιμοποιήθηκε η απαλλαγή του αγροτικού πετρελαίου από τον Ειδικό Φόρο Κατανάλωσης με την εφαρμογή μηδενικού συντελεστή από το 2025. Επιπλέον, παρασχέθηκαν φορολογικά κίνητρα για δωρεές προς το Ελληνικό Δημόσιο από νομικά πρόσωπα. Με τον ίδιο νόμο εισήχθησαν νέα ψηφιακά εργαλεία που παρέχουν στην ΑΑΔΕ τη δυνατότητα ελέγχου και επιβολής κυρώσεων στους παρόχους Υπηρεσιών Ηλεκτρονικής Έκδοσης Στοιχείων. Τέλος, επεκτάθηκε και για το 2024 η απαλλαγή από τον ΕΝΦΙΑ περιοχών που επλήγησαν από φυσικές καταστροφές (στο Βόρειο Αιγαίο, την Εύβοια και τη Θεσσαλία).

Τον ίδιο μήνα με το **ν. 5140/2024** ψηφίστηκε Συμπληρωματικός Κρατικός Προϋπολογισμός οικονομικού έτους 2024 ύψους 900 εκατ. ευρώ, εκ των οποίων 600 εκατ. ευρώ αφορούσαν το εθνικό σκέλος του Προϋπολογισμού Δημοσίων Επενδύσεων και 300 εκατ. ευρώ την εθνική συμμετοχή στο συγχρηματοδοτούμενο από πόρους της ΕΕ. Ο νόμος επίσης περιείχε ρυθμίσεις σχετικές με την επιβολή φόρου πολυτελούς διαβίωσης.

Τον Οκτώβριο με το **ν. 5144/2024** κυρώθηκε ο νέος Κώδικας ΦΠΑ με στόχο την καθιέρωση ενός ενιαίου επικαιροποιημένου και απλουστευμένου κώδικα που θα διευκολύνει τις συναλλαγές των πολιτών και των επιχειρήσεων και θα συμβάλει στον εξορθολογισμό του πλαισίου ελέγχων, στη βελτίωση της αποτελεσματικότητάς τους, καθώς και στη μείωση της γραφειοκρατίας.

Το Δεκέμβριο ψηφίστηκε ο πολυνόμος **5162/2024**, που περιλάμβανε μειώσεις φόρων και μέτρα για την ενίσχυση του εισοδήματος, διατάξεις για τον εκσυγχρονισμό της φορολογικής νομοθεσίας, καθώς και επιπλέον Συμπληρωματικό Προϋπολογισμό 2024. Αναλυτικότερα, οι παρεμβάσεις που υιοθετήθηκαν έχουν ως εξής:

(1) Μειώσεις φόρων για το 2025:

- Μείωση κατά μία επιπλέον μονάδα των ασφαλιστικών εισφορών, η οποία επιμερίζεται κατά 0,5% στις εισφορές εργαζομένων και 0,5% στις εργοδοτικές εισφορές κλάδου υγείας.
- Κατάργηση του τέλους επιτηδεύματος για όλα τα φυσικά πρόσωπα.
- Φοροαπαλλαγή για τριάντα έξι μήνες για το εισόδημα φυσικών προσώπων από την εκμίσθωση ακινήτων που δηλώνονταν ως κενά ή είχαν διατεθεί για βραχυχρόνια μίσθωση.
- Απαλλαγή από το φόρο ασφαλίστρων των συμβολαίων υγείας για παιδιά έως 18 ετών.
- Διπλάσια μείωση ΕΝΦΙΑ για κατοικίες φυσικών προσώπων, φορολογητέας αξίας έως 500.000 ευρώ, που ασφαλίζονται για φυσικές καταστροφές.
- Κατάργηση τέλους σταθερής τηλεφωνίας για συνδέσεις με οπτική ίνα με ταχύτητες άνω των 100Mbps.
- Φοροαπαλλαγή οικειοθελών παροχών επιχειρήσεων για νέους γονείς (δηλαδή, αφορά το επίδομα τέκνου και το επίδομα βρεφονηπιακών και παιδικών σταθμών).
- Φορολόγηση αμοιβής για εφημερίες ιατρών με συντελεστή 22%.
- Παροχή κινήτρων για συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων.
- Παράταση έως τις 26.12.2026 της αναστολής επιβολής φόρου υπεραξίας από μεταβίβαση ακινήτων.
- Μείωση κατά 50% της τεκμαρτής φορολόγησης για ελεύθερους επαγγελματίες που εδρεύουν και κατοικούν σε κοινότητες με πληθυσμό μικρότερο των 1.500 κατοίκων.

(2) Μέτρα ενίσχυσης εισοδήματος:

- Έκτακτη οικονομική ενίσχυση ύψους 200 ευρώ το Δεκέμβριο του 2024 σε χαμηλοσυνταξιούχους που έχουν ακόμη προσωπική διαφορά.
- Έκτακτη οικονομική ενίσχυση ύψους 200 ευρώ το Δεκέμβριο του 2024 σε ευάλωτες κοινωνικές ομάδες.
- Αύξηση κατά 20% της αποζημίωσης νυχτερινής απασχόλησης των ενστόλων από το 2025.

(3) Μεταρρυθμίσεις που εκσυγχρονίζουν τη φορολογική νομοθεσία:

- Σταθερή, μη μεταβαλλόμενη και μη παρατεινόμενη περίοδος υποβολής δηλώσεων φορολογίας εισοδήματος φυσικών και νομικών προσώπων, κάθε χρόνο, με έναρξη της περιόδου υποβολής στις 15 Μαρτίου και λήξη στις 15 Ιουλίου.
- Κλιμακωτή αύξηση της έκπτωσης επί του οφειλόμενου φόρου εισοδήματος ανάλογα με το πόσο νωρίς γίνεται η υποβολή της δήλωσης ως εξής:

(α) 4% έκπτωση για υποβολή δήλωσης από 15 Μαρτίου έως 30 Απριλίου,

(β) 3% έκπτωση για υποβολή δήλωσης από 1 Μαΐου έως 15 Ιουνίου,

(γ) 2% έκπτωση για υποβολή δήλωσης από 16 Ιουνίου έως 15 Ιουλίου.

Παράλληλα, ορίστηκε ότι η καταβολή του φόρου θα πραγματοποιείται σε 8 ισόποσες μηνιαίες δόσεις, από τις οποίες η πρώτη καταβάλλεται μέχρι τις 31.7.2025.

- Ορισμός υπευθύνων (δημοσίων υπαλλήλων αλλά και προσώπων εκτός φορέων του δημόσιου τομέα) και επιβολή προστίμων σε αυτούς για τυχόν καθυστερήσεις στην αποστολή δεδομένων στην ΑΑΔΕ που είναι απαραίτητα για την έγκαιρη συμπλήρωση των φορολογικών δηλώσεων.

(4) Διατάξεις που αφορούν την παροχή κινήτρων για συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων, για ενίσχυση της καινοτομίας και για ενδυνάμωση των νεοφυών επιχειρήσεων, την επέκταση των φορολογικών κινήτρων για επιστημονική και τεχνολογική έρευνα και τη θέσπιση νέων ορίων δαπανών για ανάπτυξη και καινοτομία που εκπίπτουν από τα ακαθάριστα έσοδα των επιχειρήσεων και των επενδυτών.

(5) Διατάξεις για την αναδιάρθρωση και την κατοχύρωση της λειτουργικής ανεξαρτησίας της ΑΑΔΕ.

(6) Θέσπιση αφορολόγητου για ποσά έως 300 ευρώ το μήνα από φιλοδωρήματα και απαλλαγή, στο σύνολό τους, από ασφαλιστικές εισφορές.

(7) Διατάξεις για την ενίσχυση της ανθεκτικότητας της ελληνικής οικονομίας απέναντι στις επιπτώσεις της κλιματικής κρίσης: (α) υποχρεωτική ασφάλιση έναντι φυσικών καταστροφών για επιχειρήσεις με ετήσια ακαθάριστα έσοδα άνω των 500.000 ευρώ, (β) υποχρεωτική ασφάλιση οχημάτων για φυσικές καταστροφές με βάση την τρέχουσα εμπορική αξία τους, (γ) αναμόρφωση του τέλους ανθεκτικότητας που είχε θεσπιστεί το 2023 και επιβάλλεται σε τουριστικά καταλύματα ανά ημερήσια χρήση και ανά δωμάτιο ή διαμέρισμα, καθώς για το 2025 προβλέπεται αύξησή του και μείωση της θερινής περιόδου κατά ένα μήνα, και (δ) εισαγωγή τέλους κρουαζιέρας από το 2025.

(8) Κατάθεση επιπλέον Συμπληρωματικού Προϋπολογισμού Δημοσίων Επενδύσεων 2024 ύψους 400 εκατ. ευρώ για τη χρηματοδότηση υποδομών και έργων που βρίσκονται σε εξέλιξη.

(9) Παράταση της αναστολής ΦΠΑ για νέες οικοδομές έως 31.12.2025.

(10) Μόνιμη απαλλαγή από τον ΕΝΦΙΑ των διατηρητέων κτιρίων αξίας έως 400.000 ευρώ.

(11) Αύξηση των μισθολογικών απολαβών των σπουδαστών των Σχολών Ενόπλων Δυνάμεων.

(12) Απαλλαγή υπόχρεων νομικών προσώπων ή φυσικών προσώπων που ασκούν επιχειρηματική δραστηριότητα από την καταβολή του ανάλογου φόρου εισοδήματος για εκείνες τις οφειλές που διεγράφησαν στο πλαίσιο του εξωδικαστικού συμβιβασμού.

(13) Δυνατότητα αναβίωσης ρυθμίσεων φορολογικών χρεών επιχειρήσεων από διευθυντικά στελέχη και ευκολότερες διαδικασίες για το διακανονισμό οφειλών άνω των 50.000 ευρώ.

Τον ίδιο μήνα ψηφίστηκε ο **v. 5167/2024**, ο οποίος μεταξύ άλλων προβλέπει τα εξής:

(α) Επέκταση της πλήρους απαλλαγής συμμετοχής στη φαρμακευτική δαπάνη για χαμηλοσυνταξιούχους που πληρούν τα ίδια εισοδηματικά κριτήρια των πρώην δικαιούχων ΕΚΑΣ.

(β) Αναμόρφωση του επιδόματος ιδιαίτερων συνθηκών σε "επίδομα ιδιαίτερων συνθηκών εργασίας και επικινδυνότητας" και προσαύξησή του κατά 100 ευρώ μηνιαίως από 1.7.2025.

(γ) Διπλασιασμό του ΕΝΦΙΑ για τα κενά οικιστικά ακίνητα που έχουν στην ιδιοκτησία τους οι τράπεζες και οι Εταιρείες Διαχείρισης Απαιτήσεων για τα έτη 2026, 2027 και 2028. Η προσαύξηση δεν υπολογίζεται εφόσον κατά το εκάστοτε προηγούμενο φορολογικό έτος η κατοικία ήταν μισθωμένη για χρονικό διάστημα τουλάχιστον έξι μηνών από 1.7.2025.

(δ) Υποχρέωση των συστημικών τραπεζών να διαθέσουν ποσό ύψους 100 εκατ. ευρώ για την ανακατασκευή σχολείων και αντίστοιχο ποσό για τη δημιουργία του Φορέα Απόκτησης και Επαναμίσθωσης Ακινήτων.

Το Φεβρουάριο, με το **v. 5177/2025**, στο πλαίσιο του εξορθολογισμού της φορολογικής νομοθεσίας, κωδικοποιηθήκαν σε έναν ενιαίο κώδικα δώδεκα νομοθετήματα σχετικά με την έμμεση φορολογία (φόροι επί συναλλαγών, τέλη τηλεφωνίας και φορολογικές ρυθμίσεις για πλοία αναψυχής, φόρο πολυτελείας και τέλη κυκλοφορίας οχημάτων κ.λπ.), με σκοπό τη διευκόλυνση της μελέτης, της ερμηνείας, αλλά και της εφαρμογής του δικαίου.

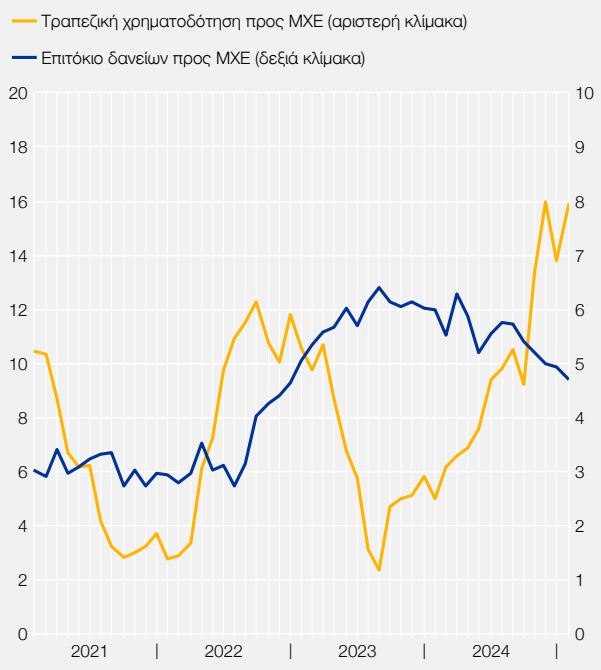
Τέλος, το Μάρτιο στο **v. 5184/2025** συμπεριλήφθηκαν δημοσιονομικές διατάξεις που στόχευαν στην τόνωση της απασχόλησης και στη διεύρυνση του διαθέσιμου εισοδήματος εργαζομένων, επιχειρήσεων και συνταξιούχων, καθώς και στη στήριξη ευάλωτων κοινωνικών ομάδων και πληγέντων από φυσικές καταστροφές. Αναλυτικότερα, οι δημοσιονομικές διατάξεις του νόμου έχουν ως εξής: (α) Μείωση ασφαλιστικών εισφορών σε περιπτώσεις υπερεργασίας, υπερωρίας, νυχτερινών και αργιών. (β) Παράταση της χορήγησης ασφαλιστικής ικανότητας σε ευάλωτες κοινωνικές ομάδες από 1.3.2025 έως 28.2.2026. (γ) Ρύθμιση ληξιπρόθεσμων οφειλών μη μισθωτών και αγροτών που λαμβάνουν παράλληλα σύνταξη. (δ) Παράταση μέχρι τις 30.7.2025 της αναστολής των φορολογικών οφειλών και ασφαλιστικών υποχρεώσεων που λήγει από 28.2.2025 μέχρι 31.3.2025 για όσους επλήγησαν από την κακοκαιρία Daniel.

VI ΧΡΗΜΑ, ΠΙΣΤΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΕΣ

Στη διάρκεια του 2024 η τραπεζική χρηματοδότηση τόσο των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (ΜΧΕ) όσο και των νοικοκυριών (τα καταναλωτικά δάνεια όπως επίσης και η στεγαστική πίστη) ενισχύθηκε έναντι του 2023. Τα επιτόκια των δανείων και των πιστωτικών γραμμών προς ΜΧΕ, καθώς και τα επιτόκια καταναλωτικής και στεγαστικής πίστης κατά το πλείστον κατέγραψαν μειώσεις. Το απόθεμα των ιδιωτικών καταθέσεων στις εγχώριες τράπεζες αυξήθηκε περισσότερο από ό,τι το προηγούμενο έτος, λόγω της ανόδου των καταθέσεων των επιχειρήσεων.

Διάγραμμα VI.1 Τραπεζική χρηματοδότηση και επιτόκιο νέων δανείων προς ΜΧΕ (Ιανουάριος 2021 - Ιανουάριος 2025)

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής % και ποσοστό % ετησίως)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Το 2024 συνεχίστηκαν οι αναβαθμίσεις του αξιόχρεου των τραπεζών, εξέλιξη που αντανακλά τη βελτίωση των θεμελιωδών μεγεθών τους, την ενίσχυση του κανονιστικού πλαισίου των τραπεζών, μετά τη θέσπιση μακροπροληπτικών μέτρων από την Τράπεζα της Ελλάδος που εφαρμόζονται σε επίπεδο δανειολήπτη, και τις θετικές επιδράσεις από τις αναβαθμίσεις της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης. Οι αναβαθμίσεις ελληνικών τραπεζών συνεχίστηκαν και το α΄ τρίμηνο του 2025, με αποτέλεσμα οι βέλτιστες αξιολογήσεις να βρίσκονται εντός της επενδυτικής κατηγορίας. Αναφορικά με τα θεμελιώδη μεγέθη των τραπεζών, η κερδοφορία και οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας σημείωσαν περαιτέρω βελτίωση το 2024, ενώ οι δείκτες ρευστότητας διατηρήθηκαν σε υψηλά επίπεδα, παρά την πλήρη αποπληρωμή των πράξεων TLTRO του Ευρωσυστήματος. Ο δείκτης μη εξυπηρετούμενων δανείων σε ατομική βάση βελτιώθηκε σημαντικά σε σύγκριση με το τέλος του 2023, μειώνοντας την απόκλιση από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο. Στο πλαίσιο αυτό, οι τράπεζες εξακολουθούν να αντιμετωπίζουν προκλήσεις που σχετίζονται με τη βελτίωση της ποιότητας των κεφαλαίων τους, ενώ από τα μέσα του 2024 έχουν προστεθεί και οι αρνητικές πιέσεις τις οποίες ασκεί στα καθαρά τους έσοδα από τόκους η μείωση των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ.

1 ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ[1]

Κατά τη διάρκεια του 2024 τα επιτόκια καταθέσεων μειώθηκαν περισσότερο στις καταθέσεις προθεσμίας των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (ΜΧΕ) και συγκριτικά λιγότερο στις καταθέσεις προθεσμίας των νοικοκυριών. Στις καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας (λογαριασμοί τρεχούμενοι, όψεως και ταμιευτηρίου) τα επιτόκια παρέμειναν σχεδόν αμετάβλητα.

1 Το κεφάλαιο ενσωματώνει πληροφορίες και στοιχεία που ήταν διαθέσιμα μέχρι τις 26.3.2025.

Το κόστος τραπεζικού δανεισμού των επιχειρήσεων υποχώρησε (βλ. Διάγραμμα VI.1). Στα δάνεια τακτής λήξης, το μεσοσταθμικό επιτόκιο υποχώρησε σε μέση ετήσια βάση. Αντίθετα, το επιτόκιο στις πιστώσεις χωρίς καθορισμένη διάρκεια διαμορφώθηκε το 2024 στο ίδιο μέσο επίπεδο όπως το 2023. Τα επιτόκια στα δάνεια προς μικρομεσαίες επιχειρήσεις (ΜΜΕ), που αντιπροσώπευαν το 1/4 της ακαθάριστης ροής επιχειρηματικών δανείων τακτής λήξης το 2024, παρέμειναν σχεδόν αμετάβλητα σε μέση ετήσια βάση. Οι συνθήκες χρηματοδότησης των ΜΜΕ από το τραπεζικό σύστημα ή άλλες πηγές περιγράφονται μέσω της τακτικής έρευνας SAFE, τα ευρήματα της οποίας, τόσο για την Ελλάδα όσο και για τη ζώνη του ευρώ, συνοψίζονται στο Πλαίσιο VI.2.

Επισημαίνεται πάντως ότι μεγάλο μέρος των επιχειρήσεων, κυρίως μικρού και μεσαίου μεγέθους, απολαύει πιο βελτιωμένων όρων δανεισμού από ό,τι αντικατοπτρίζεται στις σειρές των επιτοκίων που χρησιμοποιούνται στο παρόν κεφάλαιο, λόγω της υπαγωγής των επιχειρήσεων αυτών σε προγράμματα του Ομίλου της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων (ΕΤΕπ) και της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας ή λόγω της δανειοδότησής τους μέσω του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF) (βλ. Πλαίσιο VI.1).

Όσον αφορά τα νοικοκυριά, η ενσωμάτωση των μειώσεων των επιτοκίων πολιτικής στα τραπεζικά επιτόκια χορηγήσεων υπήρξε πιο περιορισμένη σε σύγκριση με τις επιχειρήσεις. Εξάλλου, σημαντικό τμήμα των νέων δανείων συνδεόταν με χρηματοδοτήσεις σταθερού επιτοκίου. Στα καταναλωτικά δάνεια τακτής λήξης, το επιτόκιο σε μέση ετήσια βάση διαμορφώθηκε χαμηλότερα το 2024. Αντίθετα, το μεσοσταθμικό επιτόκιο των στεγαστικών δανείων παρέμεινε κατά μέσο όρο αμετάβλητο έναντι του προηγούμενου έτους. Ωστόσο, σημαντικό μέρος της στεγαστικής πίστης (το 1/5) χορηγήθηκε με καλύτερους όρους από ό,τι απεικονίζεται στις διαθέσιμες σειρές επιτοκίων, καθώς συνδεόταν με το συγχρηματοδοτούμενο πρόγραμμα “Σπίτι μου” της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας.

Σε πραγματικούς ex post όρους, τα μεσοσταθμικά επιτόκια των τραπεζικών δανείων προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά εμφανίζονται ελαφρώς αυξημένα το 2024. Επιπλέον, η απόκλιση των επιτοκίων δανεισμού μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ περιορίστηκε περαιτέρω το 2024 και στους δύο τομείς (ΜΧΕ και νοικοκυριά).

Το 2025 αναμένεται περαιτέρω ελάφρυνση στο κόστος τραπεζικού δανεισμού του εγχώριου ιδιωτικού τομέα, καθώς θα συνεχίζεται η μετακύλιση των μειώσεων των επιτοκίων πολιτικής του Ευρωσυστήματος σε ένα περιβάλλον βελτιωμένων θεμελιωδών μεγεθών των εγχώριων τραπεζών και θετικών προοπτικών για την ελληνική οικονομία. Από την άλλη πλευρά, η συνακόλουθη επέκταση της ζήτησης δανειακών πόρων και η τυχόν αύξηση των μεσοπρόθεσμων ομολογιακών αποδόσεων θα ασκήσουν ανοδική πίεση στα τραπεζικά επιτόκια.

Η τραπεζική χρηματοδότηση προς τις ΜΧΕ επιταχύνθηκε σε όρους δωδεκάμηνου ρυθμού κατά τη διάρκεια του 2024 και η ακαθάριστη ροή νέων δανείων τακτής λήξης αυξήθηκε σημαντικά έναντι του 2023. Επίσης, μεγάλη ήταν η αύξηση της ακαθάριστης ροής δανείων προς τις ΜΜΕ. Μάλιστα, σε όρους δωδεκάμηνου ρυθμού, η καθαρή και η ακαθάριστη ροή πιστώσεων υποεκτιμούν την προσφορά δανειακών κεφαλαίων μέσω του τραπεζικού τομέα, καθώς δεν συμπεριλαμβάνουν τους δανειακούς πόρους που διαθέτουν (στο πλαίσιο συγχρηματοδοτήσεων μαζί με τις εμπορικές τράπεζες) η Ελληνική Αναπτυξιακή Τράπεζα, ο Όμιλος ΕΤΕπ, καθώς και τα δάνεια του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (“δάνεια ΤΑΑ”), τα οποία συνιστούν δημόσιους πόρους.

Τη μεγαλύτερη συμβολή στη συνολική ροή επιχειρηματικών δανείων το 2024 (όπως εξάλλου και το προηγούμενο έτος) κατέγραψαν οι τομείς της βιομηχανίας, του εμπορίου, της ενέργειας και του τουρισμού, οι οποίοι συνέχισαν να εμφανίζουν τα υψηλότερα μερίδια στο συνολικό υπόλοιπο των τραπεζικών δανείων προς τις ΜΧΕ.

Ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανόδου του υπολοίπου της καταναλωτικής πίστης ήταν θετικός και έβαινε επιταχυνόμενος, ενώ ο μέσος ρυθμός μεταβολής των στεγαστικών δανείων έγινε λιγότερο αρνητικός και διαμορφώθηκε σε -2,9% έναντι -3,7% το 2023. Οι ακαθάριστες ροές τόσο των καταναλωτικών όσο και των στεγαστικών δανείων σημείωσαν αξιόλογη άνοδο. Οι εκτιμήσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων για την εξέλιξη της προσφοράς και της ζήτησης τραπεζικής χρηματοδότησης όσον αφορά τις ΜΧΕ και τα νοικοκυριά, αφενός στην Ελλάδα και αφετέρου στο σύνολο της Νομισματικής Ένωσης, καταγράφονται στην Έρευνα Τραπεζικών Χορηγήσεων (BLS), τα ευρήματα της οποίας αναλύονται συνοπτικά στο Πλαίσιο VI.3.

Η μείωση του επιπέδου των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ κατά τη διάρκεια του 2025 και η προβλεπόμενη ευνοϊκή εξέλιξη της οικονομικής δραστηριότητας στην ελληνική οικονομία προοδευτικά θα ασκήσουν θετική επίδραση στη ζήτηση νέων πιστώσεων το 2025 και θα συμβάλουν στην ενίσχυση της προσφοράς πίστης. Σημαντικό υποστηρικτικό ρόλο αναμένεται να έχουν τα εργαλεία της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας (συμπεριλαμβανομένου του προγράμματος "Σπίτι μου ΙΙ" και του Ταμείου Μικροπιστώσεων) και του Ομίλου ΕΤΕπ και γενικότερα τα προγράμματα του ΕΣΠΑ (2021-2027), όπως εξάλλου και του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας.

Το 2024 το απόθεμα των καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα κατέγραψε αύξηση λόγω της σημαντικής ανόδου των επιχειρηματικών καταθέσεων, η οποία συνάδει με την ενίσχυση της πιστωτικής επέκτασης προς τις ΜΧΕ και την αύξηση του κύκλου εργασιών των επιχειρήσεων κατά το εξεταζόμενο έτος. Η αύξηση των καταθέσεων των νοικοκυριών ήταν πιο περιορισμένη λόγω της στροφής προς άλλες αποταμιευτικές επιλογές που προσέφεραν καλύτερες αποδόσεις τα δύο τελευταία έτη.

Το 2025 η ζήτηση καταθέσεων αναμένεται να συμβαδίσει με την εξέλιξη του ΑΕΠ και του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών. Από την άλλη πλευρά, η στροφή των αποταμιευτών σε άλλα περιουσιακά στοιχεία θα εξακολουθήσει να περιορίζει την άνοδο των καταθέσεων, ιδίως αν διατηρηθεί ή και διευρυνθεί η διαφορά μεταξύ των αποδόσεων των στοιχείων αυτών και των επιτοκίων καταθέσεων.

Το 2024 τα θεμελιώδη μεγέθη των ελληνικών τραπεζικών ομίλων βελτιώθηκαν περαιτέρω. Ειδικότερα, η κερδοφορία ενισχύθηκε, αντικατοπτρίζοντας περαιτέρω αύξηση των καθαρών εσόδων από τόκους και προμήθειες, η ρευστότητα διατηρήθηκε σε υψηλό επίπεδο, ενώ οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας βελτιώθηκαν σημαντικά. Ο δείκτης μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ) μειώθηκε σημαντικά σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος, μειώνοντας την απόκλιση από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο, εξέλιξη στην οποία συνέβαλε η τιτλοποίηση δανείων ΜΕΔ, στο πλαίσιο του προγράμματος "Ηρακλής", του σχήματος που προέκυψε από τη συγχώνευση της Τράπεζας Αττικής και της Παγκρήτιας Τράπεζας. Η βελτίωση στα θεμελιώδη μεγέθη, σε συνδυασμό με την ενίσχυση του θεσμικού πλαισίου, ως αποτέλεσμα της θέσπισης μακροπροληπτικών μέτρων σε επίπεδο δανειολήπτη,[2] είχε ως αποτέλεσμα την αναβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης σημαντικών τραπεζών από τον οίκο S&P, ο οποίος πλέον αξιολογεί δύο εξ αυτών στην επενδυτική κατηγορία (BBB-), με σταθερές προοπτικές. Σε αναβαθμίσεις των τραπεζών προχώρησαν και οι οίκοι Moody's και Morningstar DBRS (Μάρτιος 2025), σε συνέχεια αναβαθμίσεων του κρατικού αξιόχρεου.

Αναμένεται ότι οι πρόσφατες μειώσεις των επιτοκίων πολιτικής από την ΕΚΤ θα εντείνουν τις πιέσεις στην κερδοφορία των ευρωπαϊκών τραπεζών (βλ. Πλαίσιο IX.3). Η ανθεκτικότητα των καθαρών εσόδων από τόκους των ελληνικών τραπεζών προβλέπεται να υποστηριχθεί, μεταξύ άλλων, από την αύξηση των πιστώσεων προς επιχειρήσεις, λαμβάνοντας υπόψη και τις εκταμιεύσεις στο πλαίσιο του RRF.

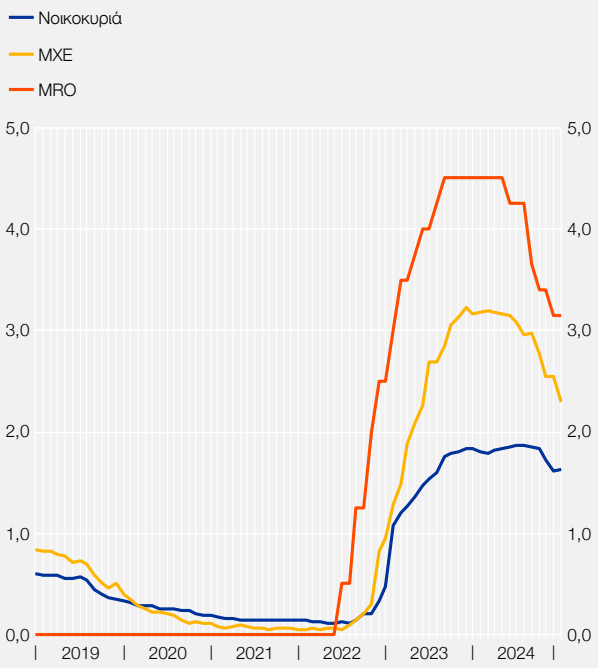
2 Βλ. σχετικά Τράπεζα της Ελλάδος, *Έκθεση Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας*, Οκτώβριος 2024.

2 ΤΡΑΠΕΖΙΚΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ

Κατά τη διάρκεια του 2024, τα επιτόκια προθεσμιακών καταθέσεων των ΜΧΕ ακολούθησαν τις μειώσεις των επιτοκίων πολιτικής του Ευρωσυστήματος, ενώ βραδύτερη και μικρότερη ήταν η προσαρμογή στις καταθέσεις προθεσμίας των νοικοκυριών (βλ. Διάγραμμα VI.2). Η ανελαστικότητα που παρουσίασαν τα επιτόκια καταθέσεων των νοικοκυριών κατά τη διάρκεια του καθοδικού κύκλου των επιτοκίων πολιτικής εκτιμάται ότι οφείλεται στη στόχευση των πιστωτικών ιδρυμάτων να διατηρήσουν ισχυρή την καταθετική τους βάση, ιδίως με το πέρας της αποπληρωμής σχεδόν του συνόλου των υποχρεώσεών τους έναντι της ΕΚΤ, αλλά και της στροφής των ιδιωτών καταθετών σε εναλλακτικές τοποθετήσεις όπως τα έντοκα γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου. Επισημαίνεται εξάλλου ότι τα επιτόκια καταθέσεων δεν είχαν ακολουθήσει παρά μερικώς τις αυξήσεις των επιτοκίων πολιτικής στην ανοδική φάση του κύκλου.

Διάγραμμα VI.2 Επιτόκια νέων τραπεζικών καταθέσεων προθεσμίας και πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος (MRO) (Ιανουάριος 2019 - Ιανουάριος 2025)

(ποσοστά % ετησίως)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Συνολικά, κατά μέσο όρο το 2024 τα μεσοσταθμικά επιτόκια καταθέσεων διαμορφώθηκαν σε υψηλότερο επίπεδο έναντι της μέσης τιμής του 2023. Αναλυτικότερα, το 2024 το μεσοσταθμικό επιτόκιο των καταθέσεων προθεσμίας προς τα νοικοκυριά διαμορφώθηκε σε 1,8% κατά μέσο όρο (2023: 1,4%, Ιανουάριος 2025: 1,6%) και το αντίστοιχο επιτόκιο των ΜΧΕ διαμορφώθηκε σε 3% (2023: 2,3%, Ιανουάριος 2025: 2,3%). Τα επιτόκια στις καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας (λογαριασμοί τρεχούμενοι, όψεως και ταμιευτηρίου) διατηρήθηκαν περίπου στο ίδιο επίπεδο (2024: 0,03% για νοικοκυριά, 0,18% για ΜΧΕ). Σε πραγματικούς ex post όρους, το επιτόκιο καταθέσεων προθεσμίας κατέστη λιγότερο αρνητικό για τα νοικοκυριά (2024: -1,2%, 2023: -2,8%) και μηδενίστηκε για τις ΜΧΕ (2024: 0%, 2023: -1,9%).

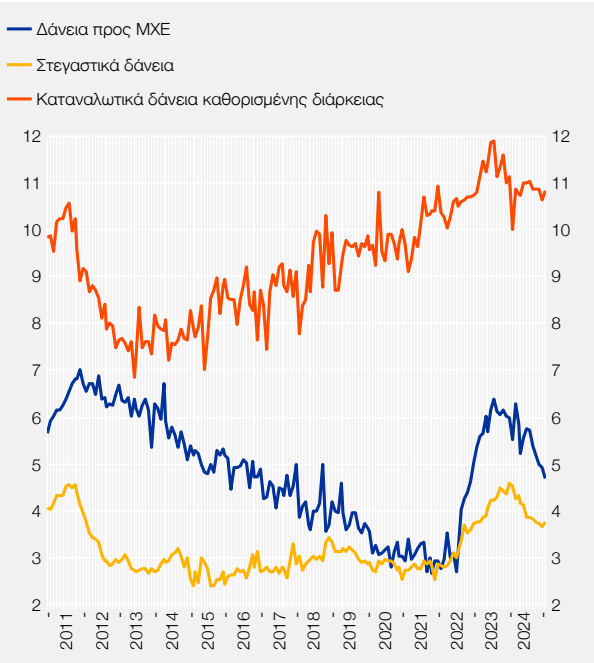
Το κόστος τραπεζικού δανεισμού των επιχειρήσεων μειώθηκε κατά τη διάρκεια του 2024, σε συνέπεια με την αναπροσαρμογή προς τα κάτω των επιτοκίων της νομισματικής πολιτικής και των επιτοκίων της διατραπεζικής αγοράς του ευρώ. Σε αυτό συνηγόρησε και το γεγονός ότι η πλειονότητα των νέων χορηγήσεων έφερε επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος (95% των νέων συμβάσεων επιχειρηματικών δανείων τακτής λήξης για το 2024). Έτσι, το 2024 το μεσοσταθμικό επιτόκιο τραπεζικού δανεισμού των ΜΧΕ διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο σε 5,5%, κατά 32 μονάδες βάσης χαμηλότερα έναντι της μέσης τιμής του 2023 (Ιανουάριος 2025: 4,7%, βλ. Διάγραμμα VI.3). Ταχύτερη ήταν η μείωση στα δάνεια τακτής λήξης, των οποίων το μεσοσταθμικό επιτόκιο υποχώρησε σε 5,4% κατά μέσο όρο το 2024, 37 μονάδες βάσης χαμηλότερα έναντι της μέσης τιμής του 2023. Οι μειώσεις στα επιτόκια των επιχειρηματικών δανείων χωρίς καθορισμένη διάρκεια ήταν μεταγενέστερες από ό,τι στα δάνεια τακτής λήξης, με συνέπεια το μεσοσταθμικό επιτόκιο αυτής της κατηγορίας να διαμορφωθεί κατά μέσο όρο το 2024 στο ίδιο επίπεδο με τη μέση τιμή του 2023 (6,4% για το σύνολο της κατηγορίας, αλληλόχρεοι λογαριασμοί: 6,4%, υπεραναλήψεις από λογαριασμούς όψεως: 6,8%).

Μεταξύ των επιμέρους κατηγοριών δανείων τακτής λήξης, σχετικά μεγαλύτερη υποχώρηση κατέγραψαν τα επιτόκια στα δάνεια άνω του 1 εκατ. ευρώ. Αναλυτικότερα, το μεσοσταθμικό επιτόκιο δανεισμού διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο το 2024 σε: (α) 5,9% στα δάνεια έως 250.000

ευρώ (2023: 6,2%), (β) 5,8% στα δάνεια μεταξύ 250.000 ευρώ και 1 εκατ. ευρώ (2023: 5,8%) και (γ) 5,3% στα δάνεια άνω του 1 εκατ. ευρώ (2023: 5,8%). Το μερίδιο των νέων δανείων άνω του 1 εκατ. ευρώ διαμορφώθηκε πλησίον του 90% της ετήσιας ακαθάριστης ροής των επιχειρηματικών δανείων με τακτή λήξη κατά την επισκοπούμενη περίοδο (έναντι 87% το 2023).

Διάγραμμα VI.3 Επιτόκιο νέων τραπεζικών επιχειρηματικών, στεγαστικών και καταναλωτικών δανείων (Ιανουάριος 2011 - Ιανουάριος 2025)

(ποσοστά % ετησίως)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Τα επιτόκια τα οποία προσέφεραν τα πιστωτικά ιδρύματα για δάνεια προς μικρομεσαίες επιχειρήσεις (ΜΜΕ), που αντιπροσώπευαν το 25% της ακαθάριστης ροής επιχειρηματικών δανείων με τακτή λήξη το 2024, παρέμειναν καθ' όλη τη διάρκεια του έτους σε επίπεδο ελαφρώς υψηλότερο έναντι του μεσοσταθμικού επιτοκίου για το σύνολο των επιχειρήσεων. Ειδικότερα, το μεσοσταθμικό επιτόκιο διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο σε 5,8% στα δάνεια τακτής λήξης και σε 6,7% στα δάνεια μη καθορισμένης διάρκειας, δηλ. σχεδόν αμετάβλητο έναντι της μέσης τιμής του 2023.

Μεγάλο μέρος των εγχώριων επιχειρήσεων, και κυρίως των μικρομεσαίων, επωφελήθηκαν από πιο βελτιωμένους όρους δανεισμού έναντι των προαναφερθέντων, λόγω της υπαγωγής τους σε προγράμματα του Ομίλου ΕΤΕπ και της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας ή της δανειοδότησής τους μέσω του RRF. Εκτιμάται ότι το 2024 περίπου το 25% των νέων χορηγήσεων προς ΜΧΕ και το 40% προς ΜΜΕ υποστηρίχθηκαν από προγράμματα συγχρηματοδότησης ή εγγυοδοσίας ή από δάνεια του RRF.[3] Τα δάνεια που συνδέονται με προγράμματα συγχρηματοδότησης προσφέρονται χαμηλότοκα ή και άτοκα στο σκέλος της χρηματοδότησης από δημόσιους πόρους, ενώ σε κάποιες περιπτώσεις απαλλάσσονται της εισφοράς 0,60% που ισχύει στις κοινές τραπεζικές πιστώσεις.[4] Ομοίως, στα δάνεια του RRF προβλέπεται απαλλαγή από την εισφορά και ελάχιστο σταθερό επιτόκιο 0,35% για τις επιχειρήσεις μικρού και πολύ μικρού μεγέθους και 1% για τις λοιπές επιχειρήσεις στο σκέλος της χρηματοδότησης από δημόσιους πόρους. Σημειώνεται δε ότι το 2024, ακόμη και σε προγράμματα εγγυοδοσίας, τα οποία κατά κανόνα επιτυγχάνουν ελαφρύνσεις στις απαιτήσεις των τραπεζών για εμπράγματες εξασφαλίσεις, προσφέρθηκαν συμπληρωματικά ευνοϊκοί όροι τιμολόγησης. Κατά συνέπεια, οι όροι δανεισμού από τη σκοπιά των δικαιούχων των εν λόγω προγραμμάτων είναι σημαντικά ευνοϊκότεροι από ό,τι ορίζεται στην τιμολογιακή πολιτική των πιστωτικών ιδρυμάτων για τις κοινές τραπεζικές πιστώσεις και ως εκ τούτου είναι βελτιωμένοι σε σύγκριση με ό,τι αποτυπώνεται στη στατιστική σειρά των επιτοκίων τραπεζικών δάνειων.

Όσον αφορά τα νοικοκυριά, η ενσωμάτωση των μειώσεων των επιτοκίων πολιτικής στα τραπεζικά επιτόκια χορηγήσεων κατά το 2024 υπήρξε πιο περιορισμένη σε σύγκριση με τα τραπεζικά επιτόκια χορηγήσεων για τις επιχειρήσεις. Επισημαίνεται ότι σημαντικό τμήμα των νέων δανείων συνδεόταν με χρηματοδοτήσεις σταθερού επιτοκίου.[5] Το μεσοσταθμικό επιτόκιο τρα-

3 Αναλυτικότερα, βλ. Πλαίσιο VI.1.

4 Τα ονομαστικά επιτόκια των τραπεζικών επιχειρηματικών δανείων επιβαρύνονται με εισφορά υπέρ του Δημοσίου, ίση προς 0,6% ετησίως (ν. 128/1975). Ομοίως, επιβαρύνονται με εισφορά υπέρ του Δημοσίου τα καταναλωτικά και τα στεγαστικά δάνεια, ίση προς 0,6% και 0,12% αντίστοιχα.

5 Το 56% των νέων συμβάσεων στεγαστικών και καταναλωτικών δανείων τακτής λήξης για το 2024 συνδεόταν με επιτόκιο σταθερό για περίοδο άνω του ενός έτους.

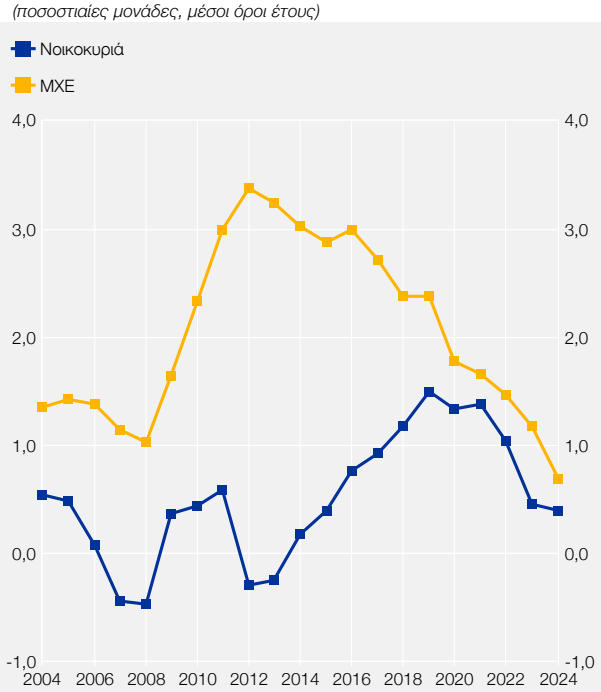
πεζικού δανεισμού του τομέα των νοικοκυριών διαμορφώθηκε σε 6,1% κατά μέσο όρο το 2024, πάνω από μισή ποσοστιαία μονάδα υψηλότερα έναντι του αντίστοιχου των επιχειρήσεων (Ιανουάριος 2025: 5,9%).

Μεταξύ των επιμέρους κατηγοριών, αξιόλογες ήταν οι μειώσεις στα επιτόκια στεγαστικών δανείων, ιδίως στην κατηγορία κυμαινόμενου επιτοκίου. Καθώς οι εν λόγω μειώσεις αντιστάθμισαν αυξήσεις που είχαν πραγματοποιηθεί ένα έτος νωρίτερα, το μεσοσταθμικό επιτόκιο των στεγαστικών δανείων (βλ. Διάγραμμα VI.3) παρέμεινε κατά μέσο όρο το 2024 σε 4,1%, αμετάβλητο έναντι της μέσης τιμής του 2023. Όπως και στην περίπτωση των επιχειρήσεων, σημαντικό μέρος των στεγαστικών δανειοδοτήσεων των νοικοκυριών χορηγήθηκε με ευνοϊκότερους όρους δανεισμού έναντι των κοινών τραπεζικών πιστώσεων. Αυτό δεν αντικατοπτρίζεται στις σειρές επιτοκίων που χρησιμοποιούνται στο παρόν κεφάλαιο. Εκτιμάται ότι το 2024 άνω του 25% των νέων συμβάσεων στεγαστικής πίστης, αξίας περίπου 0,4 δισεκ ευρώ, συνδεόταν με το συγχρηματοδοτούμενο πρόγραμμα "Σπίτι μου" της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας, στο οποίο προβλέπεται μηδενικό επιτόκιο για το 75% της συνολικής χρηματοδότησης και απαλλαγή από την εισφορά 0,12%.

Όσον αφορά τα καταναλωτικά δάνεια τακτής λήξης, η μείωση επιτοκίων συνεχίστηκε στις αρχές του 2024, ώστε το μεσοσταθμικό επιτόκιο καταναλωτικών δανείων καθορισμένης διάρκειας (βλ. Διάγραμμα VI.3) να διαμορφωθεί κατά μέσο όρο σε 10,8%, περίπου μισή ποσοστιαία μονάδα χαμηλότερα έναντι της μέσης τιμής του 2023. Τα καταναλωτικά δάνεια εξακολούθησαν να παρουσιάζουν ισχυρή ζήτηση και συνιστούσαν άνω του 50% της αξίας των νέων συμβάσεων δανείων τακτής λήξης προς τα νοικοκυριά το 2024. Τέλος, το μεσοσταθμικό επιτόκιο στα καταναλωτικά δάνεια μη καθορισμένης διάρκειας, που περιλαμβάνουν, κατά σειρά μεγέθους του υφιστάμενου υπολοίπου, τις πιστωτικές κάρτες, τα ανοικτά δάνεια και τις υπεραναλήψεις από λογαριασμούς όψεως, διαμορφώθηκε σε 15%, σχεδόν ίσο με τη μέση τιμή του 2023.

Διάγραμμα VI.4 Απόκλιση στο κόστος δανεισμού των ΜΧΕ και των νοικοκυριών για αγορά κατοικίας μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ (2004 - 2024)

(ποσοστιαίες μονάδες, μέσοι όροι έτους)



Πηγές: ΕΚΤ και Τράπεζα της Ελλάδος.

Σε πραγματικούς ex post όρους, τα μεσοσταθμικά επιτόκια των τραπεζικών δανείων αυξήθηκαν ελαφρά το 2024. Το μέσο πραγματικό επιτόκιο τραπεζικών δανείων για τις ΜΧΕ διαμορφώθηκε σε 2,5%, έναντι 1,7% το 2023 (2022: -5,8%). Ομοίως, το μέσο πραγματικό επιτόκιο τραπεζικών δανείων για τα νοικοκυριά διαμορφώθηκε σε 3,1%, έναντι 2% το 2023 (2022: -4,1%).

Η απόκλιση των επιτοκίων δανεισμού μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ περιορίστηκε περαιτέρω το 2024 και στους δύο τομείς (ΜΧΕ και νοικοκυριά, βλ. Διάγραμμα VI.4). Το κόστος δανεισμού των νοικοκυριών στην Ελλάδα για αγορά κατοικίας διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο το 2024 σε 39 μονάδες βάσης υψηλότερα έναντι του αντίστοιχου ευρωπαϊκού μέσου όρου (2023: 45 μονάδες βάσης, 2022: 104 μονάδες βάσης). Ομοίως, η απόκλιση μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ ως προς το μεσοσταθμικό κόστος δανεισμού περιορίστηκε για τις ΜΧΕ σε 69 μονάδες βάσης (2023: 118 μονάδες βάσης, 2022: 147 μονάδες βάσης).

Το 2024 συνεχίστηκε η αποκλιμάκωση του περιθωρίου επιτοκίου, δηλ. της διαφοράς μεταξύ

μεσοσταθμικού επιτοκίου δανείων και μεσοσταθμικού επιτοκίου καταθέσεων. Μέχρι το τέλος του έτους είχε αντισταθμιστεί περίπου το ήμισυ της διεύρυνσης του περιθωρίου που είχε σημειωθεί κατά τον ανοδικό κύκλο των επιτοκίων δανεισμού. Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλαν η βελτίωση της ποιότητας του χαρτοφυλακίου των εγχώριων πιστωτικών ιδρυμάτων και οι ευνοϊκές συνθήκες ρευστότητας που αντιμετωπίζουν.[6]

Το 2025 αναμένεται περαιτέρω ελάφρυνση στο κόστος τραπεζικού δανεισμού του εγχώριου ιδιωτικού τομέα, καθώς εκτιμάται ότι θα συνεχιστεί η μετακύλιση των μειώσεων των επιτοκίων πολιτικής του Ευρωσυστήματος στα τραπεζικά επιτόκια, παράλληλα με την επίδραση των βελτιωμένων θεμελιωδών μεγεθών των εγχώριων τράπεζων και των θετικών προοπτικών της ελληνικής οικονομίας. Βεβαίως, σε κάποιο βαθμό η συνακόλουθη αύξηση της ζήτησης δανειακών κεφαλαίων θα ασκήσει ανοδική πίεση στο κόστος δανεισμού.

6 Αναλυτικότερα, βλ. Πλαίσιο IX.3.

Πλαίσιο VI.1

Η ΣΥΜΒΟΛΗ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΩΝ ΕΡΓΑΛΕΙΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ ΤΟΥ ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΥ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ ΚΑΙ ΑΝΘΕΚΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΣΤΗΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΤΩΝ ΕΓΧΩΡΙΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Η χρηματοδότηση των εγχώριων μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (ΜΧΕ)[1] υποστηρίχθηκε σημαντικά και το 2024 μέσω των σύγχρονων χρηματοδοτικών εργαλείων και του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (Recovery and Resilience Facility – RRF). Η συμβολή αυτών των προγραμμάτων στη συνολική χρηματοδότηση των επιχειρήσεων ενισχύθηκε σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος, καθώς υπολογίζεται ότι το 24% των νέων τραπεζικών επιχειρηματικών δανείων συνδέεται με τα εν λόγω προγράμματα, έναντι 18% το 2023 (βλ. Διάγραμμα Α). Σε όρους αξίας εκταμιεύσεων, μεγαλύτερη ήταν η συμβολή των προγραμμάτων εγγυοδοσίας και των συγχρηματοδοτήσεων των αναπτυξιακών τραπεζών, ενώ παράλληλα παρατηρήθηκε επιτάχυνση των εκταμιεύσεων στα δάνεια του Μηχανισμού.

Εξελίξεις κατά το 2024

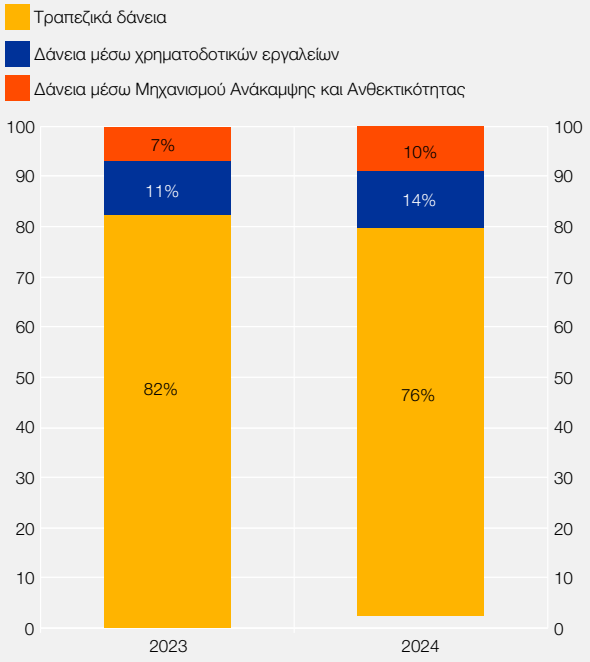
α) Χρηματοδοτικά εργαλεία

Το 2024 – όπως και τα προηγούμενα έτη – η προσφορά χρηματοδοτικών προγραμμάτων αφορούσε κυρίως προγράμματα του Ομίλου της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων (Όμιλος ΕΤΕπ)[2] και της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας (ΕΑΤ) και πραγματοποιήθηκε με τη διαμεσολάβηση των εγχώριων πιστωτικών ιδρυμάτων. Μέσω των εν λόγω προγραμμάτων, οι ΜΧΕ και οι ελεύθεροι επαγγελματίες έλαβαν τραπεζικά δάνεια ύψους 3,7 δισεκ. ευρώ, κατά 1,7 δισεκ. ευρώ περισσότερα σε σύγκριση με ένα έτος νωρίτερα (βλ. Διάγραμμα Β). Το μερίδιο των δανείων που συνδέεται με χρηματοδοτικά εργαλεία στο σύνολο των νέων τραπεζικών επιχειρηματικών δανείων αυξήθηκε σε 14%, από 11% το 2023. Η πλειονότητα των χρηματοδοτικών πόρων (περίπου τα 3/4 της αξίας των εκταμιεύσεων) κατευθύνθηκε προς επιχειρήσεις πολύ μικρού, μικρού και μεσαίου μεγέθους. Η εξέλιξη αυτή είναι συνεπής με τις ευρωπαϊκές και εθνικές πολιτικές για τη στήριξη των μικρομεσαίων επιχειρήσεων, οι οποίες σε εθνικό επίπεδο ενσωματώνονται με (α) την υιοθέτηση περιορισμών ως προς τους δικαιούχους των προγραμμάτων[3] και (β) τη διεύρυνση των μορφών χρηματοδότησής τους με την προσθήκη προγραμμάτων συνεπενδύσεων και μικροδανείων. Έτσι, το 2024 το μερίδιο των νέων τραπεζικών δανείων προς μικρομεσαίες επιχειρήσεις και ελεύθερους επαγγελματίες που υποστηρίχθηκε από χρηματοδοτικά εργαλεία ανήλθε σε 40% (2023: 26%), δηλ. ήταν σχεδόν τριπλάσιο του αντίστοιχου για το σύνολο των επιχειρήσεων.

1 Συμπεριλαμβάνονται οι ελεύθεροι επαγγελματίες.
2 Ο Όμιλος ΕΤΕπ αποτελείται από την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων (ΕΤΕπ) και το Ευρωπαϊκό Ταμείο Επενδύσεων (ΕΤαΕ).
3 Χαρακτηριστικά, το σύνολο των πόρων που διατέθηκαν μέσω των προγραμμάτων της ΕΑΤ αφορούσε εξ ολοκλήρου μικρομεσαίες επιχειρήσεις.

Διάγραμμα Α Συμβολή χρηματοδοτικών εργαλείων και Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας στην τραπεζική χρηματοδότηση των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων

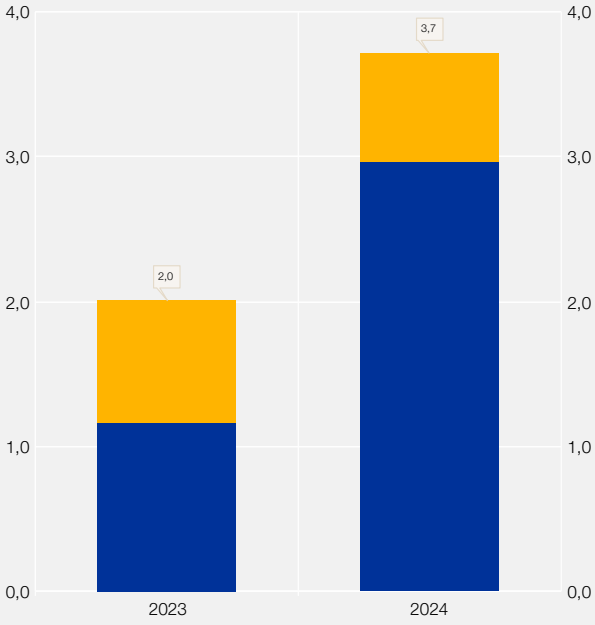
(ποσοστά %)



Πηγές: Ελληνική Αναπτυξιακή Τράπεζα, Ένωση Ελληνικών Τραπεζών και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.
Σημείωση: Η συμβολή εκτιμάται ως ο λόγος της αξίας των εκταμιευμένων τραπεζικών δανείων κάθε χρηματοδοτικού προγράμματος προς το σύνολο των εκταμιευμένων τραπεζικών δανείων (περιλαμβανομένων των ποσών που χορηγούνται από δημόσιους πόρους).

Διάγραμμα Β Εκταμιεύσεις τραπεζικών δανείων προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και ελεύθερους επαγγελματίες που συνδέονται με τα χρηματοδοτικά εργαλεία

(δισεκ. ευρώ)



Πηγές: Ελληνική Αναπτυξιακή Τράπεζα, Ένωση Ελληνικών Τραπεζών και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.
Σημείωση: ΕΑΤ: Ελληνική Αναπτυξιακή Τράπεζα. Όμιλος ΕΤΕπ: Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων (ΕΙΒ) και Ευρωπαϊκό Ταμείο Επενδύσεων (ΕΙ�F).

Μεταξύ των επιμέρους κατηγοριών χρηματοδοτικών εργαλείων, το μεγαλύτερο μερίδιο σε όρους αξίας εκταμιεύσεων (60%) αντιστοιχούσε σε προγράμματα εγγυοδοσίας και το υπόλοιπο (40%) σε συγχρηματοδοτήσεις και μικροπιστώσεις. Στα δάνεια που συνδέονται με προγράμματα εγγυοδοσίας, το Ελληνικό Δημόσιο αναλαμβάνει μέρος του πιστωτικού κινδύνου και συνεπώς τα πιστωτικά ιδρύματα υποχρεώνονται να μειώσουν τις απαιτήσεις τους για εμπράγματες εξασφαλίσεις από τους δανειολήπτες. Ωστόσο, καθώς η αύξηση των επιτοκίων δανεισμού που έλαβε χώρα το 2023 ενίσχυσε τη σημασία της παροχής χαμηλότοκης χρηματοδότησης, πολλά προγράμματα εγγυοδοσίας εκ του σχεδιασμού τους προσέφεραν συμπληρωματικά και ευνοϊκούς όρους τιμολόγησης.

Όσον αφορά τα επιμέρους προγράμματα, σημαντικότερο σε όρους αξίας εκταμιεύσεων κατά το 2024 υπήρξε το πρόγραμμα “InvestEU SME Competitiveness” του Ευρωπαϊκού Ταμείου Επενδύσεων (ΕΤαΕ), που αντιπροσώπευε άνω του 40% της αξίας των εκταμιεύσεων τραπεζικών δανείων μέσω εργαλείων (1,5 δισεκ. ευρώ).

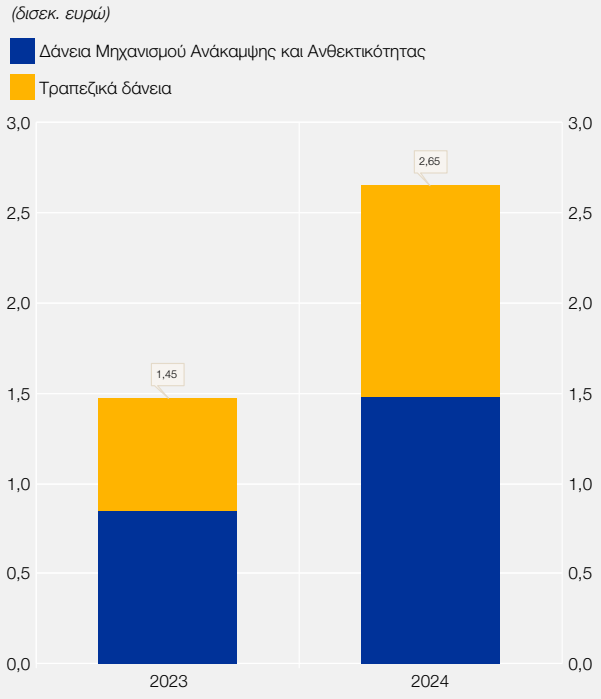
β) Μηχανισμός Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας

Πρόσθετα προς τα χρηματοδοτικά εργαλεία, οι εγχώριες επιχειρήσεις έλαβαν το προηγούμενο έτος χαμηλότοκη χρηματοδότηση μέσω του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF). Συνολικά το 2024, από το δανειακό σκέλος του προγράμματος εκταμιεύθηκαν επιχειρηματικά δάνεια ύψους 2,65 δισεκ. ευρώ[4] (2023: 1,45 δισεκ. ευρώ, βλ. Διάγραμμα Γ), εκ των οποίων 1,5 δισεκ. ευρώ συνιστούσαν κεφάλαια του Μηχανισμού και τα υπόλοιπα τραπεζικά κεφάλαια. Η συμμετοχή των τραπεζών και των ιδιωτών στη συνολική δαπάνη των εγκεκριμένων επενδυτικών σχεδίων υπήρξε υψηλότερη από ό,τι ορίζεται στο σχέδιο του προγράμματος, το οποίο ισοδυναμεί με

4 Περιλαμβάνονται οι εκταμιεύσεις επιχειρηματικών δανείων εκ μέρους τραπεζών εσωτερικού και εξωτερικού που χρηματοδοτούνται από δημόσιους και τραπεζικούς πόρους. Δεν περιλαμβάνονται οι χρηματοδοτήσεις μέσω κεφαλαιακών συμμετοχών.

μεγαλύτερη μόχλευση των δημόσιων πόρων.[5] Η πλειονότητα των πόρων (άνω του 95%) χορηγήθηκε με τη διαμεσολάβηση έξι εγχώριων εμπορικών τράπεζων. Οι εκταμιεύσεις δανείων προς τους τελικούς δικαιούχους επιταχύνθηκαν το 2024, εξέλιξη αναμενόμενη καθώς τα δάνεια του Μηχανισμού είναι επενδυτικά δάνεια ως επί το πλείστον τμηματικών εκταμιεύσεων. Ως συνέπεια, οι σωρευτικές εκταμιεύσεις δανείων ανήλθαν σε 40% της αξίας των συμβάσεων το Δεκέμβριο του 2024, έναντι 22% στο τέλος του 2023.

Διάγραμμα Γ Εκταμιεύσεις τραπεζικών δανείων μέσω του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας



Πηγές: Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών, Ένωση Ελληνικών Τραπεζών και Τράπεζα της Ελλάδος.

Όπως προκύπτει από τα διαθέσιμα στοιχεία, μέχρι στιγμής δεν διαφαίνονται σημαντικοί περιορισμοί από την πλευρά της προσφοράς δανείων του Μηχανισμού. Η έγκαιρη υποβολή αιτημάτων προς την Ευρωπαϊκή Επιτροπή εκ μέρους του Υπουργείου Οικονομικών και η ταχύτατη αποδέσμευση των σχετικών κονδυλίων προς τα πιστωτικά ιδρύματα συνέβαλαν ώστε το υπόλοιπο των δημόσιων πόρων προς άμεση διάθεση να αυξηθεί σταδιακά και να διαμορφωθεί σε 5 δισεκ. ευρώ στο τέλος του 2024. Το ποσοστό των συμβασιοποιημένων αιτήσεων κυμάνθηκε καθ' όλη τη διάρκεια του έτους πλησίον του 50% της αξίας των υποβληθέντων αιτημάτων δανείων, ενώ το ποσοστό απόρριψης αιτημάτων υπολειπόταν σημαντικά του αντίστοιχου των κοινών τραπεζικών πιστώσεων. Αντίθετα, η επιβράδυνση στην υποβολή νέων αιτήσεων, η οποία παρατηρήθηκε από τα μέσα του 2023 έως και τον Οκτώβριο του 2024, σκιαγραφεί συγκράτηση από την πλευρά της ζήτησης. Στην εξέλιξη αυτή εκτιμάται ότι επέδρασε κατ' αρχάς ο ανοδικός κύκλος των επιτοκίων νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος την περίοδο Ιουλίου 2022-Σεπτεμβρίου 2023. Αν και στο σκέλος χρηματοδότησης από δημόσιους πόρους προβλέπεται ευνοϊκή τιμολόγηση,[6] το επιτόκιο μπορεί κατά περίπτωση να είναι υψηλότερο από το ελάχιστο οριζόμενο εφόσον οι σωρευτικές ενισχύσεις για τη δανειολήπτρια επιχείρηση υπερβαίνουν το ανώτατο ποσό ενίσχυσης που ορίζεται στον Γενικό Απαλλακτικό Κανονισμό (ΕΕ) 651/2014.[7] Σ' αυτή την περίπτωση, το επιτόκιο καθορίζεται βάσει του IBOR[8] προσαυξημένο κατά ένα σταθερό περιθώριο, δηλ. ακολουθεί τα επιτόκια της αγοράς, ενώ και στα δάνεια συγχρηματοδότησης το επιτόκιο είναι κατά κανόνα κυμαινόμενο. Στη συγκράτηση της ζήτησης νέων δανείων του Μηχανισμού επιπρόσθετα επέδρασαν η έλλειψη επενδυτικών σχεδίων σε συγκεκριμένους πυλώνες από κοινού με τους περιορισμούς που τίθενται στην κατανομή των πόρων ανά πυλώνα και ανά πιστωτικό ίδρυμα.

5 Σύμφωνα με το σχέδιο του προγράμματος, το σχήμα συγχρηματοδότησης στη συνολική επενδυτική δαπάνη ορίζεται ως: κατά μέγιστο 50% συμμετοχή δημόσιων πόρων (δάνεια Ταμείου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας – ΤΑΑ), κατ' ελάχιστο 30% τραπεζική μόχλευση (δάνεια συγχρηματοδότησης) και κατ' ελάχιστο 20% ιδία συμμετοχή.

6 Το ελάχιστο σταθερό επιτόκιο των δανείων με δημόσιους πόρους (δάνεια ΤΑΑ) έχει οριστεί σε 1%, ενώ στην περίπτωση των μικρών και πολύ μικρών επιχειρήσεων είναι 0,35%. Κατά τα προβλεπόμενα στην παράγραφο 4 του άρθρου 197 του ν. 4820/2021, τα δάνεια που χορηγούνται με πόρους του ΤΑΑ απαλλάσσονται της εισφοράς 0,60% που ισχύει στις κοινές τραπεζικές πιστώσεις βάσει του ν. 128/1975.

7 Κατά τα προβλεπόμενα στο άρθρο 198 του ν. 4820/2021, τα επενδυτικά σχέδια που λαμβάνουν κρατική ενίσχυση στο πλαίσιο του καθεστώτος δανειακής στήριξης του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας δύνανται να υπαχθούν και σε άλλο καθεστώς κρατικών ενισχύσεων.

8 Πρόκειται για επιτόκιο αναφοράς που χρησιμοποιεί η Ευρωπαϊκή Επιτροπή στο πλαίσιο του κοινοτικού ελέγχου των κρατικών ενισχύσεων. Τα επιτόκια αναφοράς εφαρμόζονται ως αντιπροσωπευτικά των επιτοκίων της αγοράς για τη μέτρηση του ισοδύναμου επιχορήγησης της κρατικής ενίσχυσης. Για τον καθορισμό των επιτοκίων αναφοράς, ως βάση υπολογισμού χρησιμοποιείται το ετήσιο επιτόκιο IBOR (Interbank Offered Rate), το οποίο με τη σειρά του υπολογίζεται με βάση τα ετήσια επιτόκια της χρηματαγοράς, που είναι διαθέσιμα σε όλα σχεδόν τα κράτη-μέλη, ενώ η Ευρωπαϊκή Επιτροπή επιφυλάσσεται να χρησιμοποιεί και μικρότερες ή μεγαλύτερες ληκτότητες (βλ. Ανακοίνωση Επιτροπής 2008/C 14/02, 19.1.2008).

Συνολικά, από τον Ιούνιο του 2022 (οπότε συνήφθη η πρώτη δανειακή σύμβαση) έως το τέλος του 2024 είχαν υπογραφεί 405 δανειακές συμβάσεις ύψους 11,8 δισεκ. ευρώ.[9] Πάνω από το ήμισυ του αριθμού των δανειακών συμβάσεων και το 15% περίπου της αξίας τους αφορούσε επιχειρήσεις μικρομεσαίου μεγέθους. Το μεσοσταθμικό επιτόκιο στα δάνεια του Μηχανισμού διαμορφώθηκε σε 1,86%, δηλ. περίπου κατά 350 μονάδες βάσης χαμηλότερα έναντι του αντίστοιχου μέσου ετήσιου επιτοκίου των κοινών τραπεζικών επιχειρηματικών δανείων για το 2024.[10]

Προοπτικές

Η ρευστότητα των επιχειρήσεων αναμένεται να συνεχίσει να υποστηρίζεται στο εγγύς μέλλον τόσο από την προσφορά χρηματοδοτικών πόρων μέσω του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας όσο και από υφιστάμενες και νέες πρωτοβουλίες που αναμένονται στο πλαίσιο των σύγχρονων χρηματοδοτικών εργαλείων. Ειδικότερα:

(α) Σε συνέχεια της έγκρισης από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή του αναθεωρημένου Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας "Ελλάδα 2.0", οι συνολικοί ευρωπαϊκοί πόροι για το δανειακό σκέλος του Μηχανισμού ανήλθαν σε 17,7 δισεκ. ευρώ, εκ των οποίων έχουν εκταμιευθεί προς τη χώρα 11,4 δισεκ. ευρώ (συμπεριλαμβανομένου του 5ου αιτήματος πληρωμής) και άνω των 5 δισεκ. ευρώ είναι διαθέσιμα στις συνεργαζόμενες τράπεζες για τη χορήγηση επιχειρηματικών πιστώσεων. Όπως προαναφέρθηκε, δεν διαφαίνονται περιοριστικοί παράγοντες από πλευράς προσφοράς πιστώσεων, ενώ οι πρόσφατες μειώσεις των επιτοκίων πολιτικής της ΕΚΤ εκτιμάται ότι θα επηρεάσουν θετικά τη ζήτηση για νέες πιστώσεις, κυρίως εκ μέρους των επιχειρήσεων μεγάλου μεγέθους, για τις οποίες η προσφορά άλλων προγραμμάτων χαμηλότοκης χρηματοδότησης είναι πιο περιορισμένη.

(β) Στο πλαίσιο της υλοποίησης του ΕΣΠΑ 2021-2027 και του Αναπτυξιακού Νόμου (ν. 4887/2022), αναμένεται η δημιουργία νέων προγραμμάτων με σκοπό την παροχή συγχρηματοδοτούμενων δανείων, εγγυήσεων, μικροπιστώσεων και συνεπενδύσεων. Επιπρόσθετα προς την ενίσχυση των μικρομεσαίων επιχειρήσεων, ιδιαίτερη έμφαση αναμένεται να δοθεί τα επόμενα έτη και στα επενδυτικά σχέδια μεγάλων επιχειρήσεων, προκειμένου να διευκολυνθεί η υλοποίηση επενδύσεων που συμβάλλουν στην αλλαγή του παραγωγικού υποδείγματος της εγχώριας οικονομίας. Στο πλαίσιο αυτό, προσδοκάται η δημιουργία νέου Ταμείου εγγυήσεων δανείων προς μεγάλες επιχειρήσεις και η διεύρυνση δραστηριοτήτων που εντάσσονται στις εμβληματικές επενδύσεις με τη συμπερίληψη της ναυπηγικής βιομηχανίας, της κυκλικής οικονομίας και των κρίσιμων πρώτων υλών. Επιπλέον, αναμένεται η ενίσχυση της μετοχικής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων στο πλαίσιο του Equifund II, ιδίως όσων επενδύουν στις επιστήμες της ζωής και της υγείας, καθώς και σε έργα περιβαλλοντικής και κοινωνικής βιωσιμότητας. Τέλος, αναμένεται η συγχορήγηση δανείων και επιχορηγήσεων στο βαθμό που εξυπηρετούνται ειδικότεροι στόχοι καινοτομίας, χρήσης σύγχρονης τεχνολογίας και πράσινης ανάπτυξης.

9 Πηγή: Δελτίο τύπου του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών "Δημόσιες επενδύσεις: έργα και μεταρρυθμίσεις που βελτιώνουν την καθημερινότητα των πολιτών" (16.1.2025).

10 Το μεσοσταθμικό επιτόκιο των τραπεζικών δανείων τακτής λήξης προς ΜΧΕ για τις κοινές τραπεζικές πιστώσεις διαμορφώθηκε σε 5,4% κατά μέσο όρο το 2024.

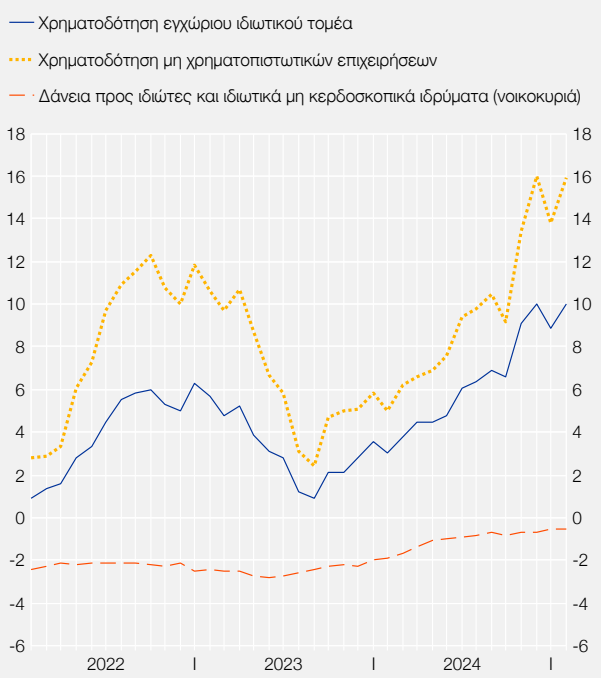
3 ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΠΙΣΤΗ

Η τραπεζική χρηματοδότηση προς τις ΜΧΕ κατέγραψε διψήφιους ετήσιους ρυθμούς αύξησης κατά τη διάρκεια του 2024 (Ιανουάριος 2025: 15,9%, Δεκέμβριος 2024: 13,8%, μέσος όρος 2023: 6,5%, βλ. Διάγραμμα VI.5) και τα νέα δάνεια τακτής λήξης προς ΜΧΕ ανήλθαν κατά μέσο όρο το 2024 σε 2 δισεκ. ευρώ το μήνα, έναντι 1,4 δισεκ. ευρώ το 2023.[7] Τα 3/4 της ροής αυτής αφορούσαν νέα δάνεια προς μεγάλες επιχειρήσεις (1,5 δισεκ. ευρώ, 2023: 1,0 δισεκ. ευρώ) (βλ. Διάγραμμα VI.6). Η υπολειπόμενη ροή επιχειρηματικών δανείων, η οποία κατευθύνθηκε προς τις ΜΜΕ (495 εκατ. ευρώ), ενισχύθηκε κατά 25,2% σε σύγκριση με το 2023.

7 Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου της χρηματοδότησης προς τις ΜΧΕ κατά το 2024 διογκώθηκε ελαφρώς από τις εκταμιεύσεις μεμονωμένων τραπεζικών κοινοπρακτικών δανείων σημαντικού ύψους.

Διάγραμμα VI.5 Τραπεζική χρηματοδότηση προς τον ιδιωτικό τομέα (Ιανουάριος 2022 - Ιανουάριος 2025)

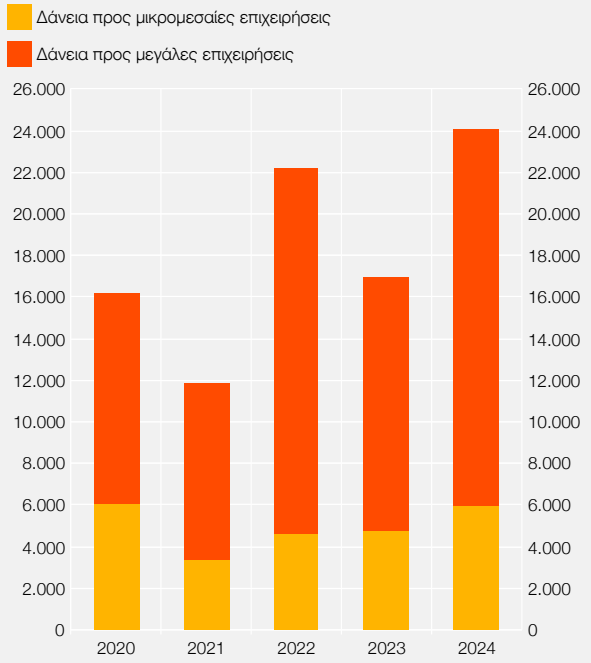
(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Διάγραμμα VI.6 Τραπεζικά δάνεια προς ΜΧΕ με καθορισμένη διάρκεια (2020 - 2024)

(ετήσια σωρευτική ακαθάριστη ροή,[1] εκατ. ευρώ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.
1 Η ακαθάριστη ροή ισούται με τα ποσά τα οποία συνομολογούνται στις νέες συμβάσεις τραπεζικών δανείων και καταγράφονται στη στατιστική των επιτοκίων. Σύμφωνα με την ΠΔΤΕ 2672/5.5.2014, η οποία ισχύει από τον Ιούνιο του 2014, στα ποσά των νέων δανείων δεν περιλαμβάνονται οι ρυθμίσεις οφειλών.

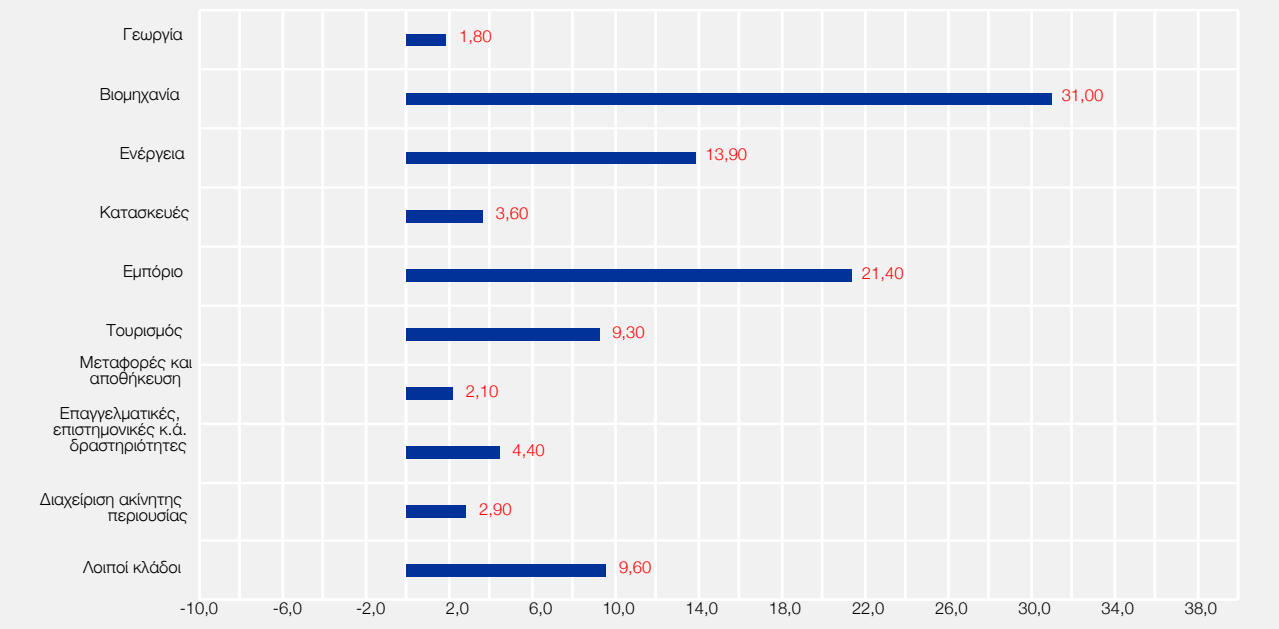
Η άνοδος της οικονομικής δραστηριότητας υποστήριξε τη ζήτηση χορηγήσεων το 2024. Η σταδιακή μείωση των τραπεζικών επιτοκίων στα δάνεια προς ΜΧΕ κατά τη διάρκεια του 2024 εκτιμάται ότι ξεκίνησε να ασκεί θετική επίδραση στη ζήτηση νέων δανείων προς τις ΜΧΕ – όπως αποτυπώνεται και στην Έρευνα Τραπεζικών Χορηγήσεων (βλ. Πλαίσιο VI.3). Από την πλευρά της προσφοράς δανείων, τα ελληνικά πιστωτικά ιδρύματα διαθέτουν επίπεδα ρευστότητας αρκετά άνω των εποπτικών ορίων, έτσι ώστε να παρέχουν πιστώσεις προς τον ιδιωτικό τομέα με ευχέρεια. Το 2024 οι τράπεζες άντλησαν πόρους μεταξύ άλλων μέσω της έκδοσης ομολόγων, καθώς και από τη διατραπεζική αγορά του εξωτερικού, ενώ μείωσαν σημαντικά το υπόλοιπο του δανεισμού τους από το Ευρωσύστημα.

Τα προγράμματα συγχρηματοδότησης και εγγυοδοσίας αναπτυξιακών φορέων υποστήριξαν και το 2024 την τραπεζική πιστωτική επέκταση προς τις ΜΧΕ και ιδιαίτερα προς τις ΜΜΕ, όπως και τα τραπεζικά δάνεια τα οποία εντάσσονται στο Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF) (βλ. Πλαίσιο VI.1). Ειδικότερα, οι νέες χορηγήσεις μέσω χρηματοδοτικών εργαλείων του Ομίλου ΕΤΕπ και της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας αυξήθηκαν σημαντικά το περασμένο έτος σε 4,7% του υπολοίπου των επιχειρηματικών δανείων (συμπεριλαμβανομένων των ελεύθερων επαγγελματιών) από 2,8% το 2023.[8] Επίσης, ενισχύθηκε η συμβολή των δανείων τα οποία εντάσσονται στον RRF στις νέες τραπεζικές χορηγήσεις προς τις ΜΧΕ. Σημειώνεται ότι οι εμπορικές τράπεζες χορηγούν “δάνεια συγχρηματοδότησης”. Συμπληρωματικά προς αυτά, χορηγούνται “δάνεια ΤΑΑ”, τα οποία συνιστούν δημόσιους πόρους. Τα “δάνεια ΤΑΑ” αποτελούν

8 Η τραπεζική πιστωτική επέκταση περιλαμβάνει τα δάνεια εκ μέρους των τραπεζών προς τις επιχειρήσεις μέσω αυτών των εργαλείων, ενώ δεν περιλαμβάνει τα ποσά που χορηγούν ως συγχρηματοδότηση η Ελληνική Αναπτυξιακή Τράπεζα και ο Όμιλος ΕΤΕπ (τα οποία προστίθενται στα εν λόγω δάνεια των εμπορικών τραπεζών και το συνολικό ποσό διοχετεύεται στον εκάστοτε δανειολήπτη).

Διάγραμμα VI.7 Συμβολή των επιμέρους κλάδων στη σωρευτική ακαθάριστη ροή της συνολικής τραπεζικής χρηματοδότησης προς ΜΧΕ το 2024

(ποσοστά %)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, βάση δεδομένων AnaCredit.
Σημείωση: Η συνολική ακαθάριστη ροή τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις ΜΧΕ το 2024 ανήλθε σε 12,2 δισεκ. ευρώ.

χρηματοδότηση που διοχετεύθηκε στις επιχειρήσεις μέσω τραπεζών, δεν περιλαμβάνονται όμως στο υπό εξέταση (στην παρούσα ενότητα) μέγεθος της τραπεζικής πιστωτικής επέκτασης (το οποίο καταρτίζεται με βάση τις λογιστικές καταστάσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων), καθώς ο πιστωτικός κίνδυνος δεν αναλαμβάνεται από τις τράπεζες, αλλά από το Ελληνικό Δημόσιο. Το ίδιο ισχύει και για τις αντίστοιχες πιστώσεις που χορηγούνται εντός του πλαισίου του RRF από τις ευρωπαϊκές αναπτυξιακές τράπεζες, δηλ. τον Όμιλο ΕΤΕπ και την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Ανασυγκρότησης και Ανάπτυξης (EBRD), οι οποίες επίσης δεν περιλαμβάνονται στην τραπεζική πιστωτική επέκταση.

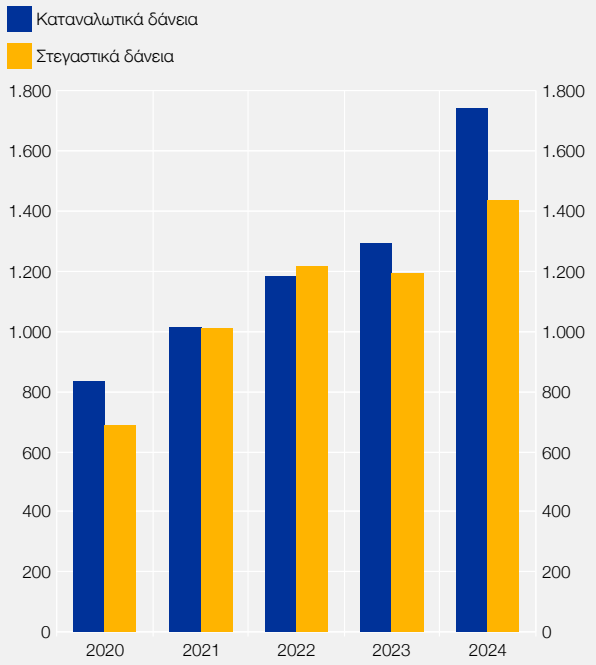
Το Διάγραμμα VI.7 αναπαριστά τις ποσοστιαίες συμβολές των επιμέρους τομέων οικονομικής δραστηριότητας στη συνολική ακαθάριστη ροή δανείων προς τις ΜΧΕ το 2024 (σύμφωνα με τη βάση δεδομένων AnaCredit της Τράπεζας της Ελλάδος).[9] Την υψηλότερη συμβολή στη συνολική ροή των επιχειρηματικών δανείων το 2024, όπως και το 2023, κατέγραψαν οι τομείς της βιομηχανίας, του εμπορίου, της ενέργειας και του τουρισμού, οι οποίοι συνέχισαν να εμφανίζουν και τα υψηλότερα μερίδια στο συνολικό υπόλοιπο των τραπεζικών δανείων προς τις ΜΧΕ. Ειδικότερα, τα νέα δάνεια προς τον τομέα της βιομηχανίας το 2024 ήταν 3,8 δισεκ. ευρώ, αποτελώντας 31,0% της συνολικής ροής δανείων προς τις ΜΧΕ, και εκείνα προς τον τομέα του εμπορίου ανήλθαν σε 2,6 δισεκ. ευρώ (21,4%), ενώ προς τον τομέα της ενέργειας και του τουρισμού ήταν 1,7 δισεκ. ευρώ (13,9%) και 1,1 δισεκ. ευρώ (9,3%) αντίστοιχα. Οι τρεις πρώτοι τομείς κυριάρχησαν το 2024 και στα νέα δάνεια προς τις μεγάλες επιχειρήσεις, ενώ τέταρτος ήταν ο κλάδος "μεταφορά-αποθήκευση". Στις χορηγήσεις προς τις ΜΜΕ, όπως είναι εύλογο, οι δύο σημαντικότεροι τομείς ήταν το εμπόριο και ο τουρισμός. Τα μερίδια των επιμέρους τομέων στο συνολικό υπόλοιπο των τραπεζικών δανείων προς τις ΜΧΕ το Δεκέμβριο του 2024 ήταν: βιομηχανία:

9 Επισημαίνεται ότι τα νέα δάνεια στη βάση δεδομένων AnaCredit ορίζονται με διαφορετικό τρόπο από ό,τι στη βάση της στατιστικής των επιτοκίων MFI Interest Rate Statistics (MIR), της οποίας τα στοιχεία προαναφέρονται στο κείμενο, και επομένως η συνολική ετήσια ακαθάριστη ροή δανείων είναι διαφορετική.

19,6%, ενέργεια: 16,9%, εμπόριο: 16,6% και τουρισμός: 13,5%. Αξίζει να σημειωθεί ότι, εφόσον εξεταστεί ο λόγος της ετήσιας ακαθάριστης ροής δανείων ΜΧΕ ανά τομέα (για το 2023) προς την ακαθάριστη προστιθέμενη αξία του για το 2023 (τελευταίο έτος για το οποίο υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία των Εθνικών Λογαριασμών με την αναλυτική καταγραφή 64 κλάδων), η κατάταξη των τομέων αλλάζει, καθώς το υψηλότερο ποσοστό χρηματοδότησης ανά παραγόμενη προστιθέμενη αξία έλαβε ο τομέας της ενέργειας με 16,4% (2022: 19,6%) και ακολουθούν οι τομείς της βιομηχανίας με 12,8% (2022: 14,6%), του τουρισμού με 9,1% (2022: 10,2%) και τέλος του εμπορίου με 7,0% (2022: 7,4%).

Διάγραμμα VI.8 Τραπεζικά δάνεια προς νοικοκυριά με καθορισμένη διάρκεια (2020 - 2024)

(ετήσια σωρευτική ακαθάριστη ροή,[1] εκατ. ευρώ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.
1 Η ακαθάριστη ροή ισούται με τα ποσά τα οποία συνομολογούνται στις νέες συμβάσεις τραπεζικών δανείων και καταγράφονται στη στατιστική των επιτοκίων. Σύμφωνα με την ΠΔΤΕ 2672/5.5.2014, η οποία ισχύει από τον Ιούνιο του 2014, στα ποσά των νέων δανείων δεν περιλαμβάνονται οι ρυθμίσεις οφειλών.

Όσον αφορά τα τραπεζικά δάνεια προς τα νοικοκυριά, ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανόδου του υπολοίπου της καταναλωτικής πίστης ενισχύθηκε σε 5,5% το 2024, από 2,0% το 2023, ενώ ο μέσος ρυθμός μεταβολής των στεγαστικών δανείων έγινε λιγότερο αρνητικός και διαμορφώθηκε σε -2,9%, έναντι -3,7% το 2023 (Ιανουάριος 2025: καταναλωτική πίστη: 6,0%, στεγαστικά δάνεια: -2,5%). Η μηνιαία ακαθάριστη ροή των καταναλωτικών δανείων καθορισμένης διάρκειας ήταν 145 εκατ. ευρώ κατά μέσο όρο το 2024, αυξημένη κατά 34% έναντι του 2023, και παρέμεινε υψηλότερη σε σύγκριση με την αντίστοιχη ροή των δανείων για αγορά κατοικίας. Η ακαθάριστη ροή των στεγαστικών δανείων επίσης αυξήθηκε κατά 20,4% σε 119 εκατ. ευρώ από 99 εκατ. ευρώ το 2023 (βλ. Διάγραμμα VI.8). Η επιτάχυνση της αύξησης των καταναλωτικών πιστώσεων το 2024 συνδέεται με την ανοδική πορεία των καταναλωτικών δαπανών των νοικοκυριών. Η μείωση των στεγαστικών επιτοκίων κατά το 2024 εκτιμάται ότι δεν πρόλαβε ακόμη να επιδράσει πλήρως στη ζήτηση στεγαστικών δανείων. Επιπλέον, τα τελευταία έτη – αρχικά την περίοδο της πανδημίας και ακόμη περισσότερο κατά τη διάρκεια του ανοδικού κύκλου των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ – έχει αυξηθεί, και παραμένει υψηλό, το ποσοστό των νέων δανείων με σταθερό επιτόκιο (ως προς το σύνολο των νέων στεγαστικών δανείων), περιορίζοντας περαιτέρω έως ένα βαθμό την αναμενόμενη επίδραση της πτωτικής τάσης των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων (μέσος όρος 2011-2019: 15%, μέσος όρος Ιουλίου 2022-Δεκεμβρίου 2024: 68%). Υψηλό ποσοστό απορρόφησης καταγράφηκε το 2024 για τα στεγαστικά δάνεια του προγράμματος "Σπίτι μου" (με νέες συμβάσεις ύψους 0,7 δισεκ. ευρώ σωρευτικά κατά τη διάρκειά του, τον Απρίλιο 2023-Ιανουάριο 2025), τα οποία καλύφθηκαν κατά 25% από πόρους των τραπεζών, καθώς το 75% του ποσού που διοχετεύθηκε προς δανειολήπτες ήταν δημόσια κονδύλια. Η διάθεση πόρων μέσω του εν λόγω προγράμματος από τη μία πλευρά ενίσχυσε τη συνολική ζήτηση για στεγαστικά δάνεια εκ μέρους των νοικοκυριών, από την άλλη πλευρά ενδεχομένως υποκατέστησε ταυτόχρονα μέρος της ζήτησης για τραπεζικά στεγαστικά δάνεια (με αποκλειστικά τραπεζικούς πόρους).

Οι προοπτικές εξέλιξης της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τον ιδιωτικό τομέα για το 2025 διαγράφονται θετικές. Η μείωση του επιπέδου των βασικών επιτοκίων κατά τη διάρκεια του 2025 θα ασκήσει προοδευτικά μεγαλύτερη θετική επίδραση στη ζήτηση για νέες πιστώσεις. Προς την ίδια κατεύθυνση, η αναμενόμενη ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας το 2025 εκτιμάται επίσης ότι θα ενισχύσει τη ζήτηση δανείων εκ μέρους των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών.

Σημαντικό υποστηρικτικό ρόλο αναμένεται να συνεχίσουν να έχουν τα τραπεζικά δάνεια συγχρηματοδότησης στο πλαίσιο των προγραμμάτων του ΕΣΠΑ (2021-2027) και του RRF. Οι εκταμιεύσεις νέων "δανείων συγχρηματοδότησης" από τις εμπορικές τράπεζες στο πλαίσιο του RRF προβλέπεται να είναι σημαντικές το 2025 και μάλιστα υψηλότερες από ό,τι το 2024, δεδομένης (α) της πρόσφατης επιτάχυνσης στο ρυθμό εκταμίευσης το 2024 και (β) της υποβοήθησης από την περαιτέρω μείωση των τραπεζικών επιτοκίων (καθώς τα ήδη χαμηλά επιδοτούμενα επιτόκια αφορούν μόνο το συμπληρωματικό σκέλος των "δανείων ΤΑΑ" με δημόσια κονδύλια). Τα στεγαστικά δάνεια αναμένεται να ενισχυθούν από την επικείμενη συνέχιση της υποχώρησης των επιτοκίων και από την εφαρμογή (από τον Ιανουάριο του 2025) του νέου προγράμματος "Σπίτι μου ΙΙ", το οποίο προβλέπει τη διοχέτευση δανειακών πόρων εκ μέρους των τραπεζών ύψους 1 δισεκ. ευρώ, που συμπληρώνονται με ισόποσα δάνεια με πόρους του RRF (τα τελευταία δεν περιλαμβάνονται στην τραπεζική πιστωτική επέκταση).

Πλαίσιο VI.2

ΟΙ ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΤΩΝ ΜΙΚΡΟΜΕΣΑΙΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕΣΑ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΡΕΥΝΑ SAFE

Από το α΄ τρίμηνο του 2024 η έρευνα SAFE (Survey on the Access to Finance of Enterprises) διεξάγεται παράλληλα σε εξαμηνιαία και τριμηνιαία βάση.[1] Τα πλέον πρόσφατα τριμηνιαία αποτελέσματα της έρευνας καταδεικνύουν αρνητικό κενό τραπεζικής χρηματοδότησης στην Ελλάδα κατά το μεγαλύτερο διάστημα του έτους, δηλαδή ότι οι ανάγκες των επιχειρήσεων για τραπεζική χρηματοδότηση υπολείπονται των προσφερόμενων τραπεζικών δανείων τακτής λήξης, ενώ αντίθετα στην ευρωζώνη ο εν λόγω δείκτης καταγράφει διεύρυνση το α΄ και το δ΄ τρίμηνο του 2024. Οι αποκρίσεις των μικρομεσαίων επιχειρήσεων στην Ελλάδα και συνολικά στην ευρωζώνη αντανακλούν την αποτελεσματικότητα των αποφάσεων μείωσης των επιτοκίων πολιτικής της ΕΚΤ, καθώς την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2024 καταγράφεται αποκλιμάκωση του ποσοστού των επιχειρήσεων που αναφέρουν αύξηση για τα επιτόκια των τραπεζικών πιστώσεων και επιπρόσθετα το δ΄ τρίμηνο του 2024 η πλειονότητα των επιχειρήσεων αναφέρει μείωση των επιτοκίων.

Διαθεσιμότητα (προσφορά) τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις

Στην πλέον πρόσφατη εξαμηνιαία επανάληψη της έρευνας που καλύπτει την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2024,[2] οι απαντήσεις των μικρομεσαίων επιχειρήσεων στην Ελλάδα συνέχισαν να καταδεικνύουν ενισχυμένο καθαρό ποσοστό[3] αύξησης όσον αφορά την εξέλιξη της διαθεσιμότητας (προσφοράς) τραπεζικών δανείων προκαθορισμένης λήξης (11%) (βλ. Διάγραμμα Α), καθώς και πιστωτικών γραμμών ή υπεραναλήψεων (13%). Σε τριμηνιαία βάση, το δ΄ τρίμηνο του 2024 οι επιχειρήσεις στην Ελλάδα συνέχισαν να αναφέρουν βελτίωση της διαθεσιμότητας τραπεζικών δανείων προκαθορισμένης λήξης (8%) (βλ. Διάγραμμα Β), καθώς και πιστωτικών γραμμών ή υπεραναλήψεων (10%). Αντίθετα, οι επιχειρήσεις στη ζώνη του ευρώ την περίοδο 2024:Α ανέφεραν για τρίτη διαδοχική εξαμηνιαία επανάληψη επιδείνωση της διαθεσιμότητας τραπεζικών δανείων (-1%), καθώς και πιστωτικών γραμμών ή υπεραναλήψεων (-3%). Επιπρόσθετα, το δ΄ τρίμηνο του 2024 οι απαντήσεις των επιχειρήσεων στην ευρωζώνη συνέχισαν να συνεπάγονται αρνητικό καθαρό ποσοστό όσον αφορά την εξέλιξη της διαθεσιμότητας τραπεζικών δανείων προκαθορισμένης λήξης (-3%), καθώς και πιστωτικών γραμμών ή υπεραναλήψεων (-1%).

Σχετικά με τους παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν τη διαθεσιμότητα εξωτερικής χρηματοδότησης, οι επιχειρήσεις στην Ελλάδα συνέχισαν να αναφέρουν σημαντική θετική επίδραση της προθυμίας των τραπεζών να χορηγήσουν

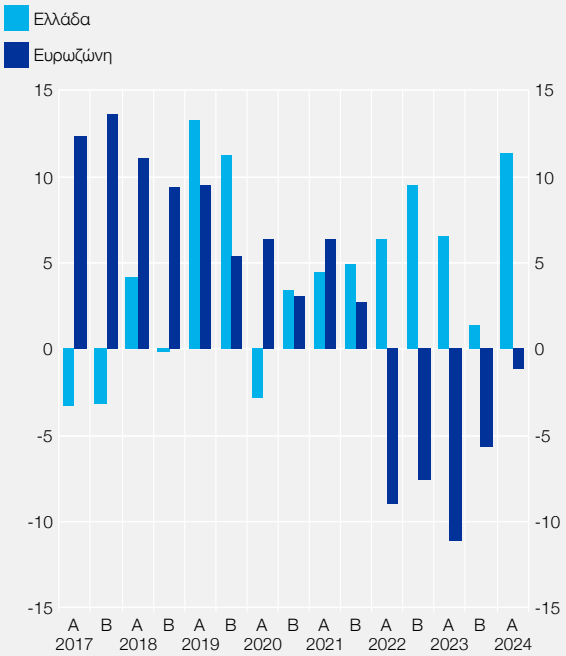
1 Οι επαναλήψεις της έρευνας που εξετάζουν τις εξελίξεις το α΄ και το γ΄ τρίμηνο, παράλληλα με τα τριμηνιαία αποτελέσματα, περιγράφουν και τις μεταβολές που αφορούν τις εξαμηνιαίες περιόδους Οκτωβρίου-Μαρτίου (περίοδος Β) και Απριλίου-Σεπτεμβρίου (περίοδος Α) αντίστοιχα. Οι επαναλήψεις που αναφέρονται στα τρίμηνα β΄ και δ΄ περιορίζονται στην περιγραφή των εξελίξεων που αφορούν τα συγκεκριμένα ημερολογιακά τρίμηνα.

2 Εφεξής "περίοδος 2024:Α".

3 Η περιγραφή των αποτελεσμάτων βασίζεται ως επί το πλείστον στο καθαρό ποσοστό των επιχειρήσεων, το οποίο ορίζεται ως το ποσοστό των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι ο συγκεκριμένος δείκτης (π.χ. η διαθεσιμότητα τραπεζικών δανείων) αυξήθηκε μείον το ποσοστό των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι ο δείκτης μειώθηκε.

Διάγραμμα Α Εξαμηνιαία μεταβολή της διαθεσιμότητας για τραπεζικά δάνεια των μικρομεσαίων επιχειρήσεων στην Ελλάδα και στη ζώνη του ευρώ

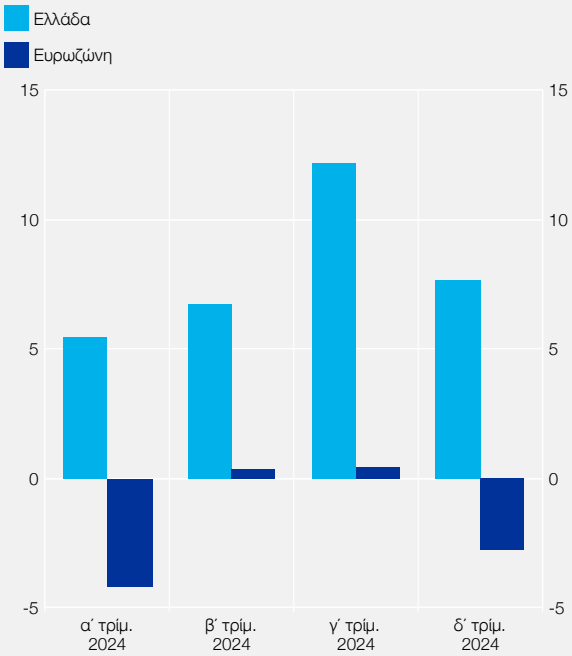
(κατά την αντίστοιχη περίοδο,[1] καθαρό ποσοστό επιχειρήσεων[2])



Πηγή: EC/ECB, Survey on the access to finance of enterprises in the euro area (SAFE).
1 Η έρευνα διεξάγεται σε εξαμηνιαία βάση και καλύπτει τα διαστήματα Απριλίου-Σεπτεμβρίου (περίοδος Α) και Οκτωβρίου-Μαρτίου (περίοδος Β).
2 Το καθαρό ποσοστό ορίζεται ως το ποσοστό των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι ο συγκεκριμένος δείκτης (π.χ. η διαθεσιμότητα τραπεζικών δανείων) αυξήθηκε μείον το ποσοστό των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι ο δείκτης μειώθηκε.

Διάγραμμα Β Τριμηνιαία μεταβολή της διαθεσιμότητας για τραπεζικά δάνεια των μικρομεσαίων επιχειρήσεων στην Ελλάδα και στη ζώνη του ευρώ

(κατά την αντίστοιχη περίοδο,[1] καθαρό ποσοστό επιχειρήσεων[2])



Πηγή: EC/ECB, Survey on the access to finance of enterprises in the euro area (SAFE).
1 Από το 2024 η έρευνα διεξάγεται παράλληλα και σε τριμηνιαία βάση και καλύπτει τα αντίστοιχα ημερολογιακά τρίμηνα.
2 Το καθαρό ποσοστό ορίζεται ως το ποσοστό των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι ο συγκεκριμένος δείκτης (π.χ. η διαθεσιμότητα τραπεζικών δανείων) αυξήθηκε μείον το ποσοστό των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι ο δείκτης μειώθηκε.

πιστώσεις (2024:Α: 20% και 2024:δ΄: 25%), ενώ οι επιχειρήσεις στη ζώνη του ευρώ εξακολούθησαν να αναφέρουν υποτονική θετική επίδραση (2024:Α: 3% και 2024:δ΄: 4%). Στην Ελλάδα σημαντικά θετική ήταν και η συνολική επίδραση των παραγόντων που προσδιορίζουν τη φερεγγυότητα[4] των επιχειρήσεων, ενώ στη ζώνη του ευρώ οι επιχειρήσεις ανέφεραν αρνητική επίδραση για κάποιους από τους παράγοντες αυτούς. Όσον αφορά την κατεύθυνση της επίδρασης από τις γενικότερες προοπτικές της οικονομίας,[5] οι επιχειρήσεις στην Ελλάδα ανέφεραν μικτά πρόσημα (2024:Α: 2% και 2024:δ΄: -4%), ενώ στην ευρωζώνη συνέχισαν να αναφέρουν σημαντική αρνητική επίδραση (2024:Α: -20% και 2024:δ΄: -23%). Σε αντιδιαστολή με διαδοχικά προηγούμενα ευρήματα μετά την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2020 που υποδείκνυαν τον υποστηρικτικό ρόλο των δημοσιονομικών μέτρων[6] κατά τη διάρκεια της πανδημίας, από την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2022 μέχρι την τελευταία εξαμηνιαία επανάληψη την αντίστοιχη περίοδο του 2024, οι επιχειρήσεις αποκρίθηκαν ότι τα δημοσιονομικά μέτρα δεν υποστήριξαν τη βελτίωση της διαθεσιμότητας εξωτερικής χρηματοδότησης (Ελλάδα: -5%, ευρωζώνη: -11%), ενώ αρνητική επίδραση αναφέρθηκε και στις τέσσερις διαθέσιμες τριμηνιαίες επαναλήψεις του 2024.

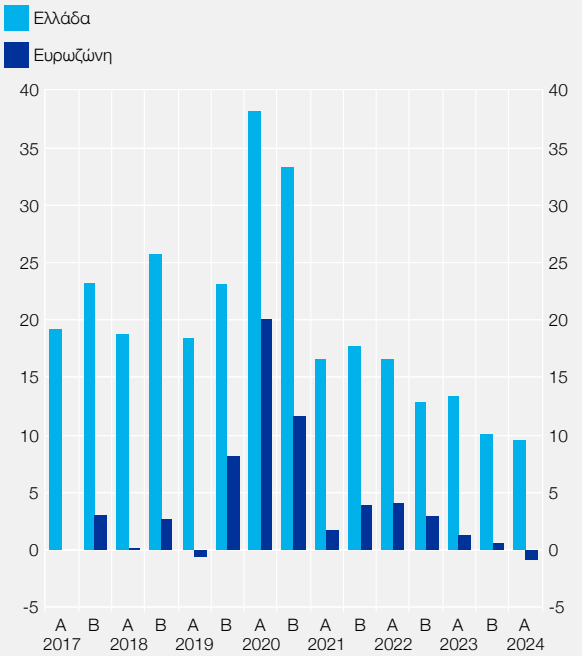
4 Το ποσοστό για τη "φερεγγυότητα της επιχείρησης" υπολογίζεται ως το άθροισμα των καθαρών ποσοστών τριών παραγόντων: (α) του πιστωτικού ιστορικού της επιχείρησης, (β) των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης και (γ) των προοπτικών της επιχείρησης.

5 Ο δείκτης υπολογίζει τη διαφορά μεταξύ του ποσοστού των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι (α) οι μακροοικονομικές εξελίξεις συνέβαλαν σε διεύρυνση της διαθεσιμότητας εξωτερικής χρηματοδότησης κατά τη διάρκεια της υπό εξέταση εξαμηνιαίας περιόδου και του ποσοστού εκείνων που απάντησαν ότι (β) οι μακροοικονομικές εξελίξεις δεν συνέβαλαν σε διεύρυνση της διαθεσιμότητας εξωτερικής χρηματοδότησης.

6 Η πρόσβαση των επιχειρήσεων στα δημοσιονομικά μέτρα που έχουν υιοθετηθεί περιλαμβάνει μεταξύ άλλων τις συγχρηματοδοτούμενες ή καλυπτόμενες με εγγυήσεις από δημόσιους φορείς τραπεζικές πιστώσεις.

Διάγραμμα Γ Εξαμηνιαία μεταβολή των αναγκών για τραπεζικά δάνεια των μικρομεσαίων επιχειρήσεων στην Ελλάδα και στη ζώνη του ευρώ

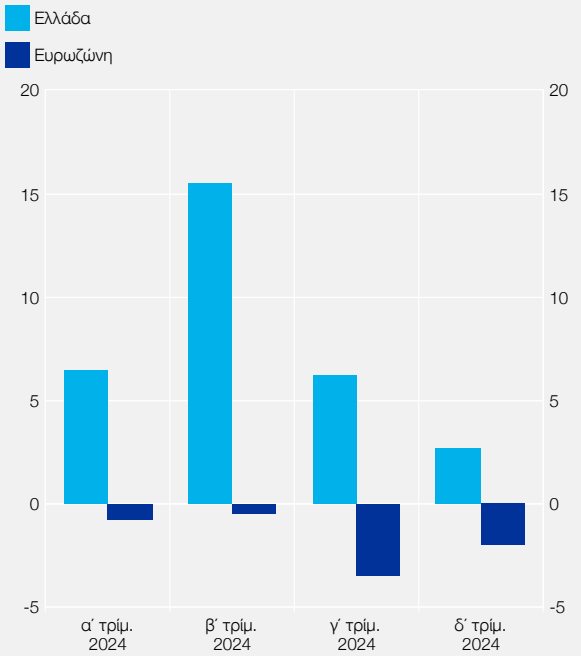
(κατά την αντίστοιχη περίοδο,[1] καθαρό ποσοστό επιχειρήσεων[2])



Πηγή: EC/ECB, Survey on the access to finance of enterprises in the euro area (SAFE).
1 Η έρευνα διεξάγεται σε εξαμηνιαία βάση και καλύπτει τα διαστήματα Απριλίου-Σεπτεμβρίου (περίοδος Α) και Οκτωβρίου-Μαρτίου (περίοδος Β).
2 Το καθαρό ποσοστό ορίζεται ως το ποσοστό των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι ο συγκεκριμένος δείκτης (π.χ. η ανάγκη για τραπεζικά δάνεια) αυξήθηκε μείον το ποσοστό των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι ο δείκτης μειώθηκε.

Διάγραμμα Δ Τριμηνιαία μεταβολή των αναγκών για τραπεζικά δάνεια των μικρομεσαίων επιχειρήσεων στην Ελλάδα και στη ζώνη του ευρώ

(κατά την αντίστοιχη περίοδο,[1] καθαρό ποσοστό επιχειρήσεων[2])



Πηγή: EC/ECB, Survey on the access to finance of enterprises in the euro area (SAFE).
1 Από το 2024 η έρευνα διεξάγεται παράλληλα και σε τριμηνιαία βάση και καλύπτει τα αντίστοιχα ημερολογιακά τρίμηνα.
2 Το καθαρό ποσοστό ορίζεται ως το ποσοστό των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι ο συγκεκριμένος δείκτης (π.χ. η ανάγκη για τραπεζικά δάνεια) αυξήθηκε μείον το ποσοστό των επιχειρήσεων που απάντησαν ότι ο δείκτης μειώθηκε.

Ανάγκες (ζήτηση) των μικρομεσαίων επιχειρήσεων για τραπεζική χρηματοδότηση

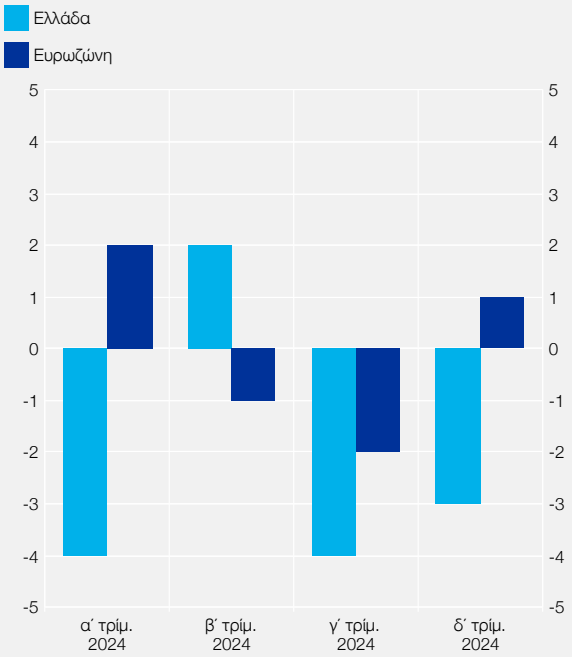
Σε εξαμηνιαία βάση, την περίοδο 2024:Α οι επιχειρήσεις στην Ελλάδα ανέφεραν ασθενέστερη αύξηση των αναγκών τους (δηλ. της ζήτησης) για τραπεζικά δάνεια τακτής λήξης (9%) (βλ. Διάγραμμα Γ), ενώ ταυτόχρονα κατέγραψαν υψηλότερη (σε σύγκριση με το προηγούμενο εξάμηνο) αύξηση για πιστωτικές γραμμές ή υπεραναλήψεις (19%). Σε τριμηνιαία βάση, το δ΄ τρίμηνο του 2024 οι επιχειρήσεις στην Ελλάδα ανέφεραν ασθενέστερη αύξηση τόσο για τα τραπεζικά δάνεια τακτής λήξης (3%) (βλ. Διάγραμμα Δ) όσο και για τις πιστωτικές γραμμές ή υπεραναλήψεις (11%). Στην ευρωζώνη, την περίοδο 2024:Α οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις ανέφεραν μείωση των αναγκών τους για τραπεζικά δάνεια τακτής λήξης (-1%) για πρώτη φορά μετά την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2019, ενώ ταυτόχρονα συνέχισαν να αναφέρουν αύξηση των αναγκών τους για πιστωτικές γραμμές ή υπεραναλήψεις (10%). Σε όλες τις τριμηνιαίες επαναλήψεις του 2024, οι επιχειρήσεις στην ευρωζώνη ανέφεραν μείωση των αναγκών τους για τραπεζικά δάνεια τακτής λήξης (2024:δ΄: -2%) σε συνδυασμό με μικρή αύξηση των αναγκών τους για πιστωτικές γραμμές ή υπεραναλήψεις (2024:δ΄: 4%).

Κενό εξωτερικής χρηματοδότησης και εμπόδια για τη λήψη τραπεζικού δανείου

Το δ΄ τρίμηνο του 2024, η βελτίωση της διαθεσιμότητας τραπεζικών πιστώσεων, σε συνδυασμό με τις χαμηλότερες ανάγκες των επιχειρήσεων για τραπεζικά δάνεια τακτής λήξης, συνέβαλε στην υποχώρηση του δείκτη κενού τραπεζικής χρηματοδότησης στην Ελλάδα σε αρνητικό επίπεδο (-3%), ενώ την ίδια περίοδο στην ευρωζώνη ο εν λόγω δείκτης σημείωσε μικρή διεύρυνση (1%) (βλ. Διάγραμμα Ε). Επιπρόσθετα, την περίοδο 2024:Α, οι επιχειρήσεις ανέφεραν ότι ο δείκτης εμποδίων για τη λήψη τραπεζικού δανείου στην Ελλάδα (17%) σημείωσε πτώση και πλησίασε το χαμηλότερο ιστορικά επίπεδο (2023:Α: 15%) που έχει καταγραφεί από την έναρξη της έρευνας το 2009, ενώ μικρή πτώση παρουσίασε ο εν λόγω δείκτης και στην ευρωζώνη (8%) (βλ. Διάγραμμα ΣΤ).

Διάγραμμα Ε Τριμηνιαία μεταβολή του δείκτη κενού τραπεζικής χρηματοδότησης των μικρομεσαίων επιχειρήσεων στην Ελλάδα και στη ζώνη του ευρώ

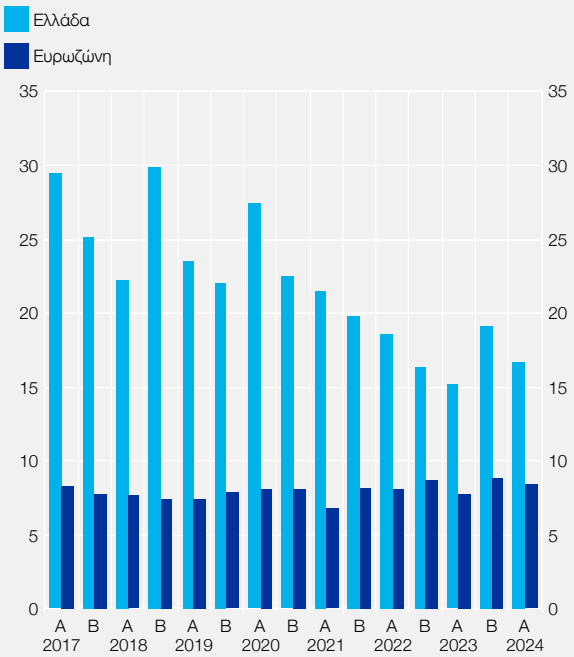
(κατά την αντίστοιχη περίοδο,[1] σταθμισμένο καθαρό ποσοστό επιχειρήσεων[2])



Πηγή: EC/ECB, Survey on the access to finance of enterprises in the euro area (SAFE).
1 Από το 2024 η έρευνα διεξάγεται παράλληλα και σε τριμηνιαία βάση και καλύπτει τα αντίστοιχα ημερολογιακά τρίμηνα.
2 Σε τριμηνιαία βάση, ο δείκτης υπολογίζει το κενό χρηματοδότησης (ανάγκες μείον διαθεσιμότητα) για τραπεζικά δάνεια τακτής λήξης.

Διάγραμμα ΣΤ Εξαμηνιαία μεταβολή του συνολικού δείκτη εμποδίων για τη λήψη τραπεζικών δανείων των μικρομεσαίων επιχειρήσεων στην Ελλάδα και στη ζώνη του ευρώ

(κατά την αντίστοιχη περίοδο,[1] άθροισμα καθαρών ποσοστών επιχειρήσεων[2])



Πηγή: EC/ECB, Survey on the access to finance of enterprises in the euro area (SAFE).
1 Η έρευνα διεξάγεται σε εξαμηνιαία βάση και καλύπτει τα διαστήματα Απριλίου-Σεπτεμβρίου (περίοδος Α) και Οκτωβρίου-Μαρτίου (περίοδος Β).
2 Ο συνολικός δείκτης εμποδίων για τη λήψη τραπεζικού δανείου υπολογίζεται ως το άθροισμα των ποσοστών των επιχειρήσεων που ανέφεραν ότι απορρίφθηκε η αίτησή τους ή ότι έλαβαν μόνο ένα μικρό μέρος από το ποσό που ζητούσαν και των επιχειρήσεων που αρνήθηκαν να λάβουν το δάνειο λόγω πολύ υψηλού κόστους ή που δεν έκαναν αίτηση φοβούμενες ότι θα απορριφθεί.

Έκβαση αιτήσεων για τραπεζική χρηματοδότηση

Στην Ελλάδα, το ποσοστό των επιχειρήσεων που υπέβαλαν αίτηση για τραπεζικό δάνειο αυξήθηκε τόσο την περίοδο 2024:Α (σε 20%) όσο και το δ΄ τρίμηνο του 2024 (σε 19%). Τα αποτελέσματα της έρευνας καταδεικνύουν ότι το ποσοστό των επιχειρήσεων που αποθαρρύνθηκαν να υποβάλουν αίτηση λόγω πιθανής απόρριψης από την τράπεζα μειώθηκε την περίοδο 2024:Α (σε 12%), αλλά αυξήθηκε το δ΄ τρίμηνο του 2024 (σε 11%). Το ποσοστό των επιχειρήσεων που δεν υπέβαλαν αίτηση λόγω επάρκειας εσωτερικών κεφαλαίων στην τελευταία εξαμηνιαία επανάληψη της έρευνας ανήλθε στο υψηλότερο επίπεδο (42%) που έχει καταγραφεί από την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2010, ενώ ομοίως σε τριμηνιαία βάση το εν λόγω ποσοστό σημείωσε σημαντική αύξηση το δ΄ τρίμηνο του 2024 (52%). Όσον αφορά τις επιχειρήσεις του δείγματος οι οποίες υπέβαλαν αίτημα για τραπεζικό δανεισμό στην Ελλάδα, την περίοδο 2024:Α μειώθηκε το ποσοστό των επιχειρήσεων που ανέφεραν απόρριψη του αιτήματός τους (σε 12%), καθώς και το ποσοστό των αιτήσεων που ικανοποιήθηκαν πλήρως ή κατά το μεγαλύτερο μέρος τους (σε 40%). Το δ΄ τρίμηνο του 2024 καταγράφηκε χαμηλότερο ποσοστό απόρριψης σε συνδυασμό με ενισχυμένο ποσοστό ικανοποίησης: το 52% των επιχειρήσεων ανέφεραν ότι η αίτησή τους για τραπεζικό δανεισμό ικανοποιήθηκε κατά το μεγαλύτερο μέρος, αν όχι πλήρως, ενώ το 7% των επιχειρήσεων ανέφεραν απόρριψη του αιτήματός τους προς την τράπεζα.

Στη ζώνη του ευρώ, το ποσοστό των επιχειρήσεων που υπέβαλαν αίτηση για τραπεζικό δάνειο αυξήθηκε οριακά την περίοδο 2024:Α (σε 19%), ενώ παρέμεινε αμετάβλητο το δ΄ τρίμηνο του 2024 (σε 13%). Το πο-

σοστό των επιχειρήσεων που αποθαρρύνθηκαν να υποβάλουν αίτηση λόγω πιθανής απόρριψης από την τράπεζα παρέμεινε αμετάβλητο τόσο την περίοδο 2024:Α (6%) όσο και το δ΄ τρίμηνο του 2024 (4%), ενώ το ποσοστό των επιχειρήσεων που δεν υπέβαλαν αίτηση λόγω επάρκειας εσωτερικών κεφαλαίων σημείωσε μικρή μείωση την περίοδο 2024:Α (48%) και παρέμεινε αμετάβλητο το δ΄ τρίμηνο του 2024 (53%). Όσον αφορά το αποτέλεσμα των αιτήσεων για λήψη τραπεζικού δανείου, το ποσοστό απόρριψης παρέμεινε αμετάβλητο την περίοδο 2024:Α (σε 9% των επιχειρήσεων του δείγματος που αιτήθηκαν), ενώ μειώθηκε οριακά το δ΄ τρίμηνο του 2024 (σε 5%, από 6% το γ΄ τρίμηνο). Ενισχυμένο ποσοστό των επιχειρήσεων αναφέρει ότι η αίτησή τους ικανοποιήθηκε πλήρως ή κατά το μεγαλύτερο μέρος της την περίοδο 2024:Α (72%) σε σύγκριση με την περίοδο 2023:Β (69%), ενώ το εν λόγω ποσοστό διαμορφώθηκε σε οριακά χαμηλότερο επίπεδο το δ΄ τρίμηνο του 2024 (66%).

Όροι και προϋποθέσεις λήψης τραπεζικής χρηματοδότησης

Όσον αφορά τους όρους και τις προϋποθέσεις λήψης τραπεζικής χρηματοδότησης, στα αποτελέσματα της έρευνας αντανακλάται η μείωση των επιτοκίων πολιτικής της ΕΚΤ, καθώς καταγράφεται σημαντική υποχώρηση του καθαρού ποσοστού των μικρομεσαίων επιχειρήσεων που αναφέρουν αύξηση για τα τραπεζικά επιτόκια[7] την περίοδο 2024:Α (Ελλάδα: 7%, ευρωζώνη: 27%), ενώ το δ΄ τρίμηνο του 2024 οι επιχειρήσεις αναφέρουν μείωση των τραπεζικών επιτοκίων (Ελλάδα: -13%, ευρωζώνη: -1%). Για τις λοιπές χρεώσεις, τέλη και προμήθειες επί των τραπεζικών πιστώσεων, μολονότι παρέμεινε σε υψηλά επίπεδα, το καθαρό ποσοστό των επιχειρήσεων που ανέφεραν αύξηση την περίοδο 2024:Α μειώθηκε οριακά στην Ελλάδα (45%) και σε μεγαλύτερη έκταση στην ευρωζώνη (38%), ενώ το δ΄ τρίμηνο του 2024 το εν λόγω ποσοστό περιορίστηκε σημαντικά σε σύγκριση με το προηγούμενο τρίμηνο τόσο στην Ελλάδα (σε 22%) όσο και στην ευρωζώνη (ομοίως σε 22%).

Συμπεράσματα

Οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις στην Ελλάδα αναφέρουν αύξηση της διαθεσιμότητας τραπεζικών δανείων, την οποία αποδίδουν σε ενισχυόμενη προθυμία των τραπεζών να χορηγήσουν πιστώσεις και στη βελτίωση των παραγόντων που προσδιορίζουν τη φερεγγυότητα της επιχείρησης. Αντίθετα, στη ζώνη του ευρώ οι επιχειρήσεις που αποκρίνονται στην έρευνα θεωρούν ότι η διαθεσιμότητα τραπεζικών δανείων σημείωσε υποχώρηση λόγω της υποτονικής προθυμίας των τραπεζών να χορηγήσουν πιστώσεις και της αρνητικής επίδρασης ορισμένων παραγόντων που προσδιορίζουν τη φερεγγυότητα της επιχείρησης, καθώς και λόγω της συνεχιζόμενης επιδείνωσης στο οικονομικό περιβάλλον. Σύμφωνα με τα πλέον πρόσφατα τριμηνιαία αποτελέσματα της έρευνας, καταγράφεται αρνητικό κενό τραπεζικής χρηματοδότησης στην Ελλάδα, ενώ στη ζώνη του ευρώ ο εν λόγω δείκτης σημείωσε οριακή διεύρυνση. Οι επιχειρήσεις στην Ελλάδα ανέφεραν ότι την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2024 ο συνολικός δείκτης εμποδίων για τη λήψη τραπεζικού δανείου παρέμεινε κοντά στα χαμηλότερα ιστορικά επίπεδα, καθώς επίσης ότι το δ΄ τρίμηνο του 2024 περιορίστηκε το ποσοστό απόρριψης και ενισχύθηκε το ποσοστό ικανοποίησης των αιτήσεών τους για χορήγηση δανείου. Την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2024 οι επιχειρήσεις στην ευρωζώνη ανέφεραν μικρή πτώση του συνολικού δείκτη εμποδίων, ενώ το δ΄ τρίμηνο του 2024 καταγράφηκε οριακή μείωση τόσο για το ποσοστό απόρριψης όσο και για το ποσοστό ικανοποίησης των αιτήσεων δανείων. Όσον αφορά τους όρους και τις προϋποθέσεις χορήγησης δανείων, στην Ελλάδα και συνολικά στη ζώνη του ευρώ, τα αποτελέσματα της έρευνας αντανακλούν την αποτελεσματικότητα της μείωσης των επιτοκίων πολιτικής της ΕΚΤ, καθώς την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2024 καταγράφεται αποκλιμάκωση του ποσοστού των επιχειρήσεων που αναφέρουν αύξηση για τα επιτόκια των τραπεζικών πιστώσεων και επιπρόσθετα το δ΄ τρίμηνο του 2024 η πλειονότητα των επιχειρήσεων αναφέρει μείωση των εν λόγω τραπεζικών επιτοκίων.

7 Στο συγκεκριμένο ερώτημα ζητείται από τις επιχειρήσεις να αναφέρουν αν αυξήθηκε από την τράπεζα το ύψος των επιτοκίων για τα τραπεζικά δάνεια, τις υπεραναλήψεις και τις πιστωτικές γραμμές.

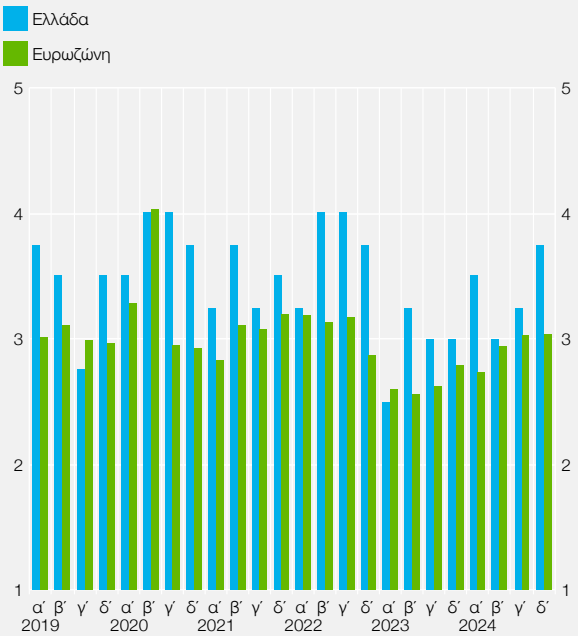
Πλαίσιο VI.3

Η ΕΡΕΥΝΑ ΤΡΑΠΕΖΙΚΩΝ ΧΟΡΗΓΗΣΕΩΝ[1]

Οι πιο πρόσφατες επαναλήψεις της Έρευνας Τραπεζικών Χορηγήσεων, που εξετάζουν τις εξελίξεις του έτους 2024 ανά τρίμηνο, παρέχουν μικτή εικόνα όσον αφορά τη ζήτηση δανείων στην Ελλάδα, καθώς η ζήτηση επιχειρηματικών δανείων αυξήθηκε, ενώ η ζήτηση για τα καταναλωτικά δάνεια παρέμεινε ουσιαστικά αμετάβλητη. Όσον αφορά τα στεγαστικά δάνεια, αναφέρθηκε μείωση της ζήτησης τα δύο τελευταία τρίμηνα του έτους σε σύγκριση με τα αμέσως προηγούμενα τρίμηνα. Στη ζώνη του ευρώ, καταγράφηκε συνολικά το 2024 ελαφρά μείωση στη ζήτηση επιχειρηματικών δανείων, ενώ για τα δάνεια προς τα νοικοκυριά οι τράπεζες ανέφεραν κάποια αύξηση και στις δύο επιμέρους κατηγορίες δανείων. Από την πλευρά της προσφοράς, οι τράπεζες στην Ελλάδα δεν ανέφεραν ουσιαστικές μεταβολές στα πιστοδοτικά κριτήρια,[2] αν και αναφέρθηκε κάποια χαλάρωση στους όρους χορήγησης[3] επιχειρηματικών δανείων. Οι εν λόγω όροι παρέμειναν κατά βάση αμετάβλητοι για τα καταναλωτικά και τα στεγαστικά δάνεια. Στη ζώνη του ευρώ, αναφέρθηκε ως επί το πλείστον μικρή αυστηροποίηση στα πιστοδοτικά κριτήρια σε συνδυασμό με οριακή χαλάρωση των όρων χορήγησης επιχειρηματικών δανείων, ενώ συνολικά οι τράπεζες ανέφεραν κάποια χαλάρωση για τα στεγαστικά και μικρή αυστηροποίηση για τα καταναλωτικά δάνεια όσον αφορά τόσο τα κριτήρια όσο και τους όρους χορήγησης πιστοδοτήσεων.

Διάγραμμα Α Μεταβολή της ζήτησης δανείων προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις στην Ελλάδα και στη ζώνη του ευρώ[1]

(κατά το αντίστοιχο ημερολογιακό τρίμηνο, μέσος όρος[2])



Πηγή: ΕΚΤ/Τράπεζα της Ελλάδος, Έρευνα Τραπεζικών Χορηγήσεων.
1 Εκτιμήσεις των τραπεζών για τη μεταβολή της ζήτησης δανείων κατά το αντίστοιχο ημερολογιακό τρίμηνο.
2 Μέσος όρος των απαντήσεων των τραπεζών σε μια κλίμακα από 1 έως 5, όπου η ζήτηση τραπεζικών πιστώσεων 1 = "μειώθηκε σημαντικά", 2 = "μειώθηκε σε κάποιο βαθμό", 3 = "παρέμεινε ουσιαστικά αμετάβλητη", 4 = "αυξήθηκε σε κάποιο βαθμό" και 5 = "αυξήθηκε σημαντικά".

Ζήτηση τραπεζικών χορηγήσεων

Τα πιστωτικά ιδρύματα στην Ελλάδα δήλωσαν ότι η ζήτηση επιχειρηματικών πιστώσεων παρουσίασε αύξηση το 2024 (βλ. Διάγραμμα Α). Όσον αφορά τους παράγοντες που επηρέασαν τη ζήτηση επιχειρηματικών δανείων στην Ελλάδα, οι τράπεζες ανέφεραν τη θετική επίδραση από την αύξηση των αναγκών των επιχειρήσεων για χρηματοδότηση πάγιων επενδύσεων και για χρηματοδότηση αποθεμάτων και κεφαλαίων κίνησης, καθώς και από την αναγκαιότητα χρηματοδότησης συγχωνεύσεων/εξαγορών και αναδιαρθρώσεων. Ταυτόχρονα, περιέγραψαν κάποια αρνητική επίδραση από τη βελτίωση της ικανότητας των επιχειρήσεων για εσωτερική χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων τους, ενώ, όσον αφορά το ρόλο του γενικού επιπέδου των επιτοκίων, τα πιστωτικά ιδρύματα ανέφεραν μικτή επίδραση το πρώτο εξάμηνο και ελαφρά θετική επίδραση το δ΄ τρίμηνο του 2024.

Οι τράπεζες στη ζώνη του ευρώ ανέφεραν μειώσεις στη ζήτηση επιχειρηματικών πιστώσεων το πρώτο εξάμηνο

1 Η Έρευνα Τραπεζικών Χορηγήσεων (Bank Lending Survey) διεξάγεται ανά τρίμηνο από το Ευρωσύστημα σε δείγμα περίπου 150 τραπεζών από όλες τις χώρες της ζώνης του ευρώ, το οποίο περιλαμβάνει και τα τέσσερα συστημικά πιστωτικά ιδρύματα της χώρας μας.

2 Ως πιστοδοτικά κριτήρια (credit standards) στην έρευνα αυτή ορίζονται οι εσωτερικές κατευθυντήριες γραμμές και τα γενικότερα κριτήρια που οριοθετούν την πιστοδοτική πολιτική κάθε τράπεζας, όπως π.χ. τα νέα δάνεια που είναι επιθυμητά για την τράπεζα, οι γεωγραφικές περιοχές όπου θα δραστηριοποιηθεί η τράπεζα, το είδος των αποδεκτών εξασφαλίσεων κ.λπ.

3 Ως όροι και προϋποθέσεις των δανείων (terms and conditions) ορίζονται οι όροι που συμφωνούνται στις συμβάσεις των δανείων, όπως π.χ. το περιθώριο κατά το οποίο τα επιτόκια δανεισμού υπερβαίνουν το κόστος άντλησης χρηματοδότησης από τις τράπεζες, το ύψος των προμηθειών ή άλλων εκτός τόκων επιβαρύνσεων, η συνήθης διάρκεια και το ύψος των δανείων, άλλες ρήτρες των δανείων κ.λπ.

του 2024 (βλ. Διάγραμμα Α), προερχόμενες κυρίως από το υψηλό ακόμη γενικό επίπεδο των επιτοκίων και από τη μείωση των αναγκών των επιχειρήσεων για χρηματοδότηση πάγιων επενδύσεων, καθώς επίσης, σε μικρότερο βαθμό, από τη βελτίωση της ικανότητάς τους για εσωτερική χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων τους και τη μείωση της αναγκαιότητας χρηματοδότησης συγχωνεύσεων/εξαγορών και αναδιαρθρώσεων. Το δεύτερο εξάμηνο του 2024, τα πιστωτικά ιδρύματα στην ευρωζώνη ανέφεραν σταθεροποίηση της ζήτησης επιχειρηματικών πιστώσεων και κατέγραψαν ταυτόχρονα ουδέτερη επίδραση από το σύνολο των παραγόντων που την επηρεάζουν.

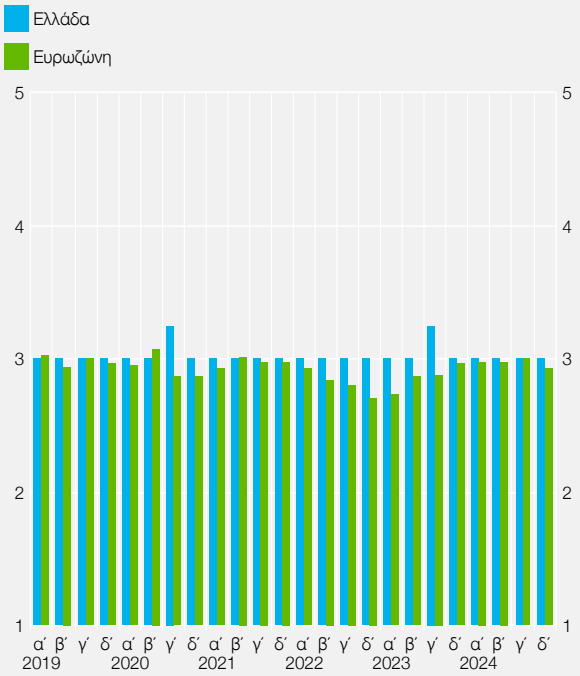
Οι τράπεζες ανέφεραν μικτές μεταβολές της ζήτησης δανείων από τα νοικοκυριά. Συγκεκριμένα, για τα στεγαστικά δάνεια στην Ελλάδα, οι τράπεζες ανέφεραν το πρώτο εξάμηνο σταθεροποίηση της ζήτησης, ενώ το δεύτερο εξάμηνο παρατηρήθηκε μείωση, στην οποία συνέτειναν κυρίως το υψηλό ακόμη γενικό επίπεδο των επιτοκίων και η χρήση εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης. Στη ζώνη του ευρώ, η ζήτηση στεγαστικών δανείων παρουσίασε ως επί το πλείστον αύξηση το 2024, στην οποία συνέβαλαν κυρίως η μείωση του γενικού επιπέδου των επιτοκίων και η παρατηρούμενη βελτίωση των προοπτικών της αγοράς κατοικίας. Όσον αφορά τη ζήτηση καταναλωτικών δανείων, τα πιστωτικά ιδρύματα στην Ελλάδα ανέφεραν μεταβολές και προς τις δύο κατευθύνσεις, με αποτέλεσμα η ζήτηση να παραμείνει ουσιαστικά αμετάβλητη, αντανακλώντας και τον ουδέτερο ρόλο των παραγόντων που την επηρεάζουν. Στη ζώνη του ευρώ, η ζήτηση καταναλωτικών δανείων παρουσίασε ελαφρά αύξηση σε όλα τα τρίμηνα του 2024, στην οποία συνέβαλαν κυρίως η βελτίωση της καταναλωτικής εμπιστοσύνης και η αύξηση της καταναλωτικής δαπάνης, καθώς και η μείωση του γενικού επιπέδου των επιτοκίων.

Προσφορά τραπεζικών πιστώσεων

Σύμφωνα με τις αποκρίσεις των τραπεζών στην έρευνα, τα πιστοδοτικά κριτήρια στην Ελλάδα παρέμειναν αμετάβλητα ως επί το πλείστον για όλες τις κατηγορίες δανείων, με εξαίρεση μια ελαφρά χαλάρωση που αναφέρθηκε το α΄ τρίμηνο για τα στεγαστικά και τα καταναλωτικά δάνεια (βλ. Διάγραμμα Β). Οι παράγοντες που επηρεάζουν τα πιστοδοτικά κριτήρια είχαν γενικά ουδέτερο ρόλο, με εξαίρεση το α΄ τρίμηνο, για το οποίο οι τράπεζες ανέφεραν ότι η άσκηση πιέσεων από τον ανταγωνισμό συνέτεινε προς την κατεύθυνση χαλάρωσης των πιστοδοτικών κριτηρίων για όλες τις κατηγορίες δανείων, καθώς και ότι η αύξηση του επιπέδου ανοχής τους στον κίνδυνο οδήγησε σε χαλάρωση των πιστοδοτικών κριτηρίων για τα δάνεια προς τα νοικοκυριά. Στη ζώνη του ευρώ, τα πιστοδοτικά κριτήρια για τα δάνεια προς τις επιχειρήσεις σημείωσαν συνολικά μικρή αυστηροποίηση το 2024 (βλ. Διάγραμμα Β), που οφείλεται κυρίως στην επιδείνωση των προοπτικών της οικονομίας γενικότερα, αλλά και ειδικότερα σε συγκεκριμένους κλάδους ή επιχειρήσεις. Όσον αφορά τα στεγαστικά δάνεια, τα πιστοδοτικά κριτήρια στη ζώνη του ευρώ έγιναν συνολικά κάπως χαλαρότερα, αντανακλώντας κυρίως την άσκηση πιέσεων από τον ανταγωνισμό και τη συμβολή του ελαφρώς υψηλότερου επιπέδου ανοχής των τραπεζών στον κίνδυνο. Αντίθετα, για τα καταναλωτικά δάνεια στη ζώνη του ευρώ, παρατηρήθηκε κάποια αυστηροποίηση των πιστοδοτικών κριτηρίων σε όλη τη διάρκεια του έτους, στην οποία συνέβαλαν η επιδείνωση στις προοπτικές της οικονομίας και στη φερεγγυότητα των καταναλωτών, καθώς και το χαμηλότερο επίπεδο ανοχής των τραπεζών στον κίνδυνο.

Διάγραμμα Β Μεταβολή των κριτηρίων χορήγησης δανείων προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις στην Ελλάδα και στη ζώνη του ευρώ[1]

(κατά το αντίστοιχο ημερολογιακό τρίμηνο, μέσος όρος[2])

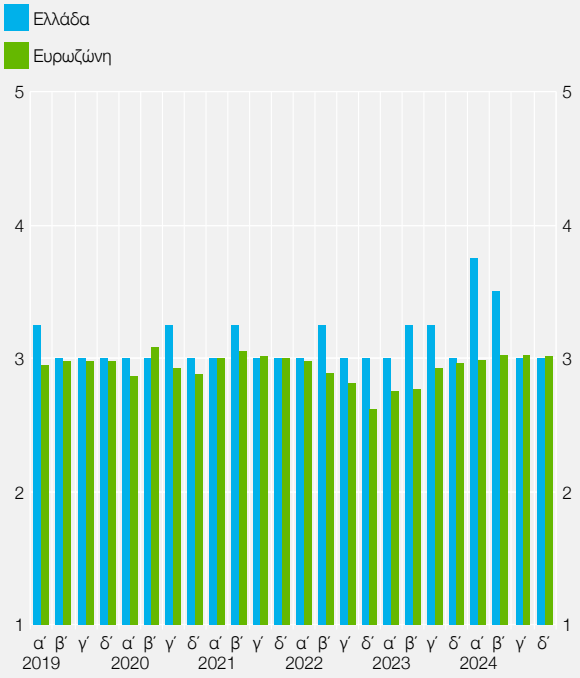


Πηγή: ΕΚΤ/Τράπεζα της Ελλάδος, Έρευνα Τραπεζικών Χορηγήσεων.
1 Εκτιμήσεις των τραπεζών για τη μεταβολή των κριτηρίων χορήγησης δανείων κατά το αντίστοιχο ημερολογιακό τρίμηνο.
2 Μέσος όρος των απαντήσεων των τραπεζών σε μια κλίμακα από 1 έως 5, όπου τα πιστοδοτικά κριτήρια 1 = "αυστηροποιήθηκαν σημαντικά", 2 = "αυστηροποιήθηκαν σε κάποιο βαθμό", 3 = "παρέμειναν ουσιαστικά αμετάβλητα", 4 = "χαλάρωσαν σε κάποιο βαθμό" και 5 = "χαλάρωσαν σημαντικά".

Για τους όρους χορήγησης επιχειρηματικών πιστώσεων στην Ελλάδα, οι τράπεζες ανέφεραν χαλάρωση στη διάρκεια του πρώτου εξαμήνου (βλ. Διάγραμμα Γ), προερχόμενη κυρίως από τη μείωση των επιτοκίων χορηγήσεων, καθώς και από τη συρρίκνωση του περιθωρίου επιτοκίου για τα δάνεια με μέσο επίπεδο κινδύνου και για την κατηγορία δανείων υψηλού κινδύνου. Για το δεύτερο εξάμηνο τα πιστωτικά ιδρύματα ανέφεραν σταθεροποίηση των εν λόγω όρων χορήγησης πιστώσεων. Όσον αφορά τα δάνεια προς τα νοικοκυριά, οι τράπεζες στην Ελλάδα ανέφεραν ότι οι όροι χορήγησης καταναλωτικών δανείων παρέμειναν ως επί το πλείστον αμετάβλητοι, με εξαίρεση κάποια αυστηροποίηση που σημειώθηκε το α΄ τρίμηνο όσον αφορά τις επιβαρύνσεις εκτός τόκων. Επιπρόσθετα, ανέφεραν ότι οι όροι χορήγησης στεγαστικών δανείων έγιναν αυστηρότεροι το α΄ τρίμηνο, ομοίως λόγω σχετικής μεταβολής στις επιβαρύνσεις εκτός τόκων, αλλά στη διάρκεια του β΄ και του γ΄ τριμήνου σταθεροποιήθηκαν. Το δ΄ τρίμηνο σημειώθηκε χαλάρωση στους όρους χορήγησης στεγαστικών δανείων, προερχόμενη από τη συρρίκνωση του περιθωρίου επιτοκίου για το μέσο όρο των δανείων, καθώς και από μείωση στις επιβαρύνσεις εκτός τόκων. Στη ζώνη του ευρώ, τα πιστωτικά ιδρύματα ανέφεραν ότι οι όροι χορήγησης επιχειρηματικών δανείων έγιναν οριακά χαλαρότεροι το 2024 (βλ. Διάγραμμα Γ), κυρίως λόγω μικρής συρρίκνωσης του περιθωρίου επιτοκίου για τα δάνεια μέσου κινδύνου. Για τα καταναλωτικά δάνεια οι τράπεζες στην ευρωζώνη ανέφεραν κάποια αυστηροποίηση στους όρους χορήγησης, που συνδέεται με τους εκλαμβανόμενους από τις τράπεζες κινδύνους και με το χαμηλότερο επίπεδο ανοχής τους στον κίνδυνο. Αντίθετα, για τα στεγαστικά δάνεια οι τράπεζες στη ζώνη του ευρώ ανέφεραν κάποια χαλάρωση στους όρους χορήγησης, που αποδίδεται κυρίως στην άσκηση πιέσεων από τον ανταγωνισμό και στη συρρίκνωση του περιθωρίου επιτοκίου για το μέσο όρο των δανείων.

Διάγραμμα Γ Μεταβολή των όρων χορήγησης δανείων προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις στην Ελλάδα και στη ζώνη του ευρώ[1]

(κατά το αντίστοιχο ημερολογιακό τρίμηνο, μέσος όρος[2])



Πηγή: ΕΚΤ/Τράπεζα της Ελλάδος, Έρευνα Τραπεζικών Χορηγήσεων.
1 Εκτιμήσεις των τραπεζών για τη μεταβολή των όρων χορήγησης δανείων κατά το αντίστοιχο ημερολογιακό τρίμηνο.
2 Μέσος όρος των απαντήσεων των τραπεζών σε μια κλίμακα από 1 έως 5, όπου οι όροι χορήγησης δανείων 1 = "αυστηροποιήθηκαν σημαντικά", 2 = "αυστηροποιήθηκαν σε κάποιο βαθμό", 3 = "παρέμειναν ουσιαστικά αμετάβλητοι", 4 = "χαλάρωσαν σε κάποιο βαθμό" και 5 = "χαλάρωσαν σημαντικά".

Τα πιστωτικά ιδρύματα στην Ελλάδα αποκρίθηκαν ότι το ποσοστό απόρριψης των αιτήσεων για χορήγηση πιστώσεων παρέμεινε αμετάβλητο το 2024 για όλες τις κατηγορίες δανείων, με εξαίρεση κάποια αύξηση που σημειώθηκε το α΄ τρίμηνο για τα στεγαστικά δάνεια. Στη ζώνη του ευρώ, το ποσοστό απόρριψης σημείωσε μικρή αύξηση σε όλες τις επαναλήψεις της έρευνας για τα επιχειρηματικά και τα καταναλωτικά δάνεια, ενώ για τα στεγαστικά δάνεια οι τράπεζες ανέφεραν συνολικά μικρή μείωση το 2024.

Αποτελέσματα της έρευνας σε ειδικά (ad hoc) ερωτήματα

Απαντώντας σε ειδικά (ad hoc) ερωτήματα, τα πιστωτικά ιδρύματα στην Ελλάδα ανέφεραν ως επί το πλείστον βελτίωση της πρόσβασής τους στις αγορές χονδρικής χρηματοδότησης, αλλά σχετικά με την πρόσβασή τους στις αγορές λιανικής κατέγραψαν κάποια επιδείνωση για τις βραχυπρόθεσμες καταθέσεις το πρώτο εξάμηνο του 2024. Τα πιστωτικά ιδρύματα στην Ελλάδα ανέφεραν ότι οι μεταβολές στην πλεονάζουσα ρευστότητα που τηρούν οι τράπεζες στο Ευρωσύστημα είχαν ουδέτερη επίδραση στους όγκους χορήγησης πιστώσεων, στα πιστοδοτικά κριτήρια, καθώς και στους όρους και τις προϋποθέσεις χορήγησης δανείων. Επιπρόσθετα, τα πιστωτικά ιδρύματα στην Ελλάδα ανέφεραν ότι η εξέλιξη του δείκτη μη εξυπηρετούμενων δανείων είχε ουδέτερο ρόλο στα πιστοδοτικά κριτήρια, καθώς και στους όρους και τις προϋποθέσεις χορήγησης δανείων όλων των κατηγοριών. Όσον αφορά την κερδοφορία τους, ανέφεραν ότι επηρεάστηκε σε κάποιο βαθμό αρνητικά από τη συμμετοχή τους στις πράξεις

TLTRO III,[4] ενώ δεν επηρέασαν την εξέλιξή της οι μεταβολές του χαρτοφυλακίου περιουσιακών στοιχείων της ΕΚΤ[5] για σκοπούς νομισματικής πολιτικής. Στην αρχή του έτους, τα πιστωτικά ιδρύματα στην Ελλάδα ανέφεραν ότι οι αποφάσεις αναφορικά με τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ είχαν θετική επίδραση στην κερδοφορία τους, περιγράφοντας βελτίωση των καθαρών εσόδων από τόκους προερχόμενη από τη διεύρυνση του περιθωρίου επιτοκίου, αλλά από το β΄ τρίμηνο του 2024 και έπειτα οι τράπεζες ανέφεραν ότι ο ρόλος τους ήταν ουδέτερος. Στην ερώτηση σχετικά με τον αντίκτυπο της κλιματικής αλλαγής στην τραπεζική πίστη στα μέσα του 2024, οι τράπεζες ανέφεραν μεγαλύτερη αύξηση της ζήτησης δανείων το τελευταίο δωδεκάμηνο από τις "πράσινες επιχειρήσεις" (που δεν συμβάλλουν ή έχουν μικρή αρνητική συμβολή στην κλιματική αλλαγή) και από τις "επιχειρήσεις στο στάδιο της μετάβασης" (που συμβάλλουν αρνητικά στην κλιματική αλλαγή, αλλά επιδεικνύουν πρόοδο ως προς τη μετατροπή τους σε πράσινες επιχειρήσεις), ενώ κατέγραψαν μικρή αυστηροποίηση στα πιστοδοτικά κριτήρια προς τις "καφέ επιχειρήσεις" (επιχειρήσεις με μεγάλη συμβολή στην κλιματική αλλαγή και που δεν έχουν κάνει ουσιαστικά βήματα μετατροπής τους).

Στη ζώνη του ευρώ, οι τράπεζες ανέφεραν ως επί το πλείστον βελτίωση της πρόσβασής τους στις αγορές χονδρικής και λιανικής χρηματοδότησης, με εξαίρεση κάποια μικρή επιδείνωση όσον αφορά τις βραχυπρόθεσμες καταθέσεις. Τα πιστωτικά ιδρύματα κατέγραψαν ότι το πρώτο εξάμηνο του 2024 οι μεταβολές στην πλεονάζουσα ρευστότητα που τηρούν οι τράπεζες στο Ευρωσύστημα είχαν μικρή αρνητική επίδραση στους όγκους χορήγησης πιστώσεων, στα πιστοδοτικά κριτήρια, καθώς και στους όρους και τις προϋποθέσεις χορήγησης δανείων, ενώ το δεύτερο εξάμηνο ο ρόλος τους ήταν ουδέτερος για τα πιστοδοτικά κριτήρια και οριακά υποστηρικτικός για τους όγκους χορήγησης πιστώσεων, καθώς και για τους όρους και τις προϋποθέσεις χορήγησης δανείων. Στην ευρωζώνη, οι τράπεζες ανέφεραν ότι ο δείκτης μη εξυπηρετούμενων δανείων συνέτεινε σε μικρή αυστηροποίηση των πιστοδοτικών κριτηρίων, καθώς και των όρων και των προϋποθέσεων χορήγησης επιχειρηματικών και καταναλωτικών δανείων, ενώ είχε γενικά ουδέτερη επίδραση για τα στεγαστικά δάνεια. Το 2024 τα πιστωτικά ιδρύματα στην ευρωζώνη κατέγραψαν συνολικά ότι η κερδοφορία τους επηρεάστηκε ευνοϊκά από τη συμμετοχή τους στις πράξεις TLTRO III, ενώ οι μεταβολές του χαρτοφυλακίου περιουσιακών στοιχείων της ΕΚΤ την επηρέασαν αρνητικά το πρώτο εξάμηνο, αλλά είχαν οριακά υποστηρικτικό ρόλο το δεύτερο εξάμηνο του 2024. Στην αρχή του έτους, τα πιστωτικά ιδρύματα στη ζώνη του ευρώ ανέφεραν ότι οι αποφάσεις αναφορικά με τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ είχαν θετική επίδραση στην κερδοφορία τους, περιγράφοντας βελτίωση των καθαρών εσόδων από τόκους προερχόμενη από τη διεύρυνση του περιθωρίου επιτοκίου, αλλά από το β΄ τρίμηνο του 2024 και έπειτα οι τράπεζες κατέγραψαν μικρή αρνητική επίδραση. Επιπρόσθετα, οι τράπεζες ανέφεραν αύξηση της ζήτησης δανείων και χαλάρωση στα πιστοδοτικά κριτήρια, καθώς και στους όρους και τις προϋποθέσεις χορήγησης δανείων προς τις "πράσινες επιχειρήσεις" και τις "επιχειρήσεις στο στάδιο της μετάβασης", ενώ αντίθετα, όσον αφορά τις "καφέ επιχειρήσεις", κατέγραψαν μείωση της ζήτησης δανείων και αυστηροποίηση στα πιστοδοτικά κριτήρια και στους όρους και τις προϋποθέσεις χορήγησης δανείων.

Συμπεράσματα

Το 2024 οι τράπεζες στην Ελλάδα ανέφεραν συνολικά ουδέτερη μεταβολή στα πιστοδοτικά κριτήρια για όλες τις κατηγορίες δανείων και στους όρους χορήγησης πιστοδοτήσεων προς τα νοικοκυριά, ενώ καταγράφηκε χαλάρωση στους όρους χορήγησης επιχειρηματικών δανείων. Την ίδια περίοδο, στην ευρωζώνη αναφέρθηκε συνολικά μικρή αυστηροποίηση των πιστοδοτικών κριτηρίων σε συνδυασμό με οριακή χαλάρωση των όρων χορήγησης επιχειρηματικών δανείων, ενώ καταγράφηκε κάποια χαλάρωση για τα στεγαστικά και μικρή αυστηροποίηση για τα καταναλωτικά δάνεια όσον αφορά τόσο τα κριτήρια όσο και τους όρους χορήγησης πιστοδοτήσεων. Όσον αφορά τη ζήτηση χορηγήσεων, τα πιστωτικά ιδρύματα στην Ελλάδα ανέφεραν ότι η ζήτηση επιχειρηματικών δανείων αυξήθηκε το 2024, ενώ για τα στεγαστικά δάνεια αναφέρθηκε κάποια μείωση, αλλά για τα καταναλωτικά δάνεια η ζήτηση παρέμεινε ουσιαστικά αμετάβλητη. Την ίδια περίοδο, στη ζώνη του ευρώ αναφέρθηκε συνολικά

4 Το 2024 οι όροι χορήγησης ρευστότητας προς τις τράπεζες από το Ευρωσύστημα παρέμειναν περιοριστικοί. Η πλεονάζουσα ρευστότητα υποχώρησε, καθώς συνεχίστηκαν οι αποπληρωμές από τις τράπεζες της ρευστότητας που είχε αντληθεί μέσω πράξεων TLTRO III, ώστε στο τέλος του 2024 οι εν λόγω πράξεις είχαν εξοφληθεί πλήρως.

5 Οι επανεπενδύσεις του προϊόντος λήξης των τίτλων που είχε στην κατοχή του το Ευρωσύστημα στο πλαίσιο του έκτακτου προγράμματος αγοράς στοιχείων ενεργητικού λόγω πανδημίας (PEPP) άρχισαν να μειώνονται από το δεύτερο εξάμηνο του 2024, ενώ στο τέλος του έτους σταμάτησαν τελείως. Σημειώνεται ότι οι επανεπενδύσεις στο πλαίσιο του διευρυμένου προγράμματος αγοράς τίτλων (APP) είχαν διακοπεί ήδη από τον Ιούλιο του 2023.

μικρή μείωση στη ζήτηση επιχειρηματικών δανείων, ενώ αντίθετα οι τράπεζες κατέγραψαν μικρή αύξηση για τα στεγαστικά και τα καταναλωτικά δάνεια.

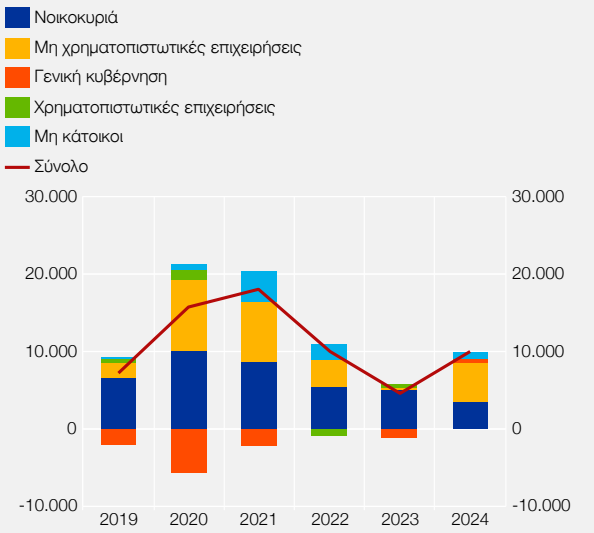
Απαντώντας σε ειδικά (ad hoc) ερωτήματα, τα πιστωτικά ιδρύματα στην Ελλάδα και στην ευρωζώνη ανέφεραν ως επί το πλείστον βελτίωση της πρόσβασής τους στις αγορές χονδρικής χρηματοδότησης, ενώ όσον αφορά τις αγορές λιανικής, οι τράπεζες ανέφεραν κάποια επιδείνωση της πρόσβασής τους σε βραχυπρόθεσμες καταθέσεις. Επιπρόσθετα, οι τράπεζες στην Ελλάδα ανέφεραν ότι η εξέλιξη του δείκτη μη εξυπηρετούμενων δανείων είχε ουδέτερο ρόλο στα πιστοδοτικά κριτήρια, καθώς και στους όρους και τις προϋποθέσεις χορήγησης δανείων όλων των κατηγοριών, ενώ στην ευρωζώνη συνέτεινε σε μικρή αυστηροποίηση των πιστοδοτικών κριτηρίων, καθώς και των όρων και των προϋποθέσεων χορήγησης επιχειρηματικών και καταναλωτικών δανείων, αλλά είχε γενικά ουδέτερη επίδραση για τα στεγαστικά δάνεια. Στην αρχή του έτους, τα πιστωτικά ιδρύματα στην Ελλάδα και συνολικά στη ζώνη του ευρώ ανέφεραν ότι οι αποφάσεις αναφορικά με τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ είχαν θετική επίδραση στην κερδοφορία τους, αλλά από το β΄ τρίμηνο του 2024 και έπειτα οι τράπεζες στην Ελλάδα ανέφεραν ότι ο ρόλος τους ήταν ουδέτερος, ενώ στην ευρωζώνη κατέγραψαν μικρή αρνητική επίδραση.

4 ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ

Το 2024 το απόθεμα των καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα κατέγραψε σωρευτική αύξηση κατά 8,6 δισεκ. ευρώ, λόγω της σημαντικής ανόδου των επιχειρηματικών καταθέσεων, ενώ η αύξηση των καταθέσεων των νοικοκυριών ήταν πιο περιορισμένη (βλ. Διάγραμμα VI.9). Το υπόλοιπο των ιδιωτικών καταθέσεων διαμορφώθηκε το Δεκέμβριο του 2024 σε 204 δισεκ. ευρώ, το υψηλότερο επίπεδο που έχει σημειωθεί από το Φεβρουάριο του 2011 και μετά. Ως ποσοστό του ΑΕΠ, οι καταθέσεις του εγχώριου ιδιωτικού τομέα διαμορφώθηκαν το 2024 σε 85%, που είναι υψηλότερο από το μέσο όρο της περιόδου 2003-2008, δηλ. τα πρώτα χρόνια μετά την εισαγωγή του ευρώ σε φυσική μορφή και πριν από τη χρηματοπιστωτική κρίση. Ο κύριος όγκος της καταθετικής βάσης των τραπεζών εξακολουθεί να απαρτίζεται από ρευστά διαθέσιμα των νοικοκυριών (75% των καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα) που τηρούνται κυρίως σε λογαριασμούς διάρκειας μίας ημέρας.

Διάγραμμα VI.9 Ετήσια ροή καταθέσεων στις εγχώριες τράπεζες (2019 - 2024)

(ετήσια σωρευτική καθαρή ροή σε εκατ. ευρώ)

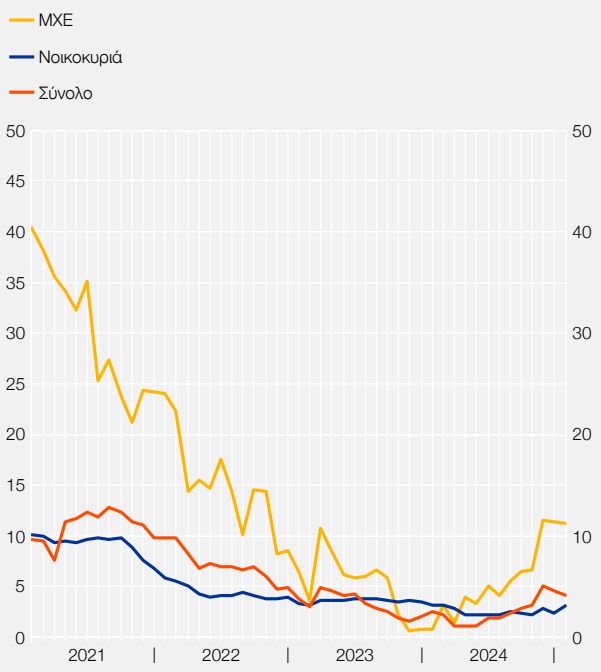


Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Ειδικότερα, το 2024 οι καταθέσεις των εγχώριων νοικοκυριών αυξήθηκαν κατά 3,5 δισεκ. ευρώ, έναντι αύξησης κατά 5,0 δισεκ. ευρώ το 2023. Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου τους επιβραδυνόταν έως τα μέσα περίπου του έτους, αλλά ανέκαμψε έως ένα βαθμό στη συνέχεια (Ιανουάριος 2025: 3,1%, Δεκέμβριος 2024: 2,4%, Δεκέμβριος 2023: 3,5%, βλ. Διάγραμμα VI.10). Πέρα από την πίεση που δέχθηκαν οι οικογενειακοί προϋπολογισμοί λόγω της αύξησης του κόστους διαβίωσης, η συγκρατημένη άνοδος των καταθέσεων των νοικοκυριών συνδέεται και με τη στροφή, τα δύο τελευταία έτη, προς άλλες αποταμιευτικές επιλογές, οι οποίες προσέφεραν καλύτερες αποδόσεις συγκριτικά με τις καταθέσεις. Σύμφωνα με στοιχεία από τους χρηματοπιστωτικούς λογαριασμούς, οι καθαρές τοποθετήσεις από εγχώρια νοικοκυριά σε έντοκα γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου έφθασαν τα 2,9 δισεκ. ευρώ το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2024, ενώ οι αντίστοιχες τοποθετήσεις σε μερίδια επενδυτικών κεφαλαίων τα 4 δισεκ. ευρώ περίπου.

Διάγραμμα VI.10 Καταθέσεις στις εγχώριες τράπεζες (Ιανουάριος 2021 - Ιανουάριος 2025)

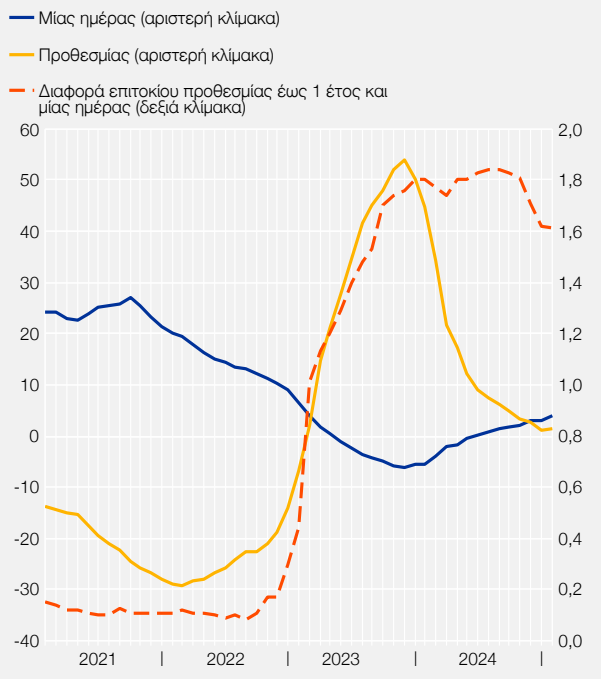
(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Διάγραμμα VI.11 Καταθέσεις των νοικοκυριών με βάση το βαθμό ρευστότητας και διαφορά επιτοκίου καταθέσεων προθεσμίας και μίας ημέρας (Ιανουάριος 2021 - Ιανουάριος 2025)

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής % και διαφορά σε ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Οι επιχειρηματικές καταθέσεις αυξήθηκαν κατά 5,1 δισεκ. ευρώ το 2024, έναντι μικρής ανόδου κατά 0,8 δισεκ. ευρώ το 2023 (βλ. Διάγραμμα VI.9). Συγκεκριμένα, μετά την επιβράδυνση που παρατηρήθηκε το τελευταίο τρίμηνο του 2023, ο ετήσιος ρυθμός ανόδου των επιχειρηματικών καταθέσεων ανέκαμψε σταδιακά στη διάρκεια του 2024 (Ιανουάριος 2025: 11,2%, Δεκέμβριος 2024: 11,5%, Δεκέμβριος 2023: 0,7%, βλ. Διάγραμμα VI.10), εξέλιξη που συνάδει με τη σημαντική ενίσχυση της πιστωτικής επέκτασης προς τις ΜΧΕ (βλ. την προηγούμενη ενότητα) και την αύξηση του κύκλου εργασιών των επιχειρήσεων κατά το επισκοπούμενο έτος.

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των καταθέσεων με συμφωνημένη διάρκεια (προθεσμίας) των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών συνέχισε να αποκλιμακώνεται το 2024 και έχει πλέον ανασχεθεί η τάση για υποκατάσταση καταθέσεων ταμιευτηρίου/διάρκειας μίας ημέρας με καταθέσεις προθεσμίας που καταγράφηκε λόγω της προηγηθείσας αύξησης των επιτοκίων πολιτικής από την ΕΚΤ την περίοδο Ιουλίου 2022-Σεπτεμβρίου 2023 (βλ. Διάγραμμα VI.11). Ενδεικτικά αναφέρεται ότι η διαφορά επιτοκίου μεταξύ των καταθέσεων με συμφωνημένη διάρκεια (έως ένα έτος) και των καταθέσεων διάρκειας μίας ημέρας των νοικοκυριών συρρικνώθηκε το 2024 κατά 18 μ.β., έναντι αύξησης κατά 150 μ.β. το προηγούμενο έτος, ενώ για τις καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια άνω του ενός έτους η εν λόγω διαφορά επιτοκίου μειώθηκε το 2024 κατά 50 μ.β., έναντι αύξησης κατά 81 μ.β. το 2023. Συγκεκριμένα, το 2024 οι καταθέσεις προθεσμίας των ΜΧΕ αυξήθηκαν μόλις κατά 0,1 δισεκ. ευρώ, έναντι αύξησης κατά 3,1 δισεκ. ευρώ το 2023, ενώ οι καταθέσεις προθεσμίας των νοικοκυριών παρουσίασαν αύξηση κατά 0,4 δισεκ. ευρώ σε σύγκριση με αύξηση κατά 12,1 δισεκ. ευρώ το 2023. Αντίθετα, οι καταθέσεις των ΜΧΕ σε λογαριασμούς διάρκειας μίας ημέρας ενισχύθηκαν κατά 5,0 δισεκ. ευρώ, έναντι μείωσης κατά 2,8 δισεκ. ευρώ το 2023. Αντίστοιχα, οι καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας των νοικοκυριών παρουσίασαν αύξηση κατά 3,2 δισεκ. ευρώ, σε σύγκριση με μείωση κατά 6,4 δισεκ. ευρώ το προηγούμενο έτος.

Το 2024 οι καταθέσεις της κεντρικής κυβέρνησης στις εμπορικές τράπεζες ενισχύθηκαν κατά 0,3 δισεκ. ευρώ, ενώ οι καταθέσεις της στην Τράπεζα της Ελλάδος υποχώρησαν κατά 0,8 δισεκ. ευρώ. Οι καταθέσεις στις εμπορικές τρά-

πεζες των οργανισμών κοινωνικής ασφάλισης (ΟΚΑ) και των οργανισμών τοπικής αυτοδιοίκησης (ΟΤΑ), που μαζί με την κεντρική κυβέρνηση αποτελούν τον τομέα της γενικής κυβέρνησης, αυξήθηκαν κατά 0,3 δισεκ. ευρώ το 2024. Όσον αφορά τους λοιπούς τομείς, η συμβολή τους στην καταθετική βάση των τραπεζών ήταν συνολικά θετική, καθώς οι καταθέσεις των ασφαλιστικών επιχειρήσεων και των λοιπών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων σημείωσαν οριακή άνοδο κατά 0,1 δισεκ. ευρώ, οι δε καταθέσεις συνολικά των μη κατοίκων και των κατοίκων λοιπών χωρών της ζώνης του ευρώ αυξήθηκαν κατά 0,8 δισεκ. ευρώ.

Το 2025 η ζήτηση καταθέσεων αναμένεται να συμβαδίσει με την εξέλιξη του ΑΕΠ και του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών. Από την άλλη πλευρά, η στροφή των αποταμιευτών προς άλλα περιουσιακά στοιχεία θα εξακολουθήσει να συμβάλλει σε συγκράτηση της ανόδου των καταθέσεων, ιδίως αν διευρυνθεί η διαφορά μεταξύ των αποδόσεων των στοιχείων αυτών και των επιτοκίων καταθέσεων στο πλαίσιο ανόδου των μεσομακροπρόθεσμων αποδόσεων.

5 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΟΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΤΟΜΕΑ

Οι εξελίξεις στο διεθνές μακροχρηματοπιστωτικό περιβάλλον επηρεάζουν την ελληνική οικονομία και ειδικότερα τις επιδόσεις του ελληνικού τραπεζικού τομέα. Έτσι, είναι ιδιαίτερα σημαντική η στήριξη της κερδοφορίας των ελληνικών τραπεζών λόγω των αναβαθμίσεων της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης και των αξιολογήσεων των τραπεζών. Η εξέλιξη αυτή επιφέρει αύξηση της ζήτησης ελληνικών τραπεζικών ομολόγων και μείωση του κόστους δανεισμού των ελληνικών τραπεζών. Η δε βελτίωση των θεμελιωδών μεγεθών των ελληνικών τραπεζών δημιουργεί ευνοϊκές προϋποθέσεις για περαιτέρω αναβαθμίσεις και συνεπώς για την περαιτέρω θωράκιση του ελληνικού τραπεζικού τομέα από εξωτερικούς παράγοντες αβεβαιότητας.

Οι ελληνικές τράπεζες αύξησαν σημαντικά τα καθαρά τους έσοδα από τόκους την περίοδο ανόδου των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ, ενώ διατηρούν υψηλό επίπεδο κερδοφορίας και στο τρέχον περιβάλλον μείωσης των επιτοκίων (αναλυτικότερα βλ. Πλαίσιο IX.3). Ειδικά εν όψει περαιτέρω μειώσεων των επιτοκίων, η βελτίωση του θεσμικού περιβάλλοντος λειτουργίας των τραπεζών επιφέρει μείωση του κόστους χρηματοδότησης των ελληνικών τραπεζών μέσω των αναβαθμίσεων των πιστοληπτικών αξιολογήσεών τους. Συγκεκριμένα, ο οίκος S&P προχώρησε στις 31.1.2025 σε αναβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης τριών συστημικών τραπεζών κατά μία βαθμίδα. Η απόφαση αυτή αντανακλά τόσο την ενίσχυση της λειτουργικής κερδοφορίας τους όσο και τη βελτίωση στο ρυθμιστικό περιβάλλον των τραπεζών, μετά τη θέσπιση, από την Τράπεζα της Ελλάδος, μακροπροληπτικών μέτρων που εφαρμόζονται σε επίπεδο δανειολήπτη. Επίσης, σε αναβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης των τραπεζών προχώρησαν και οι οίκοι Moody's και Morningstar DBRS (Μάρτιος 2025), σε συνέχεια αναβαθμίσεών τους στο κρατικό αξιόχρεο. Μετά τις αναβαθμίσεις, η βέλτιστη πιστοληπτική αξιολόγηση των τεσσάρων σημαντικών τραπεζών βρίσκεται πλέον εντός της επενδυτικής κατηγορίας.

Αναλυτικότερα, το 2024 η κερδοφορία των ελληνικών τραπεζών αυξήθηκε σημαντικά, κυρίως λόγω της ενίσχυσης των καθαρών εσόδων από τόκους, καθώς και των εσόδων από προμήθειες, ενώ μείωση παρουσίασαν οι προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο (βλ. Πίνακα VI.1). Όσον αφορά τις σημαντικές τράπεζες της ευρωζώνης, το 2024 καταγράφηκε άνοδος της καθαρής κερδοφορίας και της αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων, μεταξύ άλλων λόγω της συνεχιζόμενης αύξησης των καθαρών εσόδων από τόκους, ωστόσο με χαμηλότερο ρυθμό από ό,τι το προηγούμενο έτος. Επίσης, οι σημαντικές τράπεζες της ευρωζώνης αύξησαν τις προβλέψεις τους για τον πιστωτικό κίνδυνο, γεγονός που αντανακλά την οριακή χειροτέρευση της ποιότητας του δανειακού χαρτοφυλακίου των τραπεζών ορισμένων χωρών και το γενικά χαμηλό επίπεδο κάλυψης έναντι του πιστωτικού κινδύνου.

Οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας, σε ενοποιημένη βάση, των σημαντικών τραπεζών της ευρωζώνης δεν παρουσίασαν σημαντικές μεταβολές το Δεκέμβριο του 2024 σε σχέση με το τέλος του

Πίνακας VI.1 Αποτελέσματα χρήσεως των ελληνικών τραπεζών

(ποσά σε εκατ. ευρώ)

	2023	2024	Μεταβολή (%)
Λειτουργικά έσοδα	**11.013**	**11.830**	**7,4**
Καθαρά έσοδα από τόκους	8.511	9.002	5,8
– Έσοδα από τόκους	14.203	16.279	14,6
– Έξοδα τόκων	-5.692	-7.277	27,8
Καθαρά έσοδα από μη τοκοφόρες εργασίες	2.502	2.828	13,0
– Καθαρά έσοδα από προμήθειες	1.801	2.137	18,6
– Έσοδα από χρηματοοικονομικές πράξεις	306	421	37,7
– Λοιπά έσοδα	395	270	-31,7
Λειτουργικά έξοδα	**-3.901**	**-4.280**	**9,7**
Δαπάνες προσωπικού	-1.923	-2.177	13,3
Διοικητικά έξοδα	-1.363	-1.436	5,4
Αποσβέσεις	-616	-666	8,3
Καθαρά έσοδα (λειτουργικά έσοδα – λειτουργικά έξοδα)	**7.112**	**7.550**	**6,2**
Προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο	-1.689	-1.216	-28,0
Λοιπές ζημίες απομείωσης[1]	-386	-803	>100
Μη επαναλαμβανόμενα κέρδη/ζημίες	97	108	11,5
Κέρδη/ζημίες προ φόρων	**5.134**	**5.638**	**9,8**
Φόροι	-1.212	-1.313	8,3
Κέρδη/ζημίες από διακοπτόμενες δραστηριότητες	-89	50	-
Κέρδη/ζημίες μετά από φόρους	**3.832**	**4.375**	**14,2**

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.
1 Απομείωση αξίας τίτλων, καθώς και ενσώματων και άυλων στοιχείων ενεργητικού.

2023. Οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας των ελληνικών τραπεζών βελτιώθηκαν το 2024, συγκλίνοντας προς τους αντίστοιχους ευρωπαϊκούς, καθώς η ενίσχυση των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων, ως αποτέλεσμα της εσωτερικής δημιουργίας κεφαλαίου και της έκδοσης τίτλων που προσμετρούνται σε αυτά, υπεραντιστάθμισε την αύξηση του σταθμισμένου ως προς τον κίνδυνο ενεργητικού κατά το ίδιο διάστημα. Σημειώνεται ότι τα συνολικά κεφάλαια κοινών μετοχών της Κατηγορίας 1 (CET1 capital) των ελληνικών τραπεζών απαρτίζονται επί του παρόντος κατά το ήμισυ από οριστικές και εκκαθαρισμένες αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις (deferred tax credits – DTCs). Ωστόσο, η ποιότητα των κεφαλαίων αναμένεται να βελτιωθεί μεσοπρόθεσμα, λόγω της προσδοκώμενης υψηλής κερδοφορίας, με την επιτάχυνση της απόσβεσης των DTCs όπως έχουν ήδη ανακοινώσει οι τράπεζες.

Σημειώνεται επίσης η θετική επίδραση στην κεφαλαιακή επάρκεια των ελληνικών τραπεζικών ομίλων τόσο από τις εκδόσεις πρόσθετων μέσων κεφαλαίου της Κατηγορίας 1 (Additional Tier 1 (AT1) ύψους 300 εκατ. ευρώ) όσο και από τις εκδόσεις ομολόγων Tier 2 (ονομαστικής αξίας 2,5 δισεκ. ευρώ). Επίσης, θετικά συμβάλλει και η ολοκλήρωση της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου κατά 735 εκατ. ευρώ της Τράπεζας Αττικής, στο πλαίσιο της συγχώνευσης με την Παγκρήτια Τράπεζα.

Η ποιότητα του δανειακού χαρτοφυλακίου του συνόλου των σημαντικών τραπεζών στην ευρωζώνη παρέμεινε αμετάβλητη το 2024 σε σύγκριση με το τέλος του 2023, ενώ αυτή των ελληνικών τραπεζών βελτιώθηκε περαιτέρω κατά το ίδιο διάστημα. Ως εκ τούτου, οι ελληνικές τράπεζες έχουν συγκλίνει σε σημαντικό βαθμό ως προς την ποιότητα του ενεργητικού τους με τις υπόλοιπες ευρωπαϊκές τράπεζες, κατά μέσο όρο.

Αναλυτικότερα, ο δείκτης μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων (ΜΕΑ) σε επίπεδο ευρωζώνης παρέμεινε κοντά στα ιστορικά χαμηλά το Δεκέμβριο του 2024, ενώ αυξήθηκε ελαφρά το ποσοστό των εξυπηρετούμενων δανείων που παρουσιάζουν σημαντικά αυξημένο πιστωτικό κίνδυνο σε σύγκριση με την αρχική αναγνώριση (δάνεια Stage 2 σύμφωνα με το ΔΠΧΑ 9) ως προς το σύνολο των δανείων. Για τις ελληνικές τράπεζες, ο δείκτης ΜΕΑ σε ατομική βάση υποχώρησε σημαντικά το 2024 σε σύγκριση με το τέλος του 2023. Σε αυτό συνέβαλε η τιτλοποίηση δανείων ΜΕΔ, στο πλαίσιο του προγράμματος κρατικών εγγυήσεων “Ηρακλής”, του σχήματος που προέκυψε από τη συγχώνευση της Τράπεζας Αττικής και της Παγκρήτιας Τράπεζας. Επίσης, μείωση παρουσίασε και το ποσοστό των δανείων Stage 2 ως προς το σύνολο των δανείων σε ατομική βάση (βλ. Πίνακα VI.2).

Όσον αφορά τη ρευστότητα των τραπεζών, αυτή παρέμεινε σε υψηλά επίπεδα για τις τράπεζες της ευρωζώνης, με το δείκτη κάλυψης ρευστότητας (Liquidity Coverage Ratio – LCR) και το δείκτη καθαρής σταθερής χρηματοδότησης (Net Stable Funding Ratio – NSFR) να εμφανίζουν ήπιες μεταβολές το Δεκέμβριο του 2024 σε σχέση με το τέλος του 2023. Για τις ελληνι-

κές τράπεζες, οι δείκτες LCR και NSFR παρέμειναν σχεδόν αμετάβλητοι σε επίπεδα πολύ υψηλότερα από την υποχρεωτική εποπτική απαίτηση και από τους αντίστοιχους δείκτες των τραπεζών της ευρωζώνης. Αξιοσημείωτο είναι ότι οι ελληνικές τράπεζες διατηρούν επαρκή ρευστότητα, παρά την πλήρη αποπληρωμή των πράξεων TLTRO του Ευρωσυστήματος. Επίσης, ο λόγος δανείων προς καταθέσεις παραμένει σημαντικά χαμηλότερος στις ελληνικές τράπεζες σε σύγκριση με τις τράπεζες της ευρωζώνης.

Πίνακας VI.2 Δείκτες βασικών χρηματοοικονομικών και εποπτικών μεγεθών

(ποσοστό %)

		2023	2024
Κερδοφορία			
Δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων	**Ελλάδα**	**12,0**	**12,2**
	Ευρωζώνη	9,3	9,5
Δείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού	**Ελλάδα**	**1,2**	**1,3**
	Ευρωζώνη	0,6	0,7
Ποιότητα δανειακού χαρτοφυλακίου			
Δείκτης μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων (ΜΕΑ)	**Ελλάδα**	**6,7**	**3,8**
	Ευρωζώνη	2,3	2,3
Δείκτης ΜΕΑ στο Στάδιο 2 (ΔΠΧΑ 9)	**Ελλάδα**	**9,3**	**7,3**
	Ευρωζώνη	9,7	9,9
Κεφαλαιακή επάρκεια			
Δείκτης CET1	**Ελλάδα**	**15,5**	**15,9**
	Ευρωζώνη	15,9	15,9
Συνολικός δείκτης κεφαλαίου	**Ελλάδα**	**18,8**	**19,6**
	Ευρωζώνη	19,9	20,0
Ρευστότητα			
Δείκτης κάλυψης ρευστότητας	**Ελλάδα**	**220,7**	**218,3**
	Ευρωζώνη	164,3	158,0
Δείκτης καθαρής σταθερής χρηματοδότησης	**Ελλάδα**	**135,2**	**138,5**
	Ευρωζώνη	126,7	126,9
Λόγος δανείων προς καταθέσεις	**Ελλάδα**	**67,5**	**67,1**
	Ευρωζώνη	102,7	100,4

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΚΤ.
Σημείωση: Οι δείκτες αφορούν στοιχεία για τις σημαντικές και τις λιγότερο σημαντικές τράπεζες στην Ελλάδα σε ενοποιημένη βάση και στοιχεία για τους σημαντικούς τραπεζικούς ομίλους στην Τραπεζική Ένωση που εποπτεύονται άμεσα από την ΕΚΤ, με εξαίρεση τους δείκτες της ποιότητας χαρτοφυλακίου για την Ελλάδα που υπολογίζονται σε ατομική βάση.

Συνοπτικά, ο ελληνικός τραπεζικός τομέας το 2024 αύξησε την κερδοφορία του και τους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας, διατήρησε τους δείκτες ρευστότητας σε υψηλά επίπεδα, ενώ παράλληλα βελτίωσε την ποιότητα του δανειακού χαρτοφυλακίου. Οι θετικές εξελίξεις στα θεμελιώδη μεγέθη των τραπεζών οφείλονται στον ισχυρό ρυθμό ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας, στην αναβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος και των σημαντικών ελληνικών τραπεζών, στη συνεχιζόμενη βελτίωση της ποιότητας του δανειακού χαρτοφυλακίου τους και στην αναδιάρθρωση των λιγότερο σημαντικών τραπεζών. Έτσι, το αξιόχρεο των ελληνικών τραπεζών έχει βελτιωθεί και κάποιων εξ αυτών βρίσκεται ήδη στην επενδυτική κατηγορία. Ωστόσο, παραμένουν προκλήσεις για τον ελληνικό τραπεζικό τομέα, με κυριότερη την ταχεία απόσβεση των DTCs, αλλά και την αντιμετώπιση των αρνητικών πιέσεων στα οργανικά έσοδα από το περιβάλλον μείωσης των βασικών επιτοκίων. Έτσι, οι τράπεζες καλούνται να εστιάσουν σε πιστοδοτικές πολιτικές που θα αμβλύνουν την ευαισθησία των οικονομικών αποτελεσμάτων τους στο περιβάλλον μείωσης των επιτοκίων (βλ. και Πλαίσιο IX.3). Η επίτευξη αυτού του στόχου θα συμβάλει στην ταχύτερη απομείωση των DTCs και στην ενίσχυση της κεφαλαιακής τους βάσης και εν τέλει της δυνατότητάς τους να συνεχίσουν να παρέχουν χρηματοδότηση προς την πραγματική οικονομία.

VII ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΑΓΟΡΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΙΔΙΩΤΙΚΗΣ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ

Τα τελευταία έτη, η ασφαλιστική αγορά έχει διαχειριστεί με επιτυχία ένα ετερόκλητο σύνολο προκλήσεων (όπως οι πληθωριστικές πιέσεις, οι επακόλουθες μεταβολές των επιτοκίων και οι επιπτώσεις της καταιγίδας Daniel), αποδεικνύοντας τη διαχρονική ανθεκτικότητά της σε απρόβλεπτα γεγονότα και παράλληλα αναδεικνύοντας τη σπουδαιότητα του κλάδου της ιδιωτικής ασφάλισης για την οικονομία και την κοινωνία. Για το έτος 2024, αξιοσημείωτη ήταν η διαχείριση, σε λειτουργικό επίπεδο, των συγχωνεύσεων και εξαγορών που προηγήθηκαν τα αμέσως προηγούμενα έτη.

Στις προκλήσεις που καλείται να αντιμετωπίσει η αγορά της ιδιωτικής ασφάλισης εντάσσεται η έγκαιρη προσαρμογή στις απαιτήσεις που απορρέουν από το θεσμικό πλαίσιο και, ιδίως, στην αναθεωρημένη Οδηγία "Φερεγγυότητα ΙΙ" για τις ασφαλιστικές και αντασφαλιστικές επιχειρήσεις, που προβλέπεται να εφαρμοστεί από τον Ιανουάριο του 2027 (βλ. Πλαίσιο VII.1).

Σημαντική εξέλιξη επίσης είναι η ανάληψη της εποπτείας των Ταμείων Επαγγελματικής Ασφάλισης (ΤΕΑ) από την Τράπεζα της Ελλάδος από 1.1.2025 που αναμένεται να συμβάλει στην ενδυνάμωση του θεσμού των ΤΕΑ (στο πλαίσιο της προσπάθειας ενίσχυσης του συνταξιοδοτικού συστήματος). Τα ΤΕΑ επιδιώκεται να αποτελέσουν ένα σημαντικό πυλώνα για την αντιμετώπιση των επιπτώσεων της γήρανσης του πληθυσμού στις συντάξεις, καθώς και για τη διατήρηση του βιοτικού επιπέδου μετά τη συνταξιοδότηση (βλ. Πλαίσιο VII.2).

1 ΒΑΣΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ[1]

Στις 30.9.2024 δραστηριοποιούνταν στην ελληνική αγορά ιδιωτικής ασφάλισης 34 ασφαλιστικές επιχειρήσεις,[2] οι οποίες κατηγοριοποιούνται βάσει της άδειας λειτουργίας και των ασφαλιστικών τους εργασιών ως εξής:

- 2 επιχειρήσεις ασφαλίσεων ζωής,
- 19 επιχειρήσεις ασφαλίσεων κατά ζημιών και
- 13 επιχειρήσεις που ασκούν ταυτόχρονα δραστηριότητες ασφαλίσεων ζωής και ασφαλίσεων κατά ζημιών (συμπεριλαμβάνονται επιχειρήσεις του κλάδου ζωής που, εκ των ασφαλίσεων κατά ζημιών, ασκούν αποκλειστικά αυτές των κλάδων "Ατυχήματα" και "Ασθένειες").

Από τις ως άνω 34 ασφαλιστικές επιχειρήσεις, 31 λειτουργούν και εποπτεύονται σύμφωνα με την ευρωπαϊκή Οδηγία "Φερεγγυότητα ΙΙ" (Solvency II), που εφαρμόζεται σε όλες τις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ) από 1.1.2016, ενώ 3 επιχειρήσεις εξαιρούνται, λόγω μεγέθους, από την εφαρμογή πλήθους απαιτήσεων που αφορούν και τους τρεις βασικούς πυλώνες της Φερεγγυότητας ΙΙ.[3] Εκ των 31 ασφαλιστικών επιχειρήσεων που υπόκεινται στις διατάξεις της Φερεγγυότητας ΙΙ, οι 11[4] ανήκουν σε ασφαλιστικούς ομίλους με έδρα στο εξωτερικό, οι 5 σε

1 Στο κεφάλαιο αυτό έχουν ληφθεί υπόψη πληροφορίες και στοιχεία που υποβλήθηκαν έως τις 31.1.2025.

2 Εξαιρούνται οι αλληλασφαλιστικοί συνεταιρισμοί του πρώτου εδαφίου της παραγράφου 1 του άρθρου 7 του ν. 4364/2016.

3 Η Τράπεζα της Ελλάδος, με βάση την αρχή της αναλογικότητας, έχει επιτρέψει σε 3 ασφαλιστικές επιχειρήσεις που πληρούν τα απαιτούμενα κριτήρια μεγέθους και εργασιών να εξαιρεθούν από ορισμένες διατάξεις της Φερεγγυότητας ΙΙ σχετικά με τις απαιτήσεις για τη φερεγγυότητα, το σύστημα διακυβέρνησης και τη δημοσιοποίηση εκθέσεων και αναφορών.

4 Οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις που ανήκουν σε ομίλους με έδρα στο εξωτερικό ανέρχονται πλέον σε 11, λόγω εξαγοράς άνω του 50% του μετοχικού κεφαλαίου της Υδρόγειος Α.Α.Α.Ε. από τη Società Reale Mutua di Assicurazioni.

ασφαλιστικούς ομίλους που υπόκεινται στην εποπτεία της Τράπεζας της Ελλάδος και οι υπόλοιπες 15 δεν ανήκουν σε κάποιο όμιλο με έδρα στην ΕΕ. Επίσης, με ημερομηνία αναφοράς 31.12.2023, 6 ασφαλιστικές επιχειρήσεις με έδρα στην Ελλάδα δραστηριοποιούνται σε άλλες χώρες της ΕΕ με καθεστώς ελεύθερης παροχής υπηρεσιών.

Επιπρόσθετα, και σύμφωνα με τα πιο πρόσφατα διαθέσιμα στοιχεία της Ευρωπαϊκής Αρχής Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων (EIOPA), στις 31.12.2023 δραστηριότητα στην Ελλάδα, με καθεστώς είτε ελεύθερης εγκατάστασης (υποκατάστημα) είτε ελεύθερης παροχής υπηρεσιών, ασκούν και 185 ασφαλιστικές επιχειρήσεις που έχουν την έδρα τους σε άλλο κράτος-μέλος της ΕΕ και οι οποίες εποπτεύονται, ως προς τη χρηματοοικονομική τους κατάσταση, από τις αρμόδιες εποπτικές αρχές των χωρών καταγωγής τους. Η ετήσια παραγωγή των επιχειρήσεων αυτών στο τέλος του 2023 ανερχόταν σε 336 εκατ. ευρώ για τα υποκαταστήματα και σε 1.076 εκατ. ευρώ για δραστηριότητα μέσω ελεύθερης παροχής υπηρεσιών, που αντιστοιχεί σε ποσοστό 5% και 17% του συνόλου της ελληνικής ασφαλιστικής αγοράς. Ειδικότερα όσον αφορά την αγορά των ασφαλίσεων αστικής ευθύνης χερσαίων οχημάτων, εντός του πρώτου εννεαμήνου του 2024 αυξήθηκε, σε πλήθος οχημάτων, το μερίδιο των ασφαλιστικών επιχειρήσεων με έδρα σε άλλο κράτος-μέλος με ελεύθερη παροχή υπηρεσιών ή καθεστώς ελεύθερης εγκατάστασης και ανήλθε σε 22% (από 21% στις 31.12.2023).

Τα οικονομικά μεγέθη που παρουσιάζονται κατωτέρω αφορούν μόνο τις 31 επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στην εγχώρια ασφαλιστική αγορά και υπόκεινται στην, κατά Φερεγγυότητα ΙΙ, εποπτεία της Τράπεζας της Ελλάδος.

Η εγχώρια ασφαλιστική αγορά χαρακτηρίζεται από σημαντική συγκέντρωση, ιδιαίτερα στις επιχειρήσεις που ασκούν εργασίες ασφαλίσεων ζωής και στις επιχειρήσεις που ασκούν ταυτοχρόνως ασφαλίσεις ζωής και κατά ζημιών, καθώς οι 5 μεγαλύτερες εξ αυτών κατέχουν το 87% της σχετικής αγοράς, σε όρους τεχνικών προβλέψεων, ενώ οι 5 μεγαλύτερες ασφαλιστικές επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στις ασφαλίσεις κατά ζημιών, σε όρους ακαθάριστων εγγεγραμμένων ασφαλίστρων, κατέχουν μερίδιο που ανέρχεται σε 61% της σχετικής αγοράς.

Η παραγωγή ακαθάριστων εγγεγραμμένων ασφαλίστρων στις ασφαλίσεις ζωής την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2024 ανήλθε σε 2,1 δισεκ. ευρώ, αυξημένη κατά 17% σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους. Από το ανωτέρω ποσό, 0,9 δισεκ. ευρώ συνδέονται με επενδύσεις, αυξημένα κατά 31%, και αποτελούν 45% των συνολικών ακαθάριστων εγγεγραμμένων ασφαλίστρων δραστηριοτήτων ζωής, έναντι 40% την αντίστοιχη περίοδο του 2023. Παράλληλα, παρουσιάστηκε αύξηση των ακαθάριστων εγγεγραμμένων ασφαλίστρων στις ασφαλίσεις με συμμετοχή στα κέρδη κατά 3% και αύξηση στις άλλες ασφαλίσεις ζωής κατά 7%. Τα ασφάλιστρα των δραστηριοτήτων ασφαλίσεων κατά ζημιών ανήλθαν την ίδια περίοδο σε 1,9 δισεκ. ευρώ, αυξημένα κατά 9% συγκριτικά με το αντίστοιχο εννεάμηνο του προηγούμενου έτους. Από το ποσό αυτό, τα μεγαλύτερα μερίδια έχουν οι ασφαλίσεις αστικής ευθύνης χερσαίων οχημάτων (29%), οι ασφαλίσεις πυρός (23%) και οι ασφαλίσεις νοσοκομειακών εξόδων (17%), με αντίστοιχες μεταβολές ασφαλίστρων έναντι του πρώτου εννεαμήνου του 2023 κατά 2%, 22% και 11%. Την ίδια περίοδο (Ιανουάριος-Σεπτέμβριος 2024), οι επισυμβάσεις αποζημιώσεις ανήλθαν σε 1,7 δισεκ. ευρώ για τις ασφαλίσεις ζωής, αυξημένες κατά 33% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους, και σε 0,8 δισεκ. ευρώ για τις ασφαλίσεις κατά ζημιών, παρουσιάζοντας οριακή μείωση κατά 1% (βλ. Πίνακα VII.1).

Πίνακας VII.1 Ακαθάριστα εγγεγραμμένα ασφάλιστρα και επισυμβάσεις αποζημιώσεις

(ποσά σε δισεκ. ευρώ)

	Ασφαλίσεις ζωής		Ασφαλίσεις κατά ζημιών	
	Εννεάμηνο 2023	Εννεάμηνο 2024	Εννεάμηνο 2023	Εννεάμηνο 2024
Ακαθάριστα εγγεγραμμένα ασφάλιστρα	1,8	2,1	1,8	1,9
Επισυμβάσεις αποζημιώσεις	1,3	1,7	0,8	0,8

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Στις ασφαλίσεις κατά ζημιών, ο δείκτης ζημιών (loss ratio) της αγοράς στις 30.9.2024 ανήλθε σε 52% των αντίστοιχων δεδουλευμένων ασφαλίστρων της ίδιας περιόδου (έναντι 56% στις 30.9.2023), ενώ ο δείκτης εξόδων (διαχείρισης και προμηθειών) παρέμεινε αμετάβλητος στο 47% σε σχέση με τις 30.9.2023.

Το σύνολο του ενεργητικού των εποπτευόμενων από την Τράπεζα της Ελλάδος ασφαλιστικών επιχειρήσεων διαμορφώθηκε σε 21 δισεκ. ευρώ στις 30.9.2024, αυξημένο κατά 3% συγκριτικά με τις 31.12.2023. Από το σύνολο του ενεργητικού, 7,5 δισεκ. ευρώ (36%) ήταν τοποθετημένα σε κρατικά ομόλογα και 3 δισεκ. ευρώ (14%) σε εταιρικά ομόλογα. Όσον αφορά την πιστοληπτική διαβάθμιση αυτών, το 97% των κρατικών ομολόγων και το 86% των εταιρικών ομολόγων ήταν πιστοληπτικής διαβάθμισης BB- και άνω. Επιπλέον, ποσό 5,3 δισεκ. ευρώ (25%) αφορούσε επενδύσεις για ασφαλίσεις των οποίων τον επενδυτικό κίνδυνο φέρουν οι ασφαλισμένοι (βλ. Πίνακα VII.2).

Πίνακας VII.2 Διάρθρωση του ενεργητικού των ασφαλιστικών επιχειρήσεων

(ποσά σε δισεκ. ευρώ)

	31.12.2023	30.9.2024
Κρατικά ομόλογα	7,2	7,5
Εταιρικά ομόλογα	2,9	3,0
Οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων	1,6	1,4
Καταθέσεις, ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	0,7	0,5
Στοιχεία του ενεργητικού που διακρατούνται έναντι συμβάσεων ασφάλισης που συνδέονται με δείκτες ή συνδυάζουν ασφάλεια ζωής με επενδύσεις	4,7	5,3
Λοιπά στοιχεία ενεργητικού	3,4	3,3
Σύνολο ενεργητικού	**20,4**	**21,0**

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Οι συνολικές υποχρεώσεις των ασφαλιστικών επιχειρήσεων ανήλθαν σε 17,1 δισεκ. ευρώ στις 30.9.2024, έναντι 16,7 δισεκ. ευρώ στις 31.12.2023, με το σύνολο των τεχνικών προβλέψεων να διαμορφώνεται σε 15,7 δισεκ. ευρώ στις 30.9.2024, εκ των οποίων 12,1 δισεκ. ευρώ αφορούσαν ασφαλίσεις ζωής και 3,6 δισεκ. ευρώ ασφαλίσεις κατά ζημιών. Από τις τεχνικές προβλέψεις ζωής, το 40% αφορά ασφαλίσεις ζωής που συνδέονται με επενδύσεις (έναντι 37% στις 31.12.2023) (βλ. Πίνακα VII.3).

Πίνακας VII.3 Διάρθρωση των υποχρεώσεων των ασφαλιστικών επιχειρήσεων

(ποσά σε δισεκ. ευρώ)

	31.12.2023	30.9.2024
Τεχνικές προβλέψεις – ασφαλίσεις ζωής	7,4	7,3
Τεχνικές προβλέψεις – ασφαλίσεις που συνδέονται με δείκτες ή συνδυάζουν ασφάλεια ζωής με επενδύσεις	4,3	4,8
Τεχνικές προβλέψεις – ασφαλίσεις κατά ζημιών	3,6	3,6
Λοιπές υποχρεώσεις	1,5	1,4
Σύνολο υποχρεώσεων	**16,7**	**17,1**

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Τα ίδια κεφάλαια της ασφαλιστικής αγοράς διαμορφώθηκαν στις 30.9.2024 σε 3,9 δισεκ. ευρώ, αυξημένα κατά 5% σε σχέση με τις 31.12.2023. Η συνολική Κεφαλαιακή Απαίτηση Φερεγγυότητας (Solvency Capital Requirement – SCR)[5] ανήλθε σε 2,1 δισεκ. ευρώ, με συνολικά επιλέξιμα ίδια κεφάλαια ύψους 3,8 δισεκ. ευρώ. Όσον αφορά την ποιότητα των επιλέξιμων κεφαλαίων της ασφαλιστικής αγοράς, αυτά ταξινομούνται στην υψηλότερη κατηγορία ποιότητας (Κατηγορία 1) σε ποσοστό 92%. Παρά τις προκλήσεις του μακροοικονομικού περιβάλλοντος και τις τρέχουσες συνθήκες της χρηματοπιστωτικής αγοράς, όλες οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις παραμένουν φερέγγυες με δείκτη κάλυψης κεφαλαιακής απαίτησης φερεγγυότητας (SCR ratio) σε επίπεδα σημαντικά υψηλότερα του 100%. Η Ελάχιστη Κεφαλαιακή Απαίτηση (Minimum Capital Requirement – MCR)[6] στο σύνολο της ασφαλιστικής αγοράς διαμορφώθηκε σε 0,8 δισεκ. ευρώ, με τα αντίστοιχα συνολικά επιλέξιμα ίδια κεφάλαια να ανέρχονται σε 3,5 δισεκ. ευρώ.

5 Η Κεφαλαιακή Απαίτηση Φερεγγυότητας απεικονίζει τα κεφάλαια που πρέπει να διαθέτει μια ασφαλιστική επιχείρηση προκειμένου να έχει τη δυνατότητα να απορροφά ζημίες σε επίπεδο εμπιστοσύνης 99,5% και με ορίζοντα ενός έτους.

6 Η Ελάχιστη Κεφαλαιακή Απαίτηση απεικονίζει τα κεφάλαια που πρέπει να διαθέτει μια ασφαλιστική επιχείρηση προκειμένου να έχει τη δυνατότητα να απορροφά ζημίες σε επίπεδο εμπιστοσύνης 85% και με ορίζοντα ενός έτους και αντιπροσωπεύει ένα επίπεδο κεφαλαίου κάτω από το οποίο τα συμφέροντα των κατόχων ασφαλιστηρίων συμβολαίων θα ετίθεντο σε σοβαρό κίνδυνο, εάν επιτρεπόταν στην επιχείρηση να συνεχίσει να λειτουργεί.

2 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΟ ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

Τον Ιανουάριο του 2025, μετά την ολοκλήρωση των διαβουλεύσεων μεταξύ των νομοθετικών οργάνων της ΕΕ, δημοσιεύθηκε η αναθεωρημένη Οδηγία "Φερεγγυότητα ΙΙ". Το αναθεωρημένο νομικό πλαίσιο ενσωματώνει καινοτομίες που στοχεύουν στην ευρωστία του ασφαλιστικού κλάδου και στην ενίσχυση της βιωσιμότητας της ιδιωτικής ασφάλισης στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Πιο συγκεκριμένα, ενισχύονται η εφαρμογή της αρχής της αναλογικότητας, η εποπτεία των ομίλων και η συνεργασία των εθνικών εποπτικών αρχών στις περιπτώσεις διασυνοριακών δραστηριοτήτων. Τέλος, με την εισαγωγή μακροπροληπτικών εργαλείων εποπτείας, ενισχύεται η ανθεκτικότητα του κλάδου έναντι μακροχρόνιων και ιδίως συστημικών κινδύνων.

Παράλληλα με τη δημοσίευση της αναθεωρημένης Οδηγίας "Φερεγγυότητα ΙΙ", τον Ιανουάριο του 2025 δημοσιεύθηκε και η Οδηγία για την ανάκαμψη και εξυγίανση των ασφαλιστικών επιχειρήσεων. Η νέα αυτή Οδηγία προβλέπει την υποχρέωση εκπόνησης σχεδίου ανάκαμψης από τις ασφαλιστικές επιχειρήσεις και την, υπό προϋποθέσεις, σύνταξη σχεδίου εξυγίανσης, κατόπιν συνεννόησης της αρχής εξυγίανσης με την εποπτική αρχή.

Και οι δύο παραπάνω Οδηγίες αναμένεται να ενσωματωθούν στις εθνικές νομοθεσίες των κρατών-μελών της ΕΕ εντός των δύο επόμενων ετών.

Επιπλέον, κατά το 2024 εκδόθηκαν οι παρακάτω Πράξεις Εκτελεστικής Επιτροπής (ΠΕΕ) της Τράπεζας της Ελλάδος που αφορούν την ασφαλιστική αγορά:

- **ΠΕΕ 227/2/08.03.2024 "Υιοθέτηση Κατευθυντήριων Γραμμών της Ευρωπαϊκής Αρχής Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων (EIOPA) σχετικά με την υποβολή εποπτικών εκθέσεων (για τα) PEPP (Πανευρωπαϊκά Ατομικά Συνταξιοδοτικά Προϊόντα) (EIOPA-BoS-21/260)"**

Στις 15.3.2024 δημοσιεύθηκε στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως η απόφαση της Εκτελεστικής Επιτροπής της Τράπεζας της Ελλάδος για την υιοθέτηση των Κατευθυντήριων Γραμμών της Ευρωπαϊκής Αρχής Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων (EIOPA) σχετικά με την υποβολή εποπτικών εκθέσεων για τα Πανευρωπαϊκά Ατομικά Συνταξιοδοτικά Προϊόντα (PEPP). Πιο συγκεκριμένα, ορίζονται ο σκοπός υποβολής και το περιεχόμενο των εποπτικών εκθέσεων PEPP, καθώς και η συχνότητα και οι προθεσμίες υποβολής των πληροφοριών. Επιπλέον, στις εν λόγω εκθέσεις περιγράφεται η φύση των δραστηριοτήτων των παρόχων PEPP, η επενδυτική στρατηγική που εφαρμόζουν και η απόδοση αυτής. Τέλος, παρέχονται πληροφορίες σχετικά με το πλαίσιο προληπτικής εποπτείας του παρόχου PEPP, καθώς και συνοπτική περιγραφή των κινδύνων στους οποίους εκτίθεται.

- **ΠΕΕ 229/1/10.05.2024 "Ελεγκτικές διαδικασίες επί της έκθεσης φερεγγυότητας και χρηματοοικονομικής κατάστασης από νόμιμους ελεγκτές ή ελεγκτικά γραφεία - Τροποποίηση της Πράξης Εκτελεστικής Επιτροπής 105/12.12.2016"**

Στις 23.5.2024 δημοσιεύθηκε στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως η απόφαση της Εκτελεστικής Επιτροπής της Τράπεζας της Ελλάδος για τις ελεγκτικές διαδικασίες επί της έκθεσης φερεγγυότητας και χρηματοοικονομικής κατάστασης (SFCR) από νόμιμους ελεγκτές ή ελεγκτικά γραφεία. Η εν λόγω απόφαση τροποποιεί την προγενέστερη Πράξη Εκτελεστικής Επιτροπής 105/12.12.2016, λόγω της κατάργησης του Εκτελεστικού Κανονισμού (ΕΕ) 2015/2452 και της αντικατάστασης αυτού με τον Εκτελεστικό Κανονισμό (ΕΕ) 2023/895, με σκοπό την επικαιροποίηση των υποδειγμάτων που είναι αντικείμενο των ελεγκτικών διαδικασιών σε σχέση με τις κεφαλαιακές απαιτήσεις.

- **ΠΕΕ 230/2/17.06.2024 "Αναπροσαρμογή των ποσών υποχρεωτικής ασφάλισης επαγγελματικής αστικής ευθύνης των (αντ)ασφαλιστικών διαμεσολαβητών και αναθεώρηση του αφορώντος αυτή μέγιστου επιτρεπτού ποσού απαλλαγής του ασφαλιστή"**

Στις 26.6.2024 δημοσιεύθηκε στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως η απόφαση της Εκτελεστικής Επιτροπής της Τράπεζας της Ελλάδος για την αναπροσαρμογή των ποσών υποχρεωτικής ασφάλισης επαγγελματικής αστικής ευθύνης των (αντ)ασφαλιστικών διαμεσολαβητών, καθώς και την αναθεώρηση του μέγιστου επιτρεπόμενου ποσού απαλλαγής. Πιο συγκεκριμένα, όσον αφορά την ασφάλιση επαγγελματικής αστικής ευθύνης που είναι αναγκαία για την εγγραφή των ενδιαφερόμενων (αντ)ασφαλιστικών διαμεσολαβητών στο ειδικό μητρώο του άρθρου 19 του ν. 4583/2018, τα ελάχιστα όρια κάλυψης κατ' έτος αναπροσαρμόζονται από 1.250.618 ευρώ σε 1.564.610 ευρώ ανά απαίτηση και από 1.875.927 ευρώ σε τουλάχιστον 2.315.610 ευρώ για το σύνολο των απαιτήσεων. Επιπλέον, το μέγιστο επιτρεπόμενο ποσό απαλλαγής αναπροσαρμόζεται από 18.760 ευρώ σε 23.480 ευρώ.

Πλαίσιο VII.1

ΤΟ ΑΝΑΘΕΩΡΗΜΕΝΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΚΑΙ ΕΠΟΠΤΕΙΑΣ ΤΩΝ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (SOLVENCY II REVIEW)

Η πρώτη εφαρμογή του εποπτικού πλαισίου "Φερεγγυότητα ΙΙ" για τις ασφαλιστικές και αντασφαλιστικές επιχειρήσεις το 2016 προέβλεπε, μετά το πέρας ενός εύλογου διαστήματος εφαρμογής, διαδικασία για την αναθεώρησή του. Αφετηρία για την εν λόγω αναθεώρηση αποτέλεσε σχετική γνωμοδότηση της Ευρωπαϊκής Αρχής Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων (European Insurance and Occupational Pensions Authority – EIOPA) το 2019, που οδήγησε, μετά από μακρά διαδικασία διαβουλεύσεων μεταξύ της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, του Συμβουλίου και του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου, στη δημοσίευση της αναθεωρημένης Οδηγίας[1] τον Ιανουάριο του 2025.

Το αναθεωρημένο πλαίσιο λειτουργίας και εποπτείας των ασφαλιστικών και αντασφαλιστικών επιχειρήσεων συμβάλλει σημαντικά στην ενίσχυση της αναλογικότητας, της βιωσιμότητας και της ευρωστίας του ασφαλιστικού κλάδου στην Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ). Με βάση την αρχή της αναλογικότητας, περιορίζει τις εποπτικές απαιτήσεις και το διοικητικό φόρτο για τις "μικρές και μη πολύπλοκες ασφαλιστικές επιχειρήσεις", ενώ, όπου είναι απαραίτητο, απλοποιούνται οι διαδικασίες και μειώνεται η συχνότητα υποβολής εκθέσεων και αναφορών. Παράλληλα, ενισχύεται η συνεργασία μεταξύ των εποπτικών αρχών για τη διαχείριση σημαντικών διασυνοριακών δραστηριοτήτων και την εποπτεία των ομίλων. Επιπλέον, εισάγονται νέα επίπεδα απαιτήσεων, όπως βραχυπρόθεσμα σχέδια διαχείρισης κινδύνου ρευστότητας και σχέδια κινδύνου βιωσιμότητας, ενώ στην έκθεση ιδίας αξιολόγησης κινδύνων και φερεγγυότητας (ORSA) προστίθενται μακροπρόθεσμα κλιματικά σενάρια. Συνολικά, ενισχύεται η προσαρμοστικότητα τόσο των ασφαλιστικών επιχειρήσεων όσο και της εποπτείας στις τρέχουσες και μελλοντικές προκλήσεις του ασφαλιστικού και εν γένει του χρηματοπιστωτικού τομέα.

Τα κυριότερα θέματα που ρυθμίζει το αναθεωρημένο εποπτικό πλαίσιο λειτουργίας και εποπτείας των ασφαλιστικών επιχειρήσεων είναι τα εξής:

- Εφαρμογή της αρχής της αναλογικότητας για τις μικρές και μη πολύπλοκες επιχειρήσεις: Μειώνονται οι εποπτικές απαιτήσεις και οι διοικητικές υποχρεώσεις, γεγονός που θα συμβάλει στην ελάφρυνση του διοικητικού κόστους για αυτές τις ασφαλιστικές επιχειρήσεις. Επιπλέον, με τη μείωση της περιττής πολυπλοκότητας στην εποπτική παρακολούθηση των εν λόγω επιχειρήσεων, οι εποπτικές αρχές θα μπορούν να κατανέμουν αποδοτικότερα τους πόρους τους, εφαρμόζοντας κατ' εξοχήν κινδυνοκεντρικά (risk-based) κριτήρια στην επιλογή των εποπτικών τους στόχων.

- Υπό προϋποθέσεις δημιουργία πλεονάσματος ιδίων κεφαλαίων: Σε σύγκριση με το ισχύον καθεστώς και προκειμένου οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις να βελτιώσουν την ανταγωνιστικότητά τους και την ικανότητα ανάληψης ασφαλιστικών κινδύνων, προβλέπονται αλλαγές για τη δημιουργία πλεονάσματος ιδίων κεφαλαίων. Ενδεικτικές

1 Οδηγία (ΕΕ) 2025/2 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 27ης Νοεμβρίου 2024, για την τροποποίηση της οδηγίας 2009/138/ΕΚ όσον αφορά την αναλογικότητα, την ποιότητα της εποπτείας, την υποβολή εκθέσεων, τα μέτρα μακροπρόθεσμων εγγυήσεων, τα μακροπροληπτικά εργαλεία, τους κινδύνους βιωσιμότητας, την εποπτεία σε επίπεδο ομίλου και τη διασυνοριακή εποπτεία, και για την τροποποίηση των οδηγιών 2002/87/ΕΚ και 2013/34/ΕΕ.

αλλαγές σε αυτή την κατεύθυνση αφορούν: (α) τη μείωση του κόστους κεφαλαίου, ως στοιχείου του περιθωρίου κινδύνου (risk margin), (β) βελτιώσεις στη λειτουργία της προσαρμογής λόγω μεταβλητότητας (volatility adjustment) και (γ) την εισαγωγή λειτουργικών και απλοποιημένων κριτηρίων για τη μακροχρόνια διακράτηση μετοχών (long-term equity investments), συμβάλλοντας στη μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση της οικονομίας συνολικά.

- Ενίσχυση της συνεργασίας μεταξύ των εποπτικών αρχών: Δίνεται προτεραιότητα στη βελτίωση της συνεργασίας των εποπτικών αρχών για την παρακολούθηση των διασυνοριακών δραστηριοτήτων και την αποτελεσματικότερη εποπτεία των ασφαλιστικών επιχειρήσεων που ανήκουν σε ομίλους. Επιπλέον, μέσω της καλώς δομημένης επικοινωνίας των εποπτικών αρχών, ευνοείται η ανταλλαγή τεχνογνωσίας επί εποπτικών πρακτικών και διασφαλίζεται ακόμη περισσότερο η χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

- Παρακολούθηση συστημικών κινδύνων: Υιοθετούνται νέα μακροπροληπτικά εργαλεία για την παρακολούθηση κινδύνων με συστημικό χαρακτήρα, με βάση τις εμπειρίες του πρόσφατου παρελθόντος (επιπτώσεις πανδημίας, πτώση επιτοκίων, πληθωριστικές πιέσεις), οι οποίοι μπορούν να επηρεάσουν συνολικά την ασφαλιστική αγορά. Επιπλέον, εφαρμόζονται μηχανισμοί διαχείρισης κινδύνων ρευστότητας και βιωσιμότητας, καθώς και χρηματοοικονομικών κινδύνων που σχετίζονται με τις επιπτώσεις της κλιματικής αλλαγής (αύξηση πλημμυρικών φαινομένων και πυρκαγιών).

Τέλος, θα πρέπει να σημειωθεί ότι, παράλληλα με τις αλλαγές που εισάγει η αναθεώρηση του πλαισίου "Φερεγγυότητα ΙΙ", το αμέσως επόμενο διάστημα η ασφαλιστική αγορά καλείται να συμμορφωθεί και με τις απαιτήσεις της Οδηγίας για την ανάκαμψη και εξυγίανση των ασφαλιστικών επιχειρήσεων (Insurance Recovery and Resolution Directive[2]). Το μέγεθος της πρόκλησης ενισχύεται από το γεγονός ότι οι εν λόγω Οδηγίες θα πρέπει να ενσωματωθούν ομοιόμορφα στις εθνικές νομοθεσίες των κρατών-μελών της ΕΕ εντός των επόμενων δύο ετών, με στόχο την ενίσχυση της ανθεκτικότητας του κλάδου και τη διατήρηση του υψηλού επιπέδου προστασίας των ασφαλισμένων.

2 Οδηγία (ΕΕ) 2025/1 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 27ης Νοεμβρίου 2024, για τη θέσπιση πλαισίου ανάκαμψης και εξυγίανσης ασφαλιστικών και αντασφαλιστικών επιχειρήσεων και την τροποποίηση των οδηγιών 2002/47/ΕΚ, 2004/25/ΕΚ, 2007/36/ΕΚ, 2014/59/ΕΕ και (ΕΕ) 2017/1132 και των κανονισμών (ΕΕ) αριθ. 1094/2010, (ΕΕ) αριθ. 648/2012, (ΕΕ) αριθ. 806/2014 και (ΕΕ) 2017/1129.

Πλαίσιο VII.2

ΤΑ ΤΑΜΕΙΑ ΕΠΑΓΓΕΛΜΑΤΙΚΗΣ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ ΚΑΙ Η ΣΥΜΒΟΛΗ ΤΟΥΣ ΣΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΗΣΗΣ

Ο θεσμός των Ταμείων Επαγγελματικής Ασφάλισης (ΤΕΑ) εντάσσεται στο δεύτερο πυλώνα ασφάλισης και εισήχθη στην Ελλάδα με το ν. 3029/2002. Τα ΤΕΑ είναι νομικά πρόσωπα ιδιωτικού δικαίου μη κερδοσκοπικού χαρακτήρα που ιδρύονται από κοινωνικούς εταίρους (εργοδότες, εργαζομένους) επιμέρους επαγγελματικών κλάδων. Σκοπός τους είναι να παρέχουν στους ασφαλισμένους και δικαιούχους παροχών επαγγελματική ασφαλιστική προστασία, πέραν της παρεχόμενης από την υποχρεωτική κοινωνική ασφάλιση, και ενδεικτικά για τους κινδύνους γήρατος, θανάτου, αναπηρίας, ατυχήματος, ασθένειας ή διακοπής της εργασίας. Η παροχή αφορά περιοδική ή εφάπαξ καταβολή ποσού ή συνδυασμό αυτών. Τα ΤΕΑ ακολουθούν το κεφαλαιοποιητικό σύστημα χρηματοδότησης, δηλαδή τη συσσώρευση κεφαλαίου μέσω εισφορών, το οποίο στη συνέχεια επενδύεται και, μαζί με τις αποδόσεις, χρηματοδοτεί τις συντάξεις.

Σήμερα στην Ελλάδα υπάρχουν 28 ΤΕΑ, τα οποία διαχειρίζονται 485 εκατ. ευρώ και αριθμούν περίπου 55 χιλιάδες μέλη από το δημόσιο τομέα, το χώρο της ναυτιλίας, τον τραπεζικό τομέα, αλλά και ειδικότερους κλάδους, όπως των οικονομολόγων, των γεωτεχνικών, των αστυνομικών/πυροσβεστών/λιμενικών, των εργαζομένων στις αστικές συγκοινωνίες κ.ά.

Καθώς η Ελλάδα αντιμετωπίζει δημογραφικές προκλήσεις, όπως η μείωση του αριθμού των γεννήσεων και η γήρανση του πληθυσμού, το δημόσιο σύστημα κοινωνικής ασφάλισης δέχεται έντονη πίεση. Τα ΤΕΑ συνεισφέρουν σε μια μακροπρόθεσμη και βιώσιμη λύση εν όψει αυτών των προκλήσεων, καθώς μπορούν να ενισχύσουν το εισόδημα των συνταξιούχων, βελτιώνοντας με τον τρόπο αυτόν το βιοτικό τους επίπεδο, και παράλληλα να συμβάλουν στην καλλιέργεια αποταμιευτικής και επενδυτικής κουλτούρας, ιδίως σε νεότερους εργαζομένους.

Επιπλέον, εκτιμάται ότι η ανάπτυξη του θεσμού θα έχει ως αποτέλεσμα το σχηματισμό σημαντικού κεφαλαιακού αποθέματος, το οποίο μπορεί να ενισχύσει τις παραγωγικές επενδύσεις στη χώρα. Το γεγονός αυτό θα συμβάλει στην αύξηση της παραγωγικότητας και στην ενίσχυση του ΑΕΠ. Χαρακτηριστική είναι η εκτίμηση του ΙΟΒΕ ότι, αν ασφαλιστεί σε ΤΕΑ το 50% του εργατικού δυναμικού της χώρας, αυτό δύναται να οδηγήσει σε υψηλότερο ΑΕΠ κατά 2,7 δισεκ. ευρώ ετησίως σε βάθος 20ετίας.

Προς την κατεύθυνση της θωράκισης και ενίσχυσης του θεσμού της επαγγελματικής ασφάλισης κινείται ο νέος νόμος 5078/2023, με τον οποίο θεσπίστηκαν ενιαίοι κανόνες χρηστής διακυβέρνησης και νέες απαιτήσεις διαφάνειας, οι οποίες προσιδιάζουν σε αυτές που απαιτούνται για λοιπές οντότητες του χρηματοπιστωτικού χώρου. Ακόμη, εισάγονται οργανωτικές αλλαγές, οι οποίες αποτελούν εν πολλοίς απαιτήσεις του Ευρωπαίου νομοθέτη.[1] Τέλος, τίθεται σειρά διατάξεων που δίνουν τη δυνατότητα έγκαιρης και κλιμακωτής εποπτικής παρέμβασης, σε όλα τα στάδια λειτουργίας των ταμείων αυτών, ανάλογης του βαθμού μη συμμόρφωσης και με γνώμονα την προστασία των μελών και δικαιούχων.

Συγκεκριμένα:

Προβλέφθηκε η δυνατότητα ίδρυσης πολυ-εργοδοτικών επαγγελματικών ταμείων. Με τη δυνατότητα αυτή, εργαζόμενοι μικρομεσαίων επιχειρήσεων μπορούν πλέον να αποκομίσουν τα οφέλη της επαγγελματικής ασφάλισης με προσιτό κόστος, εκμεταλλευόμενοι τις οικονομίες κλίμακας που τα ταμεία αυτά μπορούν να αναπτύσσουν. Με τη ρύθμιση αυτή, αίρονται ουσιαστικά και οι εσωτερικοί περιορισμοί, οι οποίοι δημιουργούσαν στρέβλωση στον υγιή ανταγωνισμό μεταξύ εγχώριων και ΤΕΑ σε άλλες χώρες της ΕΕ.

Επιπλέον, με το νέο νόμο εισάγεται ένα σύγχρονο σύστημα διακυβέρνησης των ΤΕΑ. Μία από τις καινοτομίες που προβλέφθηκαν στο πλαίσιο αυτό αποτελεί η υιοθέτηση του διπλού μοντέλου διακυβέρνησης, με τη θέσπιση του Εποπτικού Συμβουλίου, οργάνου ανεξάρτητου από το εκάστοτε Διοικητικό Συμβούλιο, το οποίο λειτουργεί ως δικλίδα ασφαλείας για τη χρηστή και διαφανή διοίκηση του ταμείου.

Αναφορικά με τις βασικές λειτουργίες, ήτοι την αναλογιστική, τη διαχείριση κινδύνων και τον εσωτερικό έλεγχο, των οποίων ο ρόλος είναι κομβικός για την προστασία των μελών και δικαιούχων των ΤΕΑ, τίθενται προϋποθέσεις για την ανεξάρτητη άσκηση των καθηκόντων τους, ενώ τα πρόσωπα που ασκούν βασικές λειτουργίες θα ελέγχονται ως προς τις γνώσεις και την αξιοπιστία τους.

Επιπλέον, προσδιορίζονται οι απαιτήσεις διαφάνειας, όπως η υποχρέωση πληροφόρησης των μελών και δικαιούχων των ΤΕΑ τόσο στην προσυνταξιοδοτική φάση όσο και στη φάση της πληρωμής των συντάξεων.

Σημαντική αλλαγή που εισήγαγε ο ν. 5078/2023 αποτελεί η ανάθεση της εποπτείας των ΤΕΑ στην Τράπεζα της Ελλάδος από την 1.1.2025. Η μετάβαση από την τριμερή εποπτεία, που ίσχυε με το προγενέστερο νομοθετικό καθεστώς, στην ενιαία εποπτεία της Τράπεζας της Ελλάδος εξασφαλίζει μεγαλύτερη ευελιξία και σταθερότητα, προσφέροντας νομική σαφήνεια και απλοποιώντας την επικοινωνία των διοικήσεων των ΤΕΑ με τον εποπτικό φορέα.

Η Τράπεζα της Ελλάδος μπορεί να διαδραματίσει κομβικό ρόλο στην ανάπτυξη του θεσμού στην Ελλάδα, ενδεικτικά μέσω της επιτάχυνσης των διαδικασιών ίδρυσης ταμείων επαγγελματικής ασφάλισης και των εποπτικών

1 Οδηγία (ΕΕ) 2016/2341 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 14ης Δεκεμβρίου 2016, για τις δραστηριότητες και την εποπτεία των ιδρυμάτων επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών (ΙΕΣΠ).

εγκρίσεων, ώστε να αποφεύγονται καθυστερήσεις στην ομαλή λειτουργία των ταμείων και να ενισχύεται η προσαρμοστικότητά τους.

Εν κατακλείδι, ο θεσμός των Ταμείων Επαγγελματικής Ασφάλισης έχει περιθώρια ανάπτυξης στην Ελλάδα και μπορεί να αποτελέσει εργαλείο στην ενίσχυση της ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας και στη βιωσιμότητα του συνταξιοδοτικού συστήματος της χώρας. Παράλληλα, εκτιμάται ότι θα διανοίξει νέες προοπτικές για τη βελτίωση του βιοτικού επιπέδου των εργαζομένων, καθώς θα ενδυναμώσει σημαντικά το εισόδημά τους μετά το τέλος του εργασιακού τους βίου. Επιπλέον, μπορεί να συμβάλει στην αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας μέσω της παροχής πρόσθετων κινήτρων από τους εργοδότες προς τους εργαζομένους, καθώς και στην προσέλκυση και διακράτηση ικανού εργατικού δυναμικού.

VIII ΜΑΚΡΟΠΡΟΛΗΠΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Η άσκηση μακροπροληπτικής πολιτικής από την Τράπεζα της Ελλάδος έχει ως απώτερο στόχο να συμβάλει στη διαφύλαξη της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος ως συνόλου, μέσω της ενίσχυσης της ανθεκτικότητάς του και της μείωσης της συσσώρευσης των συστημικών κινδύνων.

Στο πλαίσιο αυτό, η Τράπεζα της Ελλάδος έχει ήδη ενεργοποιήσει τρία εργαλεία μακροπροληπτικής πολιτικής. Όσον αφορά το αντικυκλικό κεφαλαιακό απόθεμα ασφαλείας (Countercyclical Capital Buffer – CCyB), η Τράπεζα της Ελλάδος υιοθέτησε πλαίσιο για την εφαρμογή του στην Ελλάδα, σύμφωνα με το οποίο η ενεργοποίηση του εν λόγω αποθέματος ξεκινά στο στάδιο του οικονομικού και χρηματοπιστωτικού κύκλου κατά το οποίο επικρατεί ουδέτερο περιβάλλον κινδύνου μέχρι αυτό να ανέλθει στο επιδιωκόμενο ποσοστό, το οποίο έχει οριστεί στο 0,5%. Τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2024 το ποσοστό αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας είχε διατηρηθεί στο 0%. Για το δ΄ τρίμηνο του 2024, η αξιολόγηση των κυκλικών συστημικών κινδύνων στην Ελλάδα κατέδειξε ότι οι κίνδυνοι αυτοί παραμένουν περιορισμένοι και ότι το περιβάλλον κινδύνου εμφανίζεται ουδέτερο. Ως εκ τούτου, η Τράπεζα της Ελλάδος καθόρισε το ποσοστό αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας στο 0,25%, με εφαρμογή από την 1η Οκτωβρίου 2025.[1]

Επίσης, η Τράπεζα της Ελλάδος προσδιόρισε τα λοιπά συστημικά σημαντικά ιδρύματα (Other Systemically Important Institutions – O-SII) στην Ελλάδα για το έτος 2024 και καθόρισε το ποσοστό του αποθέματος ασφαλείας O-SII για το έτος 2025 στο 1,25% για το ίδρυμα Eurobank Ergasias Υπηρεσιών και Συμμετοχών Α.Ε. σε ενοποιημένη βάση και στο 1% για τα εξής O-SII: Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε. σε ατομική και ενοποιημένη βάση, Πειραιώς Financial Holdings Α.Ε. σε ενοποιημένη βάση και Τράπεζα Πειραιώς Α.Ε. σε ατομική βάση, Τράπεζα Eurobank Α.Ε. σε ατομική βάση, Alpha Υπηρεσιών και Συμμετοχών Α.Ε. σε ενοποιημένη βάση και Άλφα Τράπεζα Α.Ε. σε ατομική βάση.

Τέλος, την 1η Ιανουαρίου 2025 τέθηκαν σε εφαρμογή τα μακροπροληπτικά μέτρα που θέσπισε η Τράπεζα της Ελλάδος για τη δανειακή επιβάρυνση, τα οποία εφαρμόζονται σε επίπεδο δανειολήπτη για δάνεια και λοιπές πιστώσεις προς φυσικά πρόσωπα με εξασφάλιση οικιστικό ακίνητο.[2]

1 ΚΑΘΟΡΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΠΟΣΟΣΤΟΥ ΑΝΤΙΚΥΚΛΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΟΥ ΑΠΟΘΕΜΑΤΟΣ ΑΣΦΑΛΕΙΑΣ

Το αντικυκλικό κεφαλαιακό απόθεμα ασφαλείας αποβλέπει στην αποτροπή ή μείωση της συσσώρευσης κυκλικών συστημικών κινδύνων και στην αντιμετώπιση της υπερκυκλικότητας (procyclicality) της πιστωτικής επέκτασης και μόχλευσης, δηλαδή στη διαμόρφωση κατάλληλου επιπέδου πιστωτικής επέκτασης και μόχλευσης σε όλες τις φάσεις του οικονομικού και χρηματοπιστωτικού κύκλου. Το ποσοστό του αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας κυμαίνεται μεταξύ 0% και 2,5%, βαθμονομημένο σε βήματα του 0,25% ή πολλαπλάσια του 0,25%.[3]

1 Το ποσοστό του αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας καθορίζεται με Πράξη Εκτελεστικής Επιτροπής και τίθεται σε εφαρμογή 12 μήνες μετά την ημερομηνία ανακοίνωσής του.

2 Το κείμενο βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία που ήταν διαθέσιμα μέχρι τις 31.3.2025.

3 Για τους σκοπούς της παραγράφου 2 του άρθρου 130 του ν. 4261/2014, η εντεταλμένη αρχή μπορεί να καθορίζει το ποσοστό αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας σε ύψος άνω του 2,5% του συνολικού ποσού ανοιγμάτων σε κίνδυνο, εφόσον αυτό δικαιολογείται κατά τα προβλεπόμενα στην παράγραφο 3 του άρθρου 127 του ν. 4261/2014.

Το αντικυκλικό κεφαλαιακό απόθεμα ασφαλείας καλύπτεται από κεφάλαιο κοινών μετοχών της Κατηγορίας 1 (CET1) και εκφράζεται ως ποσοστό του συνολικού ποσού ανοιγμάτων σε κίνδυνο των ιδρυμάτων που είναι εκτεθειμένα σε πιστωτικό κίνδυνο στην Ελλάδα.[4]

Η Τράπεζα της Ελλάδος, βάσει του ν. 4261/2014 (άρθρο 127),[5] αξιολογεί ανά τρίμηνο την ένταση του κυκλικού συστημικού κινδύνου και την καταλληλότητα του ποσοστού αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας για την Ελλάδα και, εφόσον αυτό είναι αναγκαίο, καθορίζει ή προσαρμόζει το ποσοστό αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας.

Η καταλληλότητα του ποσοστού αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας αξιολογείται λαμβάνοντας υπόψη, μεταξύ άλλων, την τιμή του δείκτη "τυποποιημένη διαφορά των πιστώσεων προς το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (ΑΕΠ)", όπως αυτός ορίζεται στη Σύσταση ΕΣΣΚ/2014/1. Αναλυτικότερα, σε πρώτη φάση υπολογίζεται ο λόγος των βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων χρεογράφων και δανείων (δηλαδή των πιστώσεων), όπως προκύπτουν από τα χρηματοοικονομικά στοιχεία παθητικού του ιδιωτικού μη χρηματοπιστωτικού τομέα, προς το άθροισμα των τεσσάρων τελευταίων τριμηνιαίων παρατηρήσεων του ΑΕΠ (υπολογιζόμενου σε ονομαστική αξία, χωρίς εποχική διόρθωση). Σε δεύτερη φάση υπολογίζεται η μακροπρόθεσμη τάση του λόγου των πιστώσεων προς το ΑΕΠ με την εφαρμογή του φίλτρου εξομάλυνσης Hodrick-Prescott. Ο δείκτης "τυποποιημένη διαφορά των πιστώσεων προς το ΑΕΠ" προκύπτει ως η διαφορά του λόγου των πιστώσεων προς το ΑΕΠ από τη μακροπρόθεσμη τάση του. Υψηλή θετική τιμή του δείκτη δηλώνει υπερβολική πιστωτική επέκταση σε σχέση με την αύξηση του ΑΕΠ, η οποία δημιουργεί αυξημένους κινδύνους για το χρηματοπιστωτικό σύστημα, συντείνοντας στον καθορισμό του ποσοστού αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας σε ύψος άνω του 0%.

Πέραν της "τυποποιημένης διαφοράς των πιστώσεων προς το ΑΕΠ", η Τράπεζα της Ελλάδος εξετάζει συμπληρωματικά πρόσθετους δείκτες για την παρακολούθηση της δημιουργίας και συσσώρευσης του κυκλικού συστημικού κινδύνου.[6] Οι δείκτες αυτοί ομαδοποιούνται στις εξής κατηγορίες: πιστωτικές εξελίξεις, δανειακή επιβάρυνση του ιδιωτικού τομέα, δυνητική υπερτίμηση των ακινήτων, ευρωστία των πιστωτικών ιδρυμάτων, εξωτερικές ανισορροπίες και τιμολόγηση του κινδύνου.

Στην Ελλάδα, η "τυποποιημένη διαφορά των πιστώσεων προς το ΑΕΠ" παραμένει σε αρνητικό έδαφος από το 2012. Το γ΄ τρίμηνο του 2024 διαμορφώθηκε σε -30,8 ποσοστιαίες μονάδες, έναντι -31,7 το προηγούμενο τρίμηνο, γεγονός που οφείλεται κατά κύριο λόγο στην αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ. Επισημαίνεται ότι το γ΄ τρίμηνο του 2024 είναι το τελευταίο διαθέσιμο τρίμηνο των χρηματοοικονομικών στοιχείων παθητικού του ιδιωτικού μη χρηματοπιστωτικού τομέα. Για την εν λόγω τιμή της "τυποποιημένης διαφοράς των πιστώσεων προς το ΑΕΠ", το σημείο αναφοράς αποθέματος ασφαλείας[7] (οδηγός αποθέματος ασφαλείας), όπως αυτό ορίζεται στη σύσταση Β παράγραφος 3α) της Σύστασης ΕΣΣΚ/2014/1, είναι μηδέν.

Κατά τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2024, η Τράπεζα της Ελλάδος διατήρησε το ποσοστό του αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας αμετάβλητο στο 0%, λαμβάνοντας υπόψη την ανάλυση των πρόσθετων δεικτών, η οποία ανέδειξε μεν την απαρχή συσσώρευσης κυκλικών συστημικών κινδύνων σε επιμέρους τομείς, όπως οι τιμές των οικιστικών ακινήτων και το εξωτερικό ισοζύγιο, ωστόσο επιβεβαίωσε την εκτίμηση περί της απουσίας υπέρμετρης πιστωτικής επέκτασης και μόχλευσης.

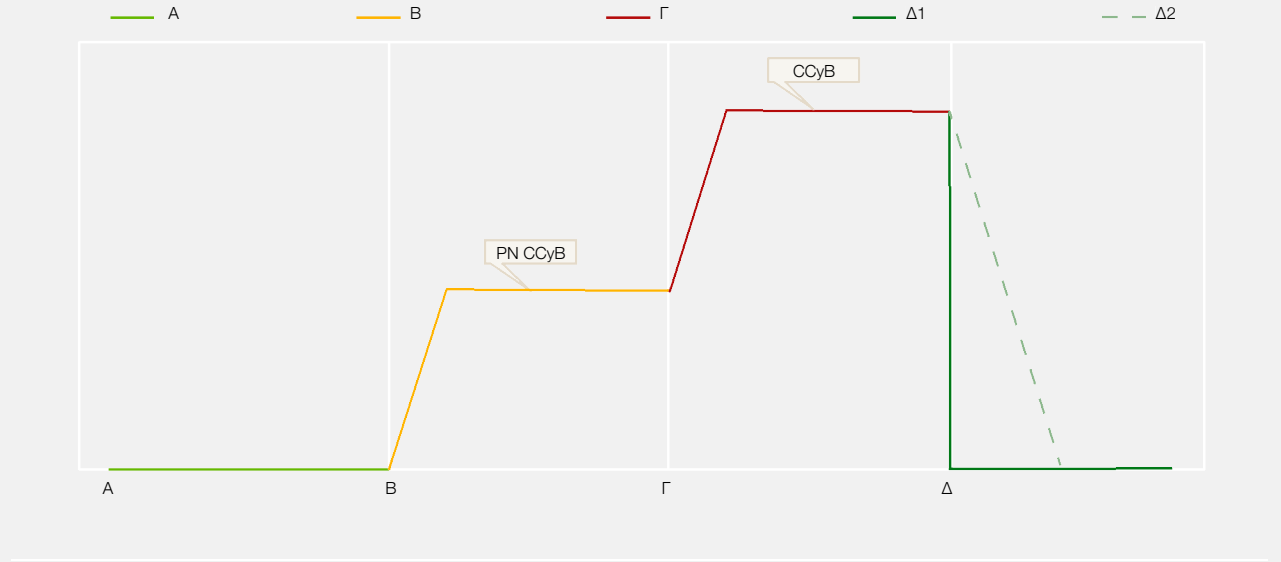
4 Το συνολικό ποσό ανοιγμάτων σε κίνδυνο υπολογίζεται σύμφωνα με την παράγραφο 3 του άρθρου 92 του Κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 575/2013.

5 Όπως ισχύει μετά την τροποποίησή του από το άρθρο 44 του ν. 4799/2021, με το οποίο ενσωματώνονται οι διατάξεις του άρθρου 136 της Οδηγίας 2013/36/ΕΕ μετά την αναθεώρησή τους από την Οδηγία (ΕΕ) 2019/878.

6 Για αναλυτικούς ορισμούς, βλ. Πράξη Εκτελεστικής Επιτροπής 235/1/07.10.2024.

7 Η Τράπεζα της Ελλάδος ακολουθεί ως σημείο αναφοράς αποθέματος ασφαλείας αυτό που ορίζεται στη σύσταση Β παρ. 3α) της Σύστασης ΕΣΣΚ/2014/1 και υπολογίζεται σύμφωνα με τα προβλεπόμενα στο μέρος ΙΙ του παραρτήματος της εν λόγω Σύστασης, το οποίο χρησιμοποιείται ως "οδηγός αποθέματος ασφαλείας".

Διάγραμμα VIII.1 Αντικυκλικό κεφαλαιακό απόθεμα ασφαλείας (CCyB) και οικονομικός κύκλος



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.
Α: Περίοδος ανάκαμψης.
Β: Ουδέτερο περιβάλλον κινδύνου.
Γ: Περιβάλλον συσσώρευσης κυκλικών συστημικών κινδύνων.
Δ1: Περίοδος διαταραχών/καθοδική φάση - άμεση αποδέσμευση.
Δ2: Περίοδος διαταραχών/καθοδική φάση - σταδιακή αποδέσμευση.

Τον Οκτώβριο του 2024, με την Πράξη Εκτελεστικής Επιτροπής (ΠΕΕ) 235/1/07.10.2024,[8] η Τράπεζα της Ελλάδος υιοθέτησε πλαίσιο για το θετικό αντικυκλικό κεφαλαιακό απόθεμα ασφαλείας σε ουδέτερο περιβάλλον κινδύνου (positive neutral (PN) CCyB). Στο πλαίσιο αυτό, ο καθορισμός του ποσοστού του αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας άνω του 0% ξεκινά στο στάδιο του οικονομικού και χρηματοπιστωτικού κύκλου κατά το οποίο επικρατεί ουδέτερο περιβάλλον κινδύνου (standard risk environment), δηλαδή όταν οι κίνδυνοι δεν είναι ούτε υποτονικοί ούτε ιδιαίτερα αυξημένοι (βλ. Διάγραμμα VIII.1, φάση Β), προκειμένου να δοθεί η δυνατότητα στα πιστωτικά ιδρύματα να απορροφήσουν τυχόν ζημίες και να διασφαλιστεί η ομαλή ροή της χρηματοδότησης προς την πραγματική οικονομία αν επέλθουν απρόβλεπτες διαταραχές. Οι διαταραχές αυτές μπορεί να είναι τόσο ενδογενείς όσο και εξωγενείς, δηλαδή να μη συνδέονται με την οικονομία και το χρηματοπιστωτικό σύστημα (π.χ. πανδημία COVID-19). Η κατά τα ως άνω ενεργοποίηση και σταδιακή δημιουργία ενός θετικού αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας συνεχίζεται μέχρι το απόθεμα αυτό να ανέλθει στο επιδιωκόμενο ποσοστό (PN CCyB target rate). Το επιδιωκόμενο ποσοστό του θετικού αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας στην Ελλάδα έχει οριστεί στο 0,5%.

Πέραν του ουδέτερου περιβάλλοντος κινδύνου, διακρίνονται τρεις επιπλέον φάσεις του οικονομικού και χρηματοπιστωτικού κύκλου, στις οποίες διαφοροποιείται η χρήση του αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας ανάλογα με την ένταση των κυκλικών συστημικών κινδύνων.

Στη φάση Α κατά την οποία η οικονομία ή το χρηματοπιστωτικό σύστημα ανακάμπτει μετά από σοβαρές, ενδογενείς ή εξωγενείς, διαταραχές ή μετά από μια συστημική κρίση, το αντικυκλικό κεφαλαιακό απόθεμα ασφαλείας καθορίζεται σε μηδενικό επίπεδο προκειμένου να ενθαρρυνθεί η παροχή πιστώσεων και να διασφαλιστεί η ομαλή χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας. Το αντικυκλικό κεφαλαιακό απόθεμα ασφαλείας παραμένει σε μηδενικό επίπεδο έως ότου η ένταση του κυκλικού συστημικού κινδύνου αξιολογηθεί ότι βρίσκεται σε ουδέτερο επίπεδο.

8 "Εφαρμογή αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας στην Ελλάδα – Κατάργηση της Πράξης Εκτελεστικής Επιτροπής 202/1/11.03.2022".

Εφόσον η αξιολόγηση της έντασης των κυκλικών συστημικών κινδύνων από την Τράπεζα της Ελλάδος καταλήγει στο συμπέρασμα ότι συσσωρεύονται κυκλικοί συστημικοί κίνδυνοι (φάση Γ), η Τράπεζα της Ελλάδος αποφασίζει, κατά τη διακριτική της ευχέρεια, την αύξηση του ποσοστού αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας σε επίπεδο υψηλότερο από το επιδιωκόμενο ποσοστό θετικού αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας σε ουδέτερο περιβάλλον κινδύνου, με σκοπό την αποτροπή ή τη μείωση της συσσώρευσης των κυκλικών συστημικών κινδύνων και την πρόληψη και τον περιορισμό της υπερβολικής πιστωτικής επέκτασης και μόχλευσης στην ανοδική φάση του οικονομικού και χρηματοπιστωτικού κύκλου.

Τέλος, σε περίπτωση διαταραχών ή στην καθοδική φάση του κύκλου (φάση Δ), η Τράπεζα της Ελλάδος αποφασίζει, ανάλογα με τη δριμύτητα και τη φύση των διαταραχών, τη μείωση ή την πλήρη αποδέσμευση (ήτοι τον καθορισμό σε μηδενικό επίπεδο) του ισχύοντος ποσοστού αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας προκειμένου να ενθαρρύνει την παροχή πιστώσεων, συμβάλλοντας έτσι στην ομαλή χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας. Η μείωση ή η πλήρης αποδέσμευση του ισχύοντος ποσοστού αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας έχει άμεση εφαρμογή.

Η αξιολόγηση των κυκλικών συστημικών κινδύνων στην Ελλάδα για το δ΄ τρίμηνο του 2024 κατέδειξε ότι οι κίνδυνοι αυτοί παραμένουν περιορισμένοι και ότι το περιβάλλον κινδύνου εμφανίζεται ουδέτερο. Λαμβάνοντας υπόψη το παραπάνω πλαίσιο και τη σκοπιμότητα σταδιακής δημιουργίας μακροπροληπτικού χώρου και συνεκτιμώντας το ευνοϊκό μακροοικονομικό περιβάλλον και τη βελτίωση των θεμελιωδών μεγεθών των τραπεζών, η Τράπεζα της Ελλάδος καθόρισε το ποσοστό αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας στο 0,25%, με εφαρμογή από την 1η Οκτωβρίου 2025.[9] Δεδομένου ότι η αξιολόγηση των κυκλικών συστημικών κινδύνων στην Ελλάδα για το α΄ τρίμηνο του 2025 κατέδειξε ότι αυτοί παραμένουν περιορισμένοι, δεν κρίθηκε αναγκαία η μεταβολή του ποσοστού αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας.

2 ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΛΟΙΠΩΝ ΣΥΣΤΗΜΙΚΑ ΣΗΜΑΝΤΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ (O-SII) ΚΑΙ ΚΑΘΟΡΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΑΠΟΘΕΜΑΤΟΣ ΑΣΦΑΛΕΙΑΣ O-SII

Η εφαρμογή του αποθέματος ασφαλείας των λοιπών συστημικά σημαντικών ιδρυμάτων (Other Systemically Important Institutions – O-SII)[10] αποσκοπεί στη μείωση του ηθικού κινδύνου (moral hazard) και στην ενίσχυση της ανθεκτικότητας των λοιπών συστημικά σημαντικών ιδρυμάτων. Ο ηθικός κίνδυνος συνίσταται στην προσδοκία του ιδρύματος ότι, λόγω της συστημικής του σημασίας, δεν θα αφεθεί να καταρρεύσει. Η επιβολή πρόσθετων κεφαλαιακών απαιτήσεων με τη μορφή αποθέματος ασφαλείας O-SII περιορίζει την υπερβολική ανάληψη κινδύνων από το συστημικά σημαντικό ίδρυμα, με σκοπό τη μείωση του ηθικού κινδύνου. Επιπροσθέτως, μειώνει τις συστημικές επιπτώσεις του ηθικού κινδύνου μέσω της ενίσχυσης των αποθεμάτων κεφαλαίου του συστημικά σημαντικού ιδρύματος για την απορρόφηση ενδεχόμενων ζημιών και, κατά συνέπεια, τον περιορισμό του κινδύνου μετάδοσης της διαταραχής στον υπόλοιπο τραπεζικό τομέα.

Η Τράπεζα της Ελλάδος, βάσει του ν. 4261/2014 (άρθρο 124), είναι αρμόδια για τον προσδιορισμό των O-SII μεταξύ των ιδρυμάτων που έχουν λάβει άδεια λειτουργίας στην Ελλάδα. Ο προσδιορισμός των λοιπών συστημικά σημαντικών ιδρυμάτων διενεργείται σε ετήσια βάση, προκειμένου να εξεταστεί αν είναι σκόπιμη η εφαρμογή σε αυτά αποθέματος ασφαλείας O-SII, το οποίο καλύπτεται από κεφάλαιο κοινών μετοχών της Κατηγορίας 1 (CET1).

Η Τράπεζα της Ελλάδος, για τον προσδιορισμό των O-SII, εφαρμόζει τη μεθοδολογία που περιλαμβάνεται στις σχετικές κατευθυντήριες γραμμές που εξέδωσε η Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών

9 Βλ. ΠΕΕ 235/2/07.10.2024.

10 Τα λοιπά συστημικά σημαντικά ιδρύματα αντιδιαστέλλονται προς εκείνα τα οποία χαρακτηρίζονται ως παγκοσμίως συστημικά σημαντικά ιδρύματα (Global Systemically Important Institutions – G-SII).

(ΕΑΤ-ΕΒΑ/GL/2014/10), όπως αυτές υιοθετήθηκαν με την Πράξη Εκτελεστικής Επιτροπής της Τράπεζας της Ελλάδος 56/18.12.2015. Σύμφωνα με τη μεθοδολογία αυτή, οι αρμόδιες αρχές υπολογίζουν βαθμολογία που υποδηλώνει τη συστημική σημασία κάθε ιδρύματος βάσει συγκεκριμένων κριτηρίων. Τα κριτήρια αυτά αφορούν το μέγεθος, τη σημασία για την οικονομία της Ελλάδος, τη διασυνοριακή δραστηριότητα και το βαθμό διασύνδεσης του ιδρύματος με το χρηματοπιστωτικό σύστημα (βλ. Πίνακα VIII.1). Στα τέσσερα αυτά κριτήρια αντιστοιχούν υποχρεωτικοί δείκτες, οι οποίοι θα πρέπει να χρησιμοποιούνται κατ' ελάχιστον από τις αρμόδιες αρχές κατά τον υπολογισμό της βαθμολογίας κάθε ιδρύματος. Η βαθμολογία κάθε ιδρύματος εκφράζεται σε μονάδες βάσης (μ.β.). Κάθε αρμόδια αρχή ορίζει ένα κατώφλι σε μ.β., το οποίο όσα ιδρύματα υπερβαίνουν θεωρούνται Ο-SII. Το κατώφλι αυτό δύναται να οριστεί από τις 275 μ.β. έως τις 425 μ.β. προκειμένου να ληφθούν υπόψη οι ιδιαιτερότητες του τραπεζικού τομέα κάθε κράτους-μέλους και να διασφαλιστεί ομοιογένεια στα Ο-SII που προσδιορίζονται με αυτό τον τρόπο βάσει της συστημικής τους σημασίας. Η ΕΑΤ προτείνει ως ενδεικτικό κατώφλι τις 350 μ.β. Επίσης, παρέχεται στις αρμόδιες αρχές η δυνατότητα να προσδιορίζουν ως Ο-SII και επιπλέον οντότητες βάσει πρόσθετων ποιοτικών ή/και ποσοτικών δεικτών συστημικού κινδύνου.

Πίνακας VIII.1 Υποχρεωτικοί δείκτες για τη βαθμολόγηση των λοιπών συστημικά σημαντικών ιδρυμάτων στην Ελλάδα

Κριτήριο	Δείκτες	Συντελεστής στάθμισης (%)
Μέγεθος	Σύνολο στοιχείων ενεργητικού	25
Σημασία	Αξία εγχώριων πράξεων πληρωμής	8,33
	Καταθέσεις ιδιωτικού τομέα από καταθέτες εντός ΕΕ	8,33
	Δάνεια ιδιωτικού τομέα σε δανειολήπτες εντός ΕΕ	8,33
Διασυνοριακή δραστηριότητα	Αξία εξωχρηματιστηριακών παραγώγων (ονομαστική)	8,33
	Διακρατικές υποχρεώσεις	8,33
	Διακρατικές απαιτήσεις	8,33
Διασύνδεση	Υποχρεώσεις εντός του χρηματοπιστωτικού συστήματος	8,33
	Στοιχεία ενεργητικού εντός του χρηματοπιστωτικού συστήματος	8,33
	Χρεωστικοί τίτλοι	8,33

Πηγή: ΕΑΤ, ΕΒΑ/GL/2014/10.

Η Τράπεζα της Ελλάδος, για τον υπολογισμό της βαθμολογίας των ιδρυμάτων που έχουν λάβει άδεια λειτουργίας στην Ελλάδα ως προς τη συστημική τους σημασία, χρησιμοποίησε αποκλειστικά τους υποχρεωτικούς δείκτες βαθμολόγησης (βλ. Πίνακα VIII.1) και επέλεξε ως κατώφλι τις 350 μ.β.

Με βάση τα παραπάνω, για το έτος 2024 προσδιορίστηκαν ως Ο-SII τα ιδρύματα: Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε., Πειραιώς Financial Holdings Α.Ε., Alpha Υπηρεσιών και Συμμετοχών Α.Ε. και Eurobank Ergasias Υπηρεσιών και Συμμετοχών Α.Ε.

Με την Πράξη Εκτελεστικής Επιτροπής 234/23.09.2024, η Τράπεζα της Ελλάδος αποφάσισε να καθορίσει το κεφαλαιακό απόθεμα ασφαλείας Ο-SII για το έτος 2025 για τα ιδρύματα που προσδιορίζονται ως Ο-SII ως εξής:

- σε ποσοστό 1,25% για το ίδρυμα Eurobank Ergasias Υπηρεσιών και Συμμετοχών Α.Ε. σε ενοποιημένη βάση και
- σε ποσοστό 1% για τα Ο-SII: Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε. σε ατομική και ενοποιημένη βάση, Πειραιώς Financial Holdings Α.Ε. σε ενοποιημένη βάση και Τράπεζα Πειραιώς Α.Ε. σε ατομική βάση, Τράπεζα Eurobank Α.Ε. σε ατομική βάση, Alpha Υπηρεσιών και Συμμετοχών Α.Ε. σε ενοποιημένη βάση και Άλφα Τράπεζα Α.Ε. σε ατομική βάση.

3 ΘΕΣΠΙΣΗ ΜΑΚΡΟΠΡΟΛΗΠΤΙΚΩΝ ΜΕΤΡΩΝ ΓΙΑ ΤΗ ΔΑΝΕΙΑΚΗ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗ ΠΟΥ ΕΦΑΡΜΟΖΟΝΤΑΙ ΣΕ ΕΠΙΠΕΔΟ ΔΑΝΕΙΟΛΗΠΤΗ

Τα μακροπροληπτικά μέτρα για τη δανειακή επιβάρυνση που εφαρμόζονται σε επίπεδο δανειολήπτη στοχεύουν στον περιορισμό της συσσώρευσης συστημικών κινδύνων που απορρέουν

από την αγορά ακινήτων και συνδέονται με τη χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα. Με την ενεργοποίηση των μέτρων αυτών αποσοβείται ο κίνδυνος υπέρμετρης χαλάρωσης των πιστοδοτικών κριτηρίων, με αποτέλεσμα την ενίσχυση της ανθεκτικότητας των δανειοληπτών και τη μείωση του πιστωτικού κινδύνου των πιστωτών.

Στην Ελλάδα, αρμόδια για τη θέσπιση μακροπροληπτικών μέτρων σχετικά με τη δανειακή επιβάρυνση που εφαρμόζονται σε επίπεδο δανειολήπτη είναι η Τράπεζα της Ελλάδος δυνάμει του άρθρου 133Α του ν. 4261/2014, όπως προστέθηκε με το άρθρο 54 του ν. 5036/2023 με ισχύ από τις 29 Μαρτίου 2023. Στο πλαίσιο της μακροπροληπτικής της αρμοδιότητας, η Τράπεζα της Ελλάδος καθορίζει το είδος των μακροπροληπτικών μέτρων για τη δανειακή επιβάρυνση που εφαρμόζονται σε επίπεδο δανειολήπτη, τους δείκτες ή τα χαρακτηριστικά των πιστώσεων ως προς τα οποία θα εφαρμόζονται τα όρια που θεσπίζει, καθώς και το ύψος των ορίων αυτών, το είδος των πιστώσεων ως προς τις οποίες εφαρμόζονται τα μακροπροληπτικά μέτρα, τους όρους και τις προϋποθέσεις εφαρμογής τους.

Με την Πράξη Εκτελεστικής Επιτροπής 227/1/08.03.2024 θεσπίστηκαν μέτρα για τη δανειακή επιβάρυνση που εφαρμόζονται σε επίπεδο δανειολήπτη για τα δάνεια και τις λοιπές πιστώσεις προς φυσικά πρόσωπα με εξασφάλιση οικιστικό ακίνητο στην Ελλάδα, τα οποία εφαρμόζονται από τον Ιανουάριο του 2025. Ειδικότερα, το ανώτατο επιτρεπόμενο όριο για το δείκτη δανείου προς αξία κατά την έγκριση (loan-to-value at origination – LTV-O) τέθηκε σε 90% για τους δανειολήπτες που είναι αγοραστές για πρώτη φορά[11] και σε 80% για τους λοιπούς δανειολήπτες. Επίσης, το ανώτατο επιτρεπόμενο όριο για το δείκτη εξυπηρέτησης δανείου προς εισόδημα κατά την έγκριση (debt service-to-income at origination – DSTI-O) τέθηκε σε 50% για τους δανειολήπτες που είναι αγοραστές για πρώτη φορά και σε 40% για τους λοιπούς δανειολήπτες. Κρίθηκε σκόπιμο να τεθούν λιγότερο αυστηρά όρια για τους αγοραστές για πρώτη φορά, ώστε να διευκολύνεται η πρόσβασή τους στη στεγαστική πίστη. Επιπροσθέτως, ποσοστό έως 10% επί του συνολικού αριθμού των δανείων και λοιπών πιστώσεων που εγκρίνονται και έχουν έστω εν μέρει εκταμιευθεί εντός του εκάστοτε ημερολογιακού τριμήνου σε επίπεδο ιδρύματος ή οντότητας δύναται να υπερβαίνει τα ανώτατα επιτρεπόμενα όρια LTV-O και DSTI-O. Η αξιολόγηση της υπέρβασης των ορίων θα γίνεται διακριτά για τους αγοραστές για πρώτη φορά και για τους λοιπούς δανειολήπτες. Διευκρινίζεται ότι τα προαναφερθέντα όρια δεν εφαρμόζονται σε μη εξυπηρετούμενα ανοίγματα, σε δάνεια που τελούν υπό καθεστώς ρύθμισης, σε μεταβιβαζόμενα χαρτοφυλάκια από εταιρίες απόκτησης απαιτήσεων από δάνεια και πιστώσεις, καθώς και σε δάνεια που εντάσσονται σε προγράμματα εθνικής στεγαστικής πολιτικής ή αφορούν τη μετάβαση στην πράσινη οικονομία.

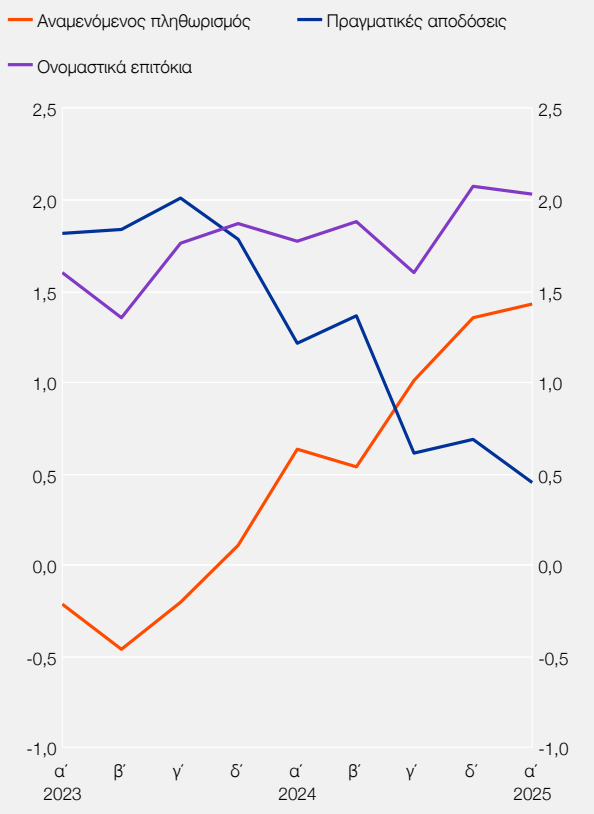
11 Αγοραστής για πρώτη φορά είναι ο δανειολήπτης ο οποίος κατά την έγκριση του δανείου δεν έχει υφιστάμενο δάνειο που αφορά οικιστικό ακίνητο.

IX ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες διεθνώς βελτιώθηκαν το 2024, καθώς οι επενδυτές ενσωμάτωναν στις αποτιμήσεις μετοχών και ομολόγων προσδοκίες για μειώσεις επιτοκίων από τις μεγάλες κεντρικές τράπεζες. Στη ζώνη του ευρώ, οι αποδόσεις των βραχυπρόθεσμων ομολόγων μειώθηκαν, όπως και οι δείκτες προσδοκιών των επενδυτών για τον πληθωρισμό. Συγκεκριμένα, ο αναμενόμενος, από τις αγορές ομολόγων, πληθωρισμός για την ευρωζώνη έχει διαμορφωθεί πλέον σε επίπεδα χαμηλότερα του 2%, παραμένοντας σε αυτά τα επίπεδα και το α΄ τρίμηνο του 2025. Ως εκ τούτου, οι επενδυτές διαμόρφωσαν προσδοκίες για σημαντική περαιτέρω μείωση των επιτοκίων από την ΕΚΤ εντός του 2025. Από την άλλη πλευρά, οι προσδοκίες των επενδυτών για τον πληθωρισμό στις ΗΠΑ έχουν αυξηθεί σημαντικά από το τέλος του γ΄ τριμήνου του 2024, εξέλιξη στην οποία έχουν συμβάλει οι ανακοινώσεις για πληθωρισμό υψηλότερο του αναμενομένου, αλλά και οι πρόσφατες ανακοινώσεις για την επιβολή δασμών στους εμπορικούς εταίρους των ΗΠΑ. Σε αυτό το περιβάλλον, οι αποδόσεις των ομοσπονδιακών ομολόγων των ΗΠΑ από το τέλος του γ΄ τριμήνου του 2024 κατέγραψαν αύξηση, η οποία ήταν σημαντικά μεγαλύτερη από την προς τα άνω αναθεώρηση των προσδοκιών των επενδυτών για τα βασικά επιτόκια.

Διάγραμμα IX.1 Διαφορές στις παραμέτρους των αναμενόμενων επιτοκίων μεταξύ ΗΠΑ και ευρωζώνης

(αποδόσεις σε ποσοστά %, τριμηνιαία στοιχεία)



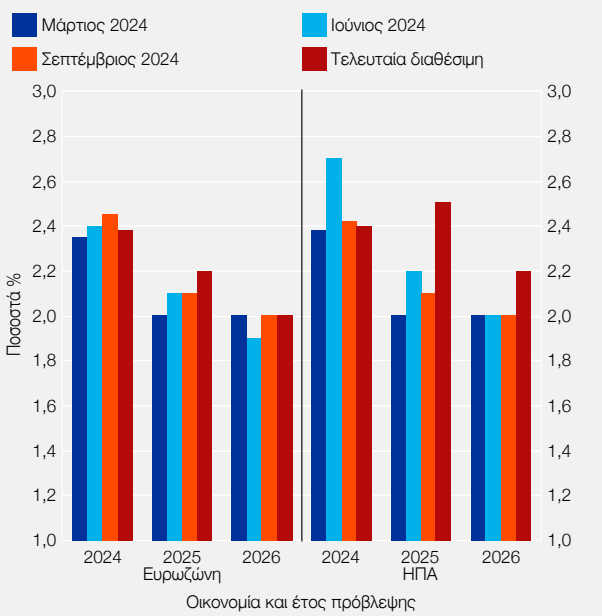
Πηγές: LSEG και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.
Σημειώσεις: Το διάγραμμα απεικονίζει τις διαφορές των αναμενόμενων από τους επενδυτές πραγματικών αποδόσεων (μπλε γραμμή), ρυθμών πληθωρισμού (πορτοκαλί γραμμή) και ονομαστικών επιτοκίων (μωβ γραμμή) στις ΗΠΑ και την ευρωζώνη για χρονικό ορίζοντα 2 ετών. Για τις πραγματικές αποδόσεις υπολογίζεται η διαφορά αποδόσεων των ομολόγων αναφοράς 2 ετών που είναι ουδέτερα ως προς τον πληθωρισμό μεταξύ των ΗΠΑ και της ευρωζώνης. Για τα ονομαστικά επιτόκια λαμβάνεται η αντίστοιχη διαφορά μεταξύ των 2ετών ομολόγων αναφοράς στις ΗΠΑ και τη ζώνη του ευρώ. Τέλος, για τους αναμενόμενους ρυθμούς πληθωρισμού λαμβάνεται η διαφορά μεταξύ ΗΠΑ και ευρωζώνης των αποδόσεων εξισορρόπησης του πληθωρισμού σε χρονικό ορίζοντα 2 ετών. Έχουν υπολογιστεί οι διάμεσες τιμές για κάθε τρίμηνο από στοιχεία σε ημερήσια συχνότητα.

Συνολικά, παρατηρείται απόκλιση στις προσδοκίες για την εξέλιξη των ρυθμών πληθωρισμού και των βασικών επιτοκίων μεταξύ της ζώνης του ευρώ και των ΗΠΑ (βλ. Διάγραμμα IX.1). Όμως, η αύξηση των αποδόσεων των ομοσπονδιακών ομολόγων των ΗΠΑ το δ΄ τρίμηνο του 2024 μεταδόθηκε και στις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ, οι οποίες αυξήθηκαν περαιτέρω στο τέλος Φεβρουαρίου του τρέχοντος έτους εν όψει της αύξησης των αμυντικών δαπανών στην ΕΕ. Οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών, τραπεζικών και εταιρικών ομολόγων εντός του 2024 ακολούθησαν πτωτική πορεία για το μεγαλύτερο διάστημα του έτους. Από το δ΄ τρίμηνο του 2024, οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων αυξήθηκαν, αν και η αύξηση αυτή είναι μικρότερη εκείνης των αποδόσεων άλλων κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ. Στη συγκράτηση των ανοδικών πιέσεων στα ελληνικά κρατικά, εταιρικά και τραπεζικά ομόλογα συμβάλλουν οι θετικές εξελίξεις στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις του Ελληνικού Δημοσίου, κυρίως ως αποτέλεσμα των ισχυρών επιδόσεων των δημόσιων οικονομικών και της οικονομικής δραστηριότητας (βλ. Πλαίσιο IX.1). Έτσι, γίνεται σαφές ότι οι θετικές εγχώριες εξελίξεις λειτουργούν ως ανάχωμα στην αυξανόμενη αβεβαιότητα που επικρατεί στο διεθνές χρηματοπιστωτικό περιβάλλον.

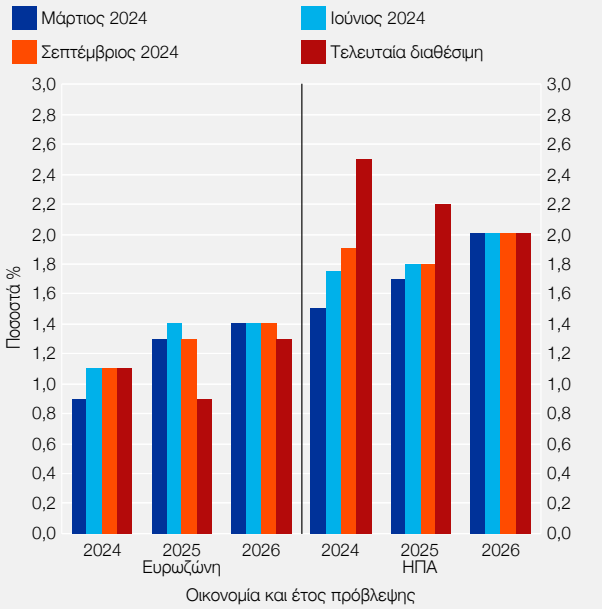
1 ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ[1]

Διάγραμμα IX.2 Προσδοκίες για τον πληθωρισμό και τον ρυθμό ανάπτυξης

(αναμενόμενος πληθωρισμός)



(αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης)



Πηγές: ΕΚΤ, Federal Reserve Bank of New York και LSEG.
Σημείωση: Το άνω γράφημα απεικονίζει τις προσδοκίες για τον πληθωρισμό στην ευρωζώνη (HICP) και στις ΗΠΑ (PCE) σε τέσσερις ημερομηνίες για το 2024, το 2025 και το 2026. Το κάτω γράφημα απεικονίζει τις προσδοκίες για το ρυθμό ανάπτυξης στην ευρωζώνη και στις ΗΠΑ σε τέσσερις ημερομηνίες για το 2024, το 2025 και το 2026. Πηγή των στοιχείων για τον πληθωρισμό το έτος 2024 είναι οι έρευνες γνώμης της ΕΚΤ (ECB Survey of Monetary Analysts) και της Ομοσπονδιακής Τράπεζας της Νέας Υόρκης (FED Survey of Market Participants) σε αναλυτές του χρηματοπιστωτικού τομέα (διάμεσος των απαντήσεων). Για τα έτη 2025 και 2026 χρησιμοποιήθηκαν στοιχεία από έρευνες γνώμης της Reuters σε αναλυτές του χρηματοπιστωτικού τομέα (Reuters Polls). Πηγή των στοιχείων για το ρυθμό ανάπτυξης είναι οι έρευνες γνώμης της Reuters.

Οι δείκτες προσδοκιών των επενδυτών για τον πληθωρισμό και τα επιτόκια στην ευρωζώνη υποχώρησαν σημαντικά το 2024, συμβάλλοντας στη μείωση των αποδόσεων των βραχυπρόθεσμων κυρίως ομολόγων και στην αύξηση των τιμών των μετοχών. Έτσι, οι προσδοκίες των επενδυτών για τον πληθωρισμό στην ευρωζώνη σε μεσοπρόθεσμο διάστημα έχουν συγκλίνει με το στόχο της ΕΚΤ για πληθωρισμό 2% μεσοπρόθεσμα. Για το 2025 οι επενδυτές αναμένουν μέσο ετήσιο πληθωρισμό πλησίον του στόχου (βλ. Διάγραμμα IX.2, άνω γράφημα). Από την άλλη πλευρά, οι αναμενόμενοι ρυθμοί πληθωρισμού για τις ΗΠΑ απέχουν σημαντικά από το στόχο του 2%, ενώ οι πρόσφατες ανακοινώσεις δασμών από τις ΗΠΑ επέδρασαν αυξητικά στους δείκτες για τον αναμενόμενο πληθωρισμό στις ΗΠΑ.

Σε αυτό το περιβάλλον, οι προσδοκίες των επενδυτών για την εξέλιξη των βασικών επιτοκίων στις ΗΠΑ και στην ευρωζώνη ακολούθησαν αποκλίνουσες πορείες από το τέλος Σεπτεμβρίου του 2024 και ύστερα. Συγκεκριμένα, ναι μεν ξεκίνησαν οι μειώσεις επιτοκίων από την ΕΚΤ και από τη Fed, τον Ιούνιο και το Σεπτέμβριο του 2024 αντίστοιχα, αλλά οι προσδοκίες των επενδυτών για τα επιτόκια στις ΗΠΑ αναθεωρήθηκαν προς υψηλότερο επίπεδο από τα μέσα Σεπτεμβρίου, σε αντίθεση με τις προσδοκίες για τα επιτόκια στην ευρωζώνη. Σε συνάφεια με αυτή την αναθεώρηση, το ίδιο διάστημα έχουν αυξηθεί σημαντικά οι αποδόσεις των ομοσπονδιακών ομολόγων των ΗΠΑ, εξέλιξη η οποία επέδρασε αυξητικά στις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ.

Συνολικά, οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες διεθνώς έχουν γίνει ευνοϊκότερες σε σύγκριση με 12 μήνες πριν. Όμως, καθώς οι αποτιμήσεις των μετοχών εταιριών συγκεκριμένων κλάδων φαίνεται να υπερβαίνουν τα επίπεδα που εξηγούνται από τα θεμελιώδη μεγέθη τους, οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες είναι ευάλωτες σε αναθεωρήσεις που σχετίζονται με τις παραδοχές που ενσωματώνονται στις αποτιμήσεις, όπως το επίπεδο των επιτοκίων ή η ανάπτυξη της οικονομίας. Έτσι, καθώς το τρέχον περιβάλλον αυξημένης διεθνούς γεωπολιτικής και οικονομικής αβεβαιότητας οδηγεί σε αναθεωρήσεις

1 Το κείμενο βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία που ήταν διαθέσιμα μέχρι τις 26.3.2025.

των προσδοκιών των επενδυτών για τις εξελίξεις των βασικών επιτοκίων, το γεγονός αυτό επιδρά δυσμενώς στις αγορές μετοχών και αυξάνει τη μεταβλητότητα των μετοχών και των ομολόγων. Οι δε προοπτικές για τα επιτόκια και την οικονομική δραστηριότητα επιδρούν σημαντικά στις ροές προς τα επενδυτικά κεφάλαια (investment funds) που επενδύουν σε ομόλογα και μετοχές διεθνώς (βλ. Πλαίσιο IX.2).

Όσον αφορά την Ελλάδα, οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων έχουν ακολουθήσει σε μεγάλο βαθμό τις εξελίξεις των αποδόσεων των υπόλοιπων κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ. Έτσι, ενώ κατά τη διάρκεια του 2024 έως το τέλος του γ΄ τριμήνου οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων μειώνονταν, έκτοτε παρατηρείται αύξησή τους, όπως και των αποδόσεων άλλων κρατικών ομολόγων στη ζώνη του ευρώ. Βέβαια, οι αναβαθμίσεις των κρατικών πιστοληπτικών αξιολογήσεων, αλλά και οι θετικές προοπτικές που τους αποδίδονται, οδηγούν σε σημαντικά αυξημένη συμμετοχή των επενδυτών στις νέες εκδόσεις ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου, με αποτέλεσμα το μετριασμό των ανοδικών πιέσεων που ασκούν στις αποδόσεις οι διεθνείς εξελίξεις.

Τέλος, κατά τη διάρκεια του 2024 και τους πρώτους μήνες τους 2025 αναβαθμίστηκαν οι πιστοληπτικές αξιολογήσεις των ελληνικών σημαντικών τραπεζών. Το γεγονός αυτό επιδρά μειωτικά στο κόστος δανεισμού τους από τις διεθνείς αγορές και συμβάλλει θετικά στα καθαρά έσοδα από τόκους (αναλυτικότερα βλ. Πλαίσιο IX.3).

2 ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΑΓΟΡΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Το 2024 οι προσδοκίες των επενδυτών για τον πληθωρισμό στην ευρωζώνη σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα μειώθηκαν περαιτέρω, με συνέπεια να αναμένεται ότι ο μέσος πληθωρισμός στα επόμενα 5 έτη θα διαμορφωθεί πλησίον αλλά κάτω του στόχου του Ευρωσυστήματος για πληθωρισμό 2% μεσοπρόθεσμα. Έτσι, όπως φαίνεται στο Διάγραμμα IX.3, αριστερό γράφημα (πορτοκαλί περιοχή), οι δείκτες των αγορών που αντανακλούν τις προσδοκίες των επενδυτών για τον πληθωρισμό στην ευρωζώνη σε μεσοπρόθεσμο διάστημα έχουν διαμορφωθεί, από το α΄ τρίμηνο του 2024, σε επίπεδα κάτω από το στόχο του 2%. Βέβαια, η πτωτική τάση ανακόπηκε στα μέσα Φεβρουαρίου του τρέχοντος έτους, λόγω της αβεβαιότητας που προέκυψε στις αγορές διεθνώς από την ανακοίνωση επιβολής δασμών από τις ΗΠΑ σε εμπορικούς εταίρους τους και στις εισαγωγές χάλυβα και αλουμινίου.[2] Τέλος, σε πιο μακροπρόθεσμο ορίζοντα, οι προσδοκίες των αγορών για τον πληθωρισμό στην ευρωζώνη είναι συνδεδεμένες με το στόχο για πληθωρισμό 2%.[3]

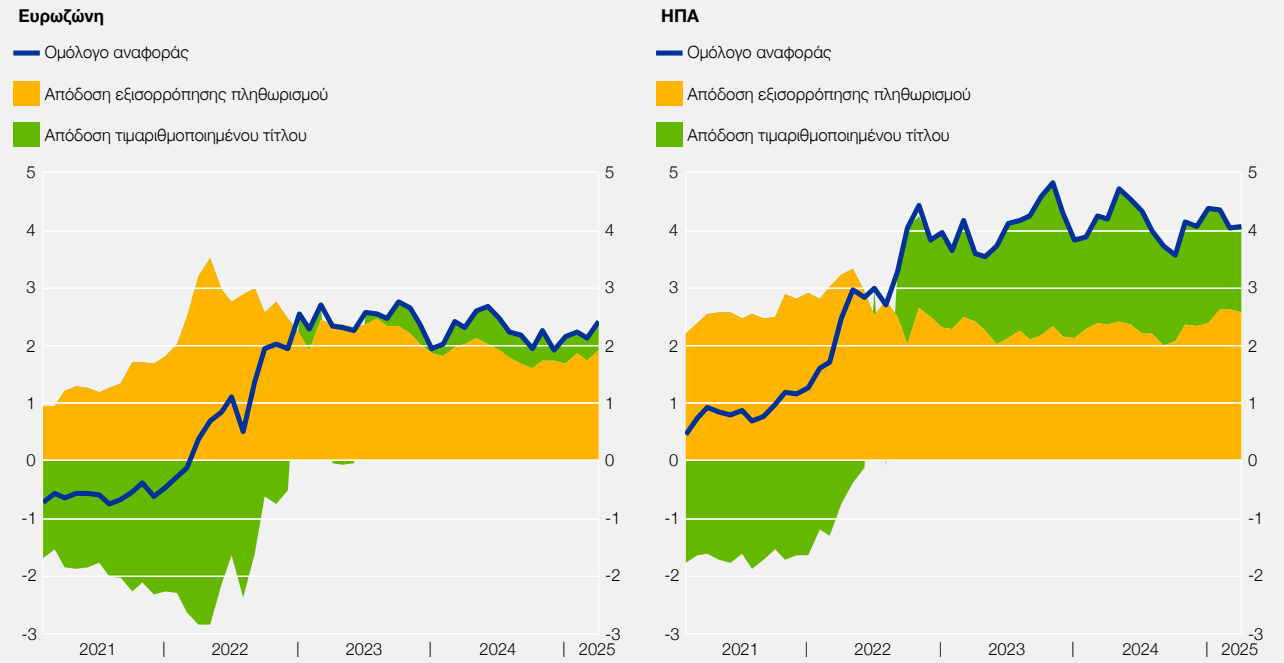
Από την άλλη πλευρά, καθώς η οικονομία των ΗΠΑ φάνηκε να είναι πιο ανθεκτική και ο πληθωρισμός πιο επίμονος από ό,τι ανέμεναν αρχικά οι επενδυτές, οι δείκτες των αγορών για τον αναμενόμενο πληθωρισμό στις ΗΠΑ σε μεσοπρόθεσμο διάστημα αυξήθηκαν το τελευταίο τρίμηνο του 2024. Τους πρώτους μήνες του 2025 οι δείκτες προσδοκιών παρουσίασαν έντονη μεταβλητότητα, καθώς η αρχική άνοδος, μετά την ανακοίνωση επιβολής δασμών από τις ΗΠΑ, αντιστράφηκε στη συνέχεια διότι αναβαλλόταν η εφαρμογή του μέτρου. Συνολικά, οι αγορές ομολόγων προεξοφλούν ότι ο πληθωρισμός στις ΗΠΑ θα αποκλίνει σημαντικά από το στόχο

2 Στις 26.3.2025 ο αναμενόμενος, από τις αγορές ομολόγων, πληθωρισμός στην ευρωζώνη για χρονικό ορίζοντα 5ετίας (5-year breakeven inflation rate) ήταν 1,92%, καταγράφοντας μείωση κατά 0,72 ποσ. μον. σε σχέση με το επίπεδό του προτού η ΕΚΤ ξεκινήσει να αυξάνει τα επιτόκιά της τον Ιούλιο του 2022. Το 2024 ο μέσος αναμενόμενος πληθωρισμός για ορίζοντα 5ετίας στην ευρωζώνη μειώθηκε κατά 18 μ.β. Τους πρώτους μήνες του 2025 ο αναμενόμενος ρυθμός πληθωρισμού στην ευρωζώνη για χρονικό ορίζοντα 5ετίας αυξήθηκε κατά 24 μ.β. από τις αρχές του έτους.

3 Στις 26.3.2025 στην ευρωζώνη ο αναμενόμενος πληθωρισμός από τις αγορές ομολόγων για το χρονικό ορίζοντα των 10 ετών από σήμερα (10-year breakeven inflation rate) ήταν 2,08% (έναντι αντίστοιχου επιπέδου τον Ιούλιο του 2022), ενώ ο αναμενόμενος μέσος πληθωρισμός για χρονικό ορίζοντα 5ετίας αφότου παρέλθουν 5 έτη από σήμερα (5-year, 5-year forward inflation-linked swap rate) ήταν 2,14%.

Διάγραμμα IX.3 Χρηματοπιστωτικοί δείκτες για τον αναμενόμενο πληθωρισμό και τα πραγματικά επιτόκια

(ποσοστά %)



Πηγή: LSEG.
Σημειώσεις: Το διάγραμμα απεικονίζει τις αποδόσεις των 5ετών κρατικών ομολόγων αναφοράς (μπλε γραμμή), τις αποδόσεις των τίτλων αντίστοιχης διάρκειας που είναι ουδέτερες ως προς τον πληθωρισμό (πράσινη περιοχή) και τις αποδόσεις εξισορρόπησης του πληθωρισμού (διαφορά μεταξύ ονομαστικών και τιμαριθμοποιημένων αποδόσεων, πορτοκαλί περιοχή) για ομόλογα διάρκειας 5 ετών. Για την ευρωζώνη έχουν ληφθεί υπόψη τα γερμανικά ομόλογα. Τα στοιχεία είναι σε μηνιαία συχνότητα για την περίοδο Ιανουαρίου 2021-Μαρτίου 2025.

της Fed για πληθωρισμό 2% κατά μέσο όρο για το διάστημα των επόμενων 5 ετών.[4] Η θετική απόκλιση του αναμενόμενου από τις αγορές ομολόγων πληθωρισμού στις ΗΠΑ από το στόχο του 2% παραμένει και για μεγαλύτερο χρονικό ορίζοντα.[5]

Υπό αυτές τις συνθήκες, παρατηρείται σημαντική διαφοροποίηση στις προσδοκίες των επενδυτών για τους ρυθμούς πληθωρισμού στις ΗΠΑ και στη ζώνη του ευρώ. Η εξέλιξη αυτή είναι σημαντική, γιατί συμβάλλει στην απόκλιση των προοπτικών για τη νομισματική πολιτική στη ζώνη του ευρώ και στις ΗΠΑ.

Επιπροσθέτως, κατά τη διάρκεια του 2024 οι προσδοκίες των επενδυτών για τους ρυθμούς ανάπτυξης στις ΗΠΑ και στην ευρωζώνη είχαν σημαντική διαφορά, υποδεικνύοντας ότι οι επενδυτές αναμένουν ισχυρότερους μέσους ρυθμούς ανάπτυξης στις ΗΠΑ από ό,τι στην ευρωζώνη.[6] Βέβαια, τους πρώτους μήνες του 2025 οι πραγματικές αποδόσεις των ομοσπονδιακών ομολόγων των ΗΠΑ μειώθηκαν σημαντικά, καθώς ανακοινώθηκαν απογοητευτικά στοιχεία σε σχέση με την οικονομική δραστηριότητα και την αγορά εργασίας, ενώ αρνητικά επέδρασε και η αβεβαιότητα

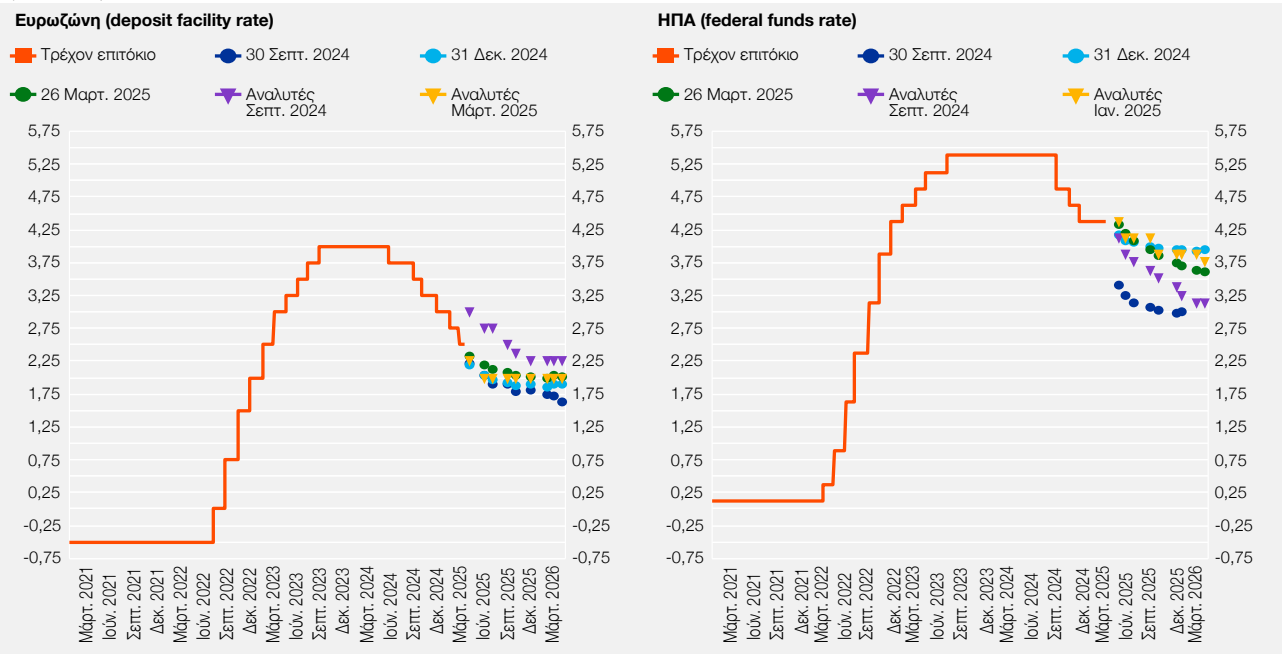
4 Στις 26.3.2025 ο αναμενόμενος, από τις αγορές ομολόγων, πληθωρισμός στις ΗΠΑ για χρονικό ορίζοντα 5ετίας (5-year breakeven inflation rate) ήταν 2,59%, καταγράφοντας μείωση κατά 0,68 ποσ. μον. σε σχέση με το επίπεδό του προτού η Fed ξεκινήσει τις αυξήσεις επιτοκίων το Μάρτιο του 2022. Το 2024 ο μέσος αναμενόμενος πληθωρισμός στις ΗΠΑ για ορίζοντα 5ετίας αυξήθηκε κατά 28 μ.β. και τους πρώτους μήνες του 2025 αυξήθηκε περαιτέρω κατά 19 μ.β.

5 Στις 26.3.2025 στις ΗΠΑ ο αναμενόμενος πληθωρισμός από τις αγορές ομολόγων για το χρονικό ορίζοντα των 10 ετών από σήμερα (10-year breakeven inflation rate) ήταν 2,35% (έναντι 2,86% το Μάρτιο του 2022), ενώ ο αναμενόμενος μέσος πληθωρισμός για χρονικό ορίζοντα 5ετίας αφότου παρέλθουν 5 έτη από σήμερα (5-year, 5-year forward inflation-linked swap rate) ήταν 2,43%.

6 Με βάση τη διεθνή βιβλιογραφία, οι καμπύλες των πραγματικών αποδόσεων αντανακλούν κυρίως προσδοκίες σχετικές με τους ρυθμούς ανάπτυξης της υποκείμενης οικονομίας (βλ. π.χ. Bauer M.D. and G.D. Rudebusch (2020), “Interest rates under falling stars”, *American Economic Review*, 110(5), 1316-1354).

Διάγραμμα IX.4 Προσδοκίες για τα βασικά επιτόκια στην ευρωζώνη και στις ΗΠΑ

(ποσοστά %)



Πηγές: ΕΚΤ, Federal Reserve Bank of New York και LSEG.
Σημείωση: Τα γραφήματα απεικονίζουν τις προσδοκίες για τα βασικά επιτόκια στην ευρωζώνη και στις ΗΠΑ, οι οποίες προέρχονται από χρηματοπιστωτικούς δείκτες και έρευνες γνώμης των αναλυτών. Τα αναμενόμενα επιτόκια των αγορών συνάγονται για την ευρωζώνη από τις συμφωνίες ανταλλαγής επιτοκίων (overnight index swap rates) που βασίζονται στο βραχυπρόθεσμο επιτόκιο του ευρώ (€STR) και για τις ΗΠΑ από τα προθεσμιακά συμβόλαια (CME's futures contracts). Αντίστοιχα, οι προσδοκίες των αναλυτών για τα βασικά επιτόκια των δύο κεντρικών τραπεζών συλλέγονται από τις έρευνες γνώμης που διεξάγουν η ΕΚΤ (ECB Survey of Monetary Analysts) και η Ομοσπονδιακή Τράπεζα της Νέας Υόρκης (FED Survey of Market Expectations).

για τις οικονομικές επιδράσεις των δασμών.[7] Αντίθετα, οι πραγματικές αποδόσεις των ομολόγων αναφοράς της ευρωζώνης αυξήθηκαν, περιορίζοντας έτσι την απόκλισή τους από εκείνες των ΗΠΑ, ενώ η αύξηση ήταν έντονη στις αρχές Μαρτίου, όταν ανακοινώθηκε η πρόθεση μεταβολής των δημοσιονομικών κανόνων στις χώρες της ΕΕ, ώστε να αυξηθούν οι αμυντικές δαπάνες.

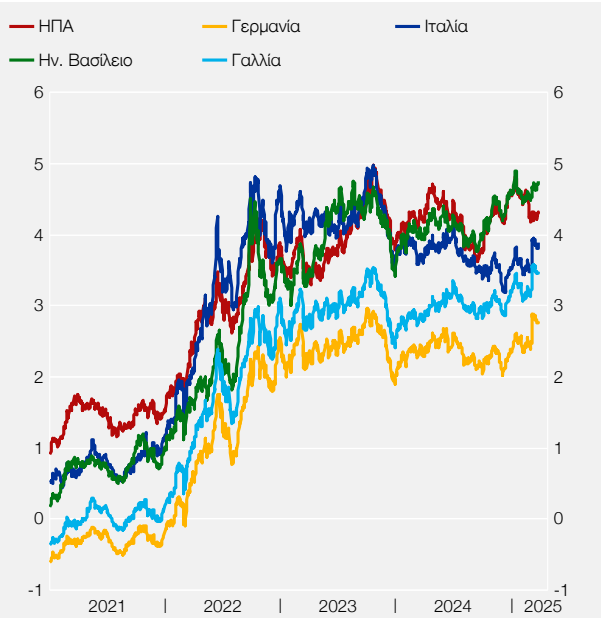
Συνεπώς, φαίνεται ότι τόσο ο αναμενόμενος πληθωρισμός όσο και οι αναμενόμενοι ρυθμοί ανάπτυξης οδηγούν σε διαφοροποίηση των προσδοκιών των επενδυτών για την εξέλιξη των βασικών επιτοκίων στην ευρωζώνη και τις ΗΠΑ. Έτσι, για την ευρωζώνη, επιπλέον των μειώσεων κατά συνολικά 50 μ.β. που έλαβαν χώρα τον Ιανουάριο και το Μάρτιο, οι επενδυτές αναμένουν στις 26.3.2025 περαιτέρω μειώσεις επιτοκίων από την ΕΚΤ κατά 50 μ.β. στη διάρκεια του 2025 (βλ. Διάγραμμα IX.4, αριστερό γράφημα). Από την άλλη πλευρά, για τις ΗΠΑ, στο τέλος του 2024 οι προσδοκίες για το βασικό επιτόκιο είχαν ήδη αναθεωρηθεί προς τα άνω, δηλαδή προς υψηλότερο επίπεδο επιτοκίου, σε σύγκριση με το τέλος του γ΄ τριμήνου. Επί του παρόντος, οι επενδυτές αναμένουν επιπλέον μειώσεις επιτοκίων από 50 έως 75 μ.β. από τη Fed κατά τη διάρκεια του 2025, γεγονός που υποδηλώνει σημαντική αναθεώρηση των προσδοκιών των επενδυτών, καθώς το Σεπτέμβριο του 2024 αναμένονταν μειώσεις επιτοκίων από τη Fed κατά 125 μ.β. εντός του 2025.

Η αναθεώρηση των προσδοκιών των επενδυτών για την εξέλιξη των επιτοκίων στις ΗΠΑ, σε συνδυασμό με την αναθεώρηση προς τα άνω του αναμενόμενου πληθωρισμού, έχει αυξήσει σημαντικά την αβεβαιότητα των επενδυτών για την εξέλιξη της νομισματικής πολιτικής. Ενδεικτικά, από τη συνολική αύξηση κατά περίπου 110 μ.β. που κατέγραψε η απόδοση του 10ετούς αμερικανικού ομοσπονδιακού ομολόγου το 2024, οι 80 μ.β. προήλθαν από τη συνιστώσα που

7 Οι αποδόσεις των ομοσπονδιακών ομολόγων των ΗΠΑ 5ετούς διάρκειας που είναι ουδέτερες ως προς τον πληθωρισμό βρίσκονταν στις 31.12.2024 στο 1,99% και στις 26.3.2025 στο 1,47%, ενώ για την ευρωζώνη στις 31.12.2024 ήταν 0,46% και στις 26.3.2025 ήταν 0,5%.

Διάγραμμα IX.5 Αποδόσεις 10ετών κρατικών ομολόγων (Ιανουάριος 2021 - Μάρτιος 2025)

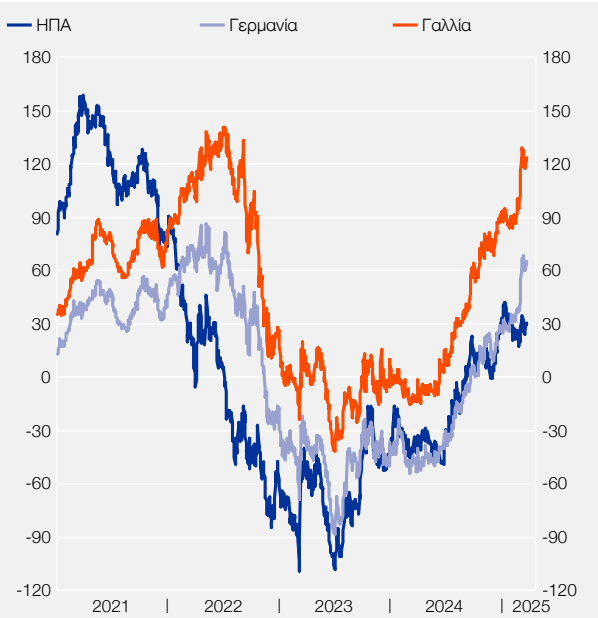
(ημερήσιες αποδόσεις σε ποσοστά %)



Πηγή: LSEG.

Διάγραμμα IX.6 Διαφορές αποδόσεων 10ετών και 2ετών ομολόγων αναφοράς (Ιανουάριος 2021 - Μάρτιος 2025)

(ημερήσια στοιχεία, μονάδες βάσης)



Πηγή: LSEG.

συνδέεται με την αβεβαιότητα για την εξέλιξη των επιτοκίων (term premium).[8] Καθώς τα ομοσπονδιακά ομόλογα των ΗΠΑ θεωρούνται ομόλογα αναφοράς στις αγορές διεθνώς, η άνοδος των αποδόσεών τους συνέβαλε στην αύξηση των αποδόσεων άλλων ομολόγων διεθνώς (βλ. Διάγραμμα IX.5).

Ειδικά για τα κρατικά ομόλογα της ζώνης του ευρώ, η μετάδοση της ανόδου των αποδόσεων των αμερικανικών ομοσπονδιακών ομολόγων έχει υπερκεράσει τη μειωτική επίδραση που ασκούν οι μειώσεις των επιτοκίων από την ΕΚΤ. Έτσι, οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ αυξήθηκαν από το δ΄ τρίμηνο του 2024 και ύστερα. Η αύξηση αυτή είναι μεγαλύτερη στην περίπτωση των μακροπρόθεσμων ομολόγων, καθώς οι προοπτικές των μειώσεων των βασικών επιτοκίων επιδρούν πιο ισχυρά στις αποδόσεις των πιο βραχυπρόθεσμων τίτλων. Κατά συνέπεια, οι κλίσεις των καμπυλών αποδόσεων έχουν γίνει πλέον θετικές (βλ. Διάγραμμα IX.6).[9] Ταυτόχρονα όμως, στην άνοδο των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων στη ζώνη του ευρώ συμβάλλουν και οι εξελίξεις σε συγκεκριμένες οικονομίες της ζώνης. Ενδεικτικά, παρατηρήθηκε κατά καιρούς αύξηση της μεταβλητότητας στις ευρωπαϊκές αγορές ομολόγων, λόγω πολιτικών εξελίξεων σε μεγάλες οικονομίες της ζώνης του ευρώ.[10]

Οι τιμές των μετοχών αυξήθηκαν σημαντικά το 2024, με την αγορά μετοχών των ΗΠΑ να παρουσιάζει ισχυρές θετικές αποδόσεις, κυρίως λόγω της αύξησης των τιμών των μετοχών του

8 Η εν λόγω συνιστώσα για τα 10ετή ομοσπονδιακά ομόλογα των ΗΠΑ έφθασε στις 81 μ.β. στις 13.1.2025, έναντι μόλις 4 μ.β. στις 16.9.2024. Η αύξηση μετριάστηκε στη συνέχεια και στις 21.3.2025 ο δείκτης αυτός βρισκόταν στις 51 μ.β. Πηγή: Federal Reserve Bank of Saint Louis.

9 Διαφορά αποδόσεων μεταξύ 10ετών και 2ετών αμερικανικών ομοσπονδιακών ομολόγων: +33 μ.β. στις 26.3.2025. Η αντίστοιχη διαφορά για τα γερμανικά ομόλογα ήταν +67 μ.β. στις 26.3.2025.

10 Για παράδειγμα, οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων της Γαλλίας αυξήθηκαν σημαντικά την περίοδο καταψήφισης στη γαλλική Εθνοσυνέλευση (Assemblée Nationale) του σχεδίου για μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος, που προβλεπόταν στον Προϋπολογισμό της κυβέρνησης Barnier για το έτος 2025.

τεχνολογικού κλάδου.[11] Βέβαια, η αύξηση αυτή πραγματοποιήθηκε σε περιβάλλον χαμηλής, με βάση τα ιστορικά δεδομένα, μεταβλητότητας. Τους πρώτους μήνες του 2025 οι τιμές των μετοχών της ζώνης του ευρώ συνεχίζουν να αυξάνονται. Από την άλλη πλευρά, στις ΗΠΑ, μετά την ανακοίνωση του σχεδίου για επιβολή δασμών σε εμπορικούς εταίρους από τη νέα κυβέρνηση παρατηρείται σημαντική αύξηση των δεικτών τεκμαρτής μεταβλητότητας, αντιστρέφοντας από τα μέσα Φεβρουαρίου την προγενέστερη αύξηση των τιμών των μετοχών που είχε παρατηρηθεί στις αρχές του έτους. Κατά συνέπεια, φαίνεται ότι στο τρέχον περιβάλλον υψηλών αποτιμήσεων, σε σύγκριση με τα θεμελιώδη μεγέθη ορισμένων εισηγμένων εταιριών διεθνώς, το επενδυτικό κλίμα έχει επηρεαστεί αρνητικά από την αβεβαιότητα για την οικονομική πολιτική των ΗΠΑ και τις ενδεχόμενες επιδράσεις της στον πληθωρισμό και στην οικονομική δραστηριότητα.

Συνοπτικά, διαφαίνεται ένα περιβάλλον όπου οι μακροοικονομικές παραδοχές που ενσωματώνονται στις αποτιμήσεις μετοχών και ομολόγων ενέχουν σημαντική αβεβαιότητα. Συγκεκριμένα, από τη μία πλευρά οι αναμενόμενοι ρυθμοί ανάπτυξης για τη ζώνη του ευρώ και τις ΗΠΑ είναι ευάλωτοι στις αλλαγές της οικονομικής πολιτικής στις ΗΠΑ, ενώ από την άλλη πλευρά οι προσδοκίες των επενδυτών για τον πληθωρισμό, ειδικά στις ΗΠΑ, έχουν επηρεαστεί ανοδικά από τις ανακοινώσεις για την επιβολή δασμών. Σε αυτό το περιβάλλον, καθώς οι επενδυτές αναθεώρησαν προς τα άνω τις προσδοκίες τους για τα βασικά επιτόκια στις ΗΠΑ σε σύγκριση με το τέλος του γ΄ τριμήνου του 2024, οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων, και άρα το κόστος δανεισμού, τόσο στις ΗΠΑ όσο και στη ζώνη του ευρώ έχουν αυξηθεί σημαντικά. Συνολικά, ναι μεν οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες βελτιώθηκαν το 2024, τόσο διεθνώς όσο και στην ευρωζώνη ειδικότερα, αλλά είναι ιδιαίτερα ευάλωτες σε ενδεχόμενες εξελίξεις που θα επηρεάσουν δυσμενώς τις προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας ή του πληθωρισμού διεθνώς.

3 ΟΜΟΛΟΓΑ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ

Η αναβάθμιση της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος στην επενδυτική κατηγορία συνέβαλε στη σημαντικά μεγαλύτερη μείωση που παρουσίασαν οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων σε σύγκριση με εκείνες των υπόλοιπων κρατικών ομολόγων της ευρωζώνης το 2024 έως και το γ΄ τρίμηνο. Στη συνέχεια, οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων ακολούθησαν σε μεγάλο βαθμό την άνοδο στις αποδόσεις των υπόλοιπων κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ, για τους λόγους που αναφέρθηκαν παραπάνω. Βέβαια, η άνοδος των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων έκτοτε είναι σημαντικά μικρότερη εκείνης άλλων ομολόγων της ζώνης του ευρώ, γεγονός που σχετίζεται με περαιτέρω θετικές εξελίξεις στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις του Ελληνικού Δημοσίου (βλ. Πλαίσιο IX.1).

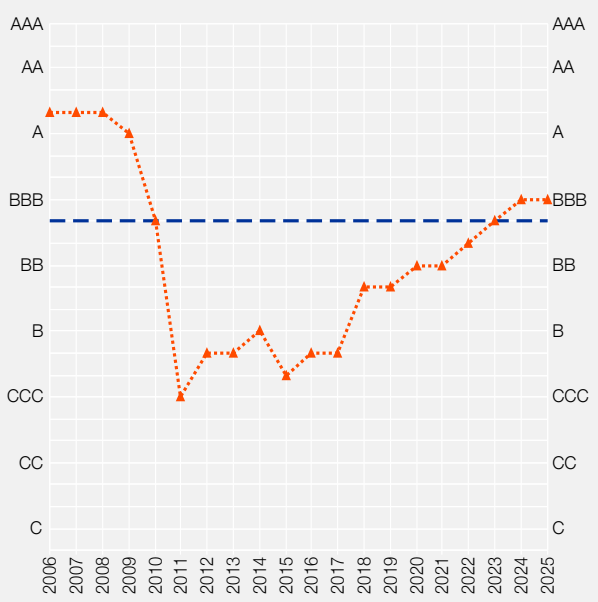
3.1 Εξελίξεις στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις

Η κρατική πιστοληπτική αξιολόγηση της Ελλάδος έχει αναβαθμιστεί σημαντικά τα τελευταία χρόνια, με περαιτέρω θετικές εξελίξεις να συντελούνται εντός του 2024, ενώ οι προοπτικές για το 2025 είναι ευνοϊκές. Συγκεκριμένα, όλοι οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης που είναι αποδεκτοί με βάση το πλαίσιο εφαρμογής της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος (δηλ. Fitch, Moody's, Morningstar DBRS, Scope Ratings και S&P) έχουν πλέον αποδώσει κρατική πιστοληπτική αξιολόγηση για την Ελλάδα εντός της επενδυτικής κατηγορίας (βλ. Διάγραμμα IX.7). Ο οίκος Scope Ratings αναβάθμισε περαιτέρω στο τέλος του 2024 το αξιόχρεο της ελληνικής οικονομίας από BBB- σε BBB. Οι αναβαθμίσεις συνεχίστηκαν τους πρώτους μήνες του 2025, καθώς στις αρχές Μαρτίου ο οίκος Morningstar DBRS αναβάθμισε την κρατική πιστοληπτική αξιολόγηση που δίνει για την ελληνική οικονομία σε BBB (από BBB-low, που είναι

11 Συγκεκριμένα, ο δείκτης S&P 500 ενισχύθηκε το 2024 κατά 23,3%. Από την άλλη πλευρά, στην Ευρώπη ο EURO STOXX αυξήθηκε το ίδιο διάστημα κατά 6,5% και ο MSCI World κατά 17,0%. Από τις αρχές του 2025 ο δείκτης S&P 500 υποχώρησε κατά 1,81%, ενώ οι δείκτες MSCI World και EURO STOXX ενισχύθηκαν κατά 1,1% και 11,8% αντίστοιχα. Οι κλάδοι τεχνολογίας και τραπεζών στις ΗΠΑ και τραπεζών και βιομηχανίας στην ευρωζώνη οδήγησαν τους γενικούς δείκτες σε άνοδο το 2024. Ταυτόχρονα, οι μέσοι όροι των δεικτών μεταβλητότητας VIX και VDAX το 2024 ήταν χαμηλότεροι σε σχέση με το 2023.

Διάγραμμα IX.7 Πιστοληπτική αξιολόγηση του Ελληνικού Δημοσίου (2006 - 2025)

(ετήσια στοιχεία)



Πηγές: Οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης.
Σημείωση: Τα σημεία με τριγωνικό σύμβολο απεικονίζουν το επίπεδο της πλέον ευνοϊκής μακροπρόθεσμης πιστοληπτικής αξιολόγησης του Ελληνικού Δημοσίου στο τέλος κάθε έτους. Για το τρέχον έτος αναφέρεται η τελευταία διαθέσιμη πλέον ευνοϊκή αξιολόγηση. Η μπλε διακεκομμένη γραμμή απεικονίζει το όριο της επενδυτικής κατηγορίας.

ισοδύναμο του BBB-). Επίσης, στα μέσα Μαρτίου ο οίκος Moody's προέβη σε αναβάθμιση, από Ba1 (ισοδύναμη της BB+) σε Baa3 (ισοδύναμη της BBB-). Πριν από τις προαναφερθείσες αναβαθμίσεις οι οίκοι αυτοί είχαν μεταβάλει σε θετικές τις προοπτικές στις αξιολογήσεις τους για την Ελλάδα, υποδηλώνοντας σημαντική πιθανότητα περαιτέρω αναβαθμίσεων σε σύντομο χρονικό διάστημα.[12]

Σύμφωνα με τους οίκους, οι παράγοντες που οδηγήσαν στις αναβαθμίσεις περιλαμβάνουν την ισχυρότερη του αναμενομένου ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας, την καλύτερη του αναμενομένου επίτευξη των δημοσιονομικών στόχων, τη σημαντική μείωση του δημόσιου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ, τη μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων και την πολιτική σταθερότητα. Η εξέλιξη αυτή έχει ήδη εμφανείς θετικές επιδράσεις γενικότερα, όπως φαίνεται τόσο από τις συνακόλουθες αναβαθμίσεις ελληνικών τραπεζών και επιχειρήσεων, οι οποίες συντελούν στη μείωση του κόστους δανεισμού ευρύτερα στην ελληνική οικονομία, όσο και από την αύξηση των θέσεων των διεθνών επενδυτικών κεφαλαίων σε ελληνικά ομόλογα και μετοχές. Η περαιτέρω βελτίωση των δημόσιων οικονομικών, η συνέχιση της ισχυρής επίδοσης της ελληνικής οικονομίας και η προώθηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων εκτιμάται ότι θα στηρίξουν τις πιστοληπτικές αξιολογήσεις και θα οδηγήσουν σε περαιτέρω αναβαθμίσεις (βλ. Πλαίσιο IX.1).

3.2 Εξελίξεις στις αγορές

Οι πιστοληπτικές αξιολογήσεις διαδραματίζουν ιδιαίτερα σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση των τοποθετήσεων από μεγάλους διεθνείς επενδυτές. Έτσι, η ζήτηση ελληνικών κρατικών ομολόγων εκ μέρους διεθνών επενδυτών έχει αυξηθεί, ήδη αφότου φάνηκε η προοπτική αναβάθμισης της ελληνικής οικονομίας στην επενδυτική κατηγορία, με αποτέλεσμα τη μεγάλη αύξηση των επενδυτικών θέσεων σε ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου (ΟΕΔ).[13] Έκτοτε, με βάση τα στοιχεία της Διεθνούς Επενδυτικής Θέσης, οι θέσεις διεθνών επενδυτών σε ελληνικά κρατικά ομόλογα έχουν αυξηθεί κατά 7 δισεκ. ευρώ και πλέον. Συνεπώς, οι αναβαθμίσεις, καθώς αυξάνουν τη ζήτηση ελληνικών αξιογράφων, ασκούν μειωτική επίδραση στις αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων, η οποία εξηγείται από τη σημαντική μείωση της συνιστώσας πιστωτικού κινδύνου των ελληνικών ομολόγων.[14]

Ως εκ τούτου, οι διαφορές αποδόσεων των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου έναντι άλλων κρατικών ομολόγων της ευρωζώνης έχουν περιοριστεί και βρίσκονται σε επίπεδα συγκρίσιμα

12 Επί του παρόντος, ο οίκος S&P διατηρεί θετικές τις προοπτικές που δίνει στην αξιολόγησή του για την ελληνική οικονομία, ήδη από τις 19.4.2024. Συνολικά, όλοι οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης, με εξαίρεση τον οίκο Fitch, άλλαξαν εντός του 2024 τις προοπτικές αναβάθμισης του ελληνικού αξιόχρεου από σταθερές σε θετικές, έως ότου προχώρησαν σε αναβαθμίσεις.

13 Βλ. Giannakidis, C., A. Kontinopoulos, L. Karathanos, A. Lampousis and P. Migiakis (2024), "The investment grade and funds' portfolio allocation in Greek assets", Bank of Greece, *Economic Bulletin*, No. 59, 7-24.

14 Βλ. Πλαίσιο VII.1 "Η επίδραση των προσδοκιών για τα βασικά επιτόκια στις καμπύλες αποδόσεων στην ευρωζώνη και τις ΗΠΑ", Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική 2023-2024*, Ιούνιος 2024.

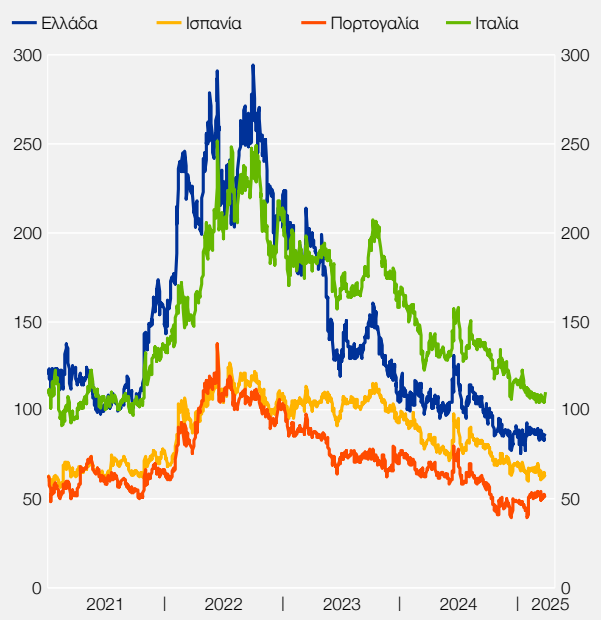
με εκείνα προ της κρίσης χρέους (βλ. Διάγραμμα IX.8).[15] Συγκεκριμένα, η διαφορά αποδόσεων (spread) του ελληνικού 10ετούς ομολόγου έναντι του αντίστοιχου γερμανικού τίτλου ήταν γύρω στις 86 μ.β. στις 26.3.2025, περίπου 110 μ.β. χαμηλότερη σε σχέση με το μέσο επίπεδό της το α΄ τρίμηνο του 2023, δηλ. πριν από τη διαμόρφωση προσδοκιών για επικείμενη αναβάθμιση στην επενδυτική κατηγορία. Επίσης, οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων συνεχίζουν να είναι μειωμένες και έναντι άλλων ομολόγων της ευρωζώνης με συγκρίσιμη αξιολόγηση, όπως τα ιταλικά κρατικά ομόλογα (ενδεικτικά, η διαφορά μεταξύ ελληνικού και ιταλικού 10ετούς ομολόγου ήταν -34 μ.β. κατά μέσο όρο το 2024 και -24 μ.β. στις 26.3.2025, έναντι -11 μ.β. την 1.1.2023).

Από την άνοιξη του 2024 και ύστερα, οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων έχουν ακολουθήσει στενά τις εξελίξεις στις αποδόσεις των άλλων κρατικών ομολόγων της ευρωζώνης. Έτσι, αρχικά μειώθηκαν, κυρίως λόγω των προσδοκιών για επικείμενες μειώσεις των βασικών επιτοκίων, ενώ το τελευταίο διάστημα αυξήθηκαν, κυρίως λόγω μετάδοσης της αυξητικής τάσης από τα ομοσπονδιακά ομόλογα των ΗΠΑ προς εκείνα της ζώνης του ευρώ. Συνολικά, στις 26.3.2025 οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων σε όλο το εύρος της καμπύλης αποδόσεων βρίσκονταν χαμηλότερα σε σχέση με το επίπεδό τους πριν ξεκινήσουν οι θετικές προοπτικές και αναβαθμίσεις που πραγματοποιήθηκαν το 2023 (βλ. Διάγραμμα IX.9).

Το Ελληνικό Δημόσιο αύξησε την άντληση κεφαλαίων με μεσομακροπρόθεσμη διάρκεια από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές το 2024 σε σχέση με το 2023, ενώ η ισχυρή ζήτηση που εκδηλώθηκε για τις εκδόσεις του 2024 συνεχίστηκε στις αρχές του 2025. Οι εκδόσεις ομολόγων εντός του 2024 είχαν μειωμένη μεσοσταθμική απόδοση σε σύγκριση με εκείνες του 2023, γεγονός που συνδέεται με την αναβάθμιση στην επενδυτική κατηγορία και τη συνακόλουθη αύξηση της ζήτησης ελληνικών τίτλων, ιδίως ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου, εκ μέρους διεθνών επενδυτών. Συγκεκριμένα, το 2024 το Ελληνικό Δημόσιο προχώρησε σε 11 επανεκδόσεις ύψους 2,55 δισεκ. ευρώ και δύο εκδόσεις συ-

Διάγραμμα IX.8 Διαφορές αποδόσεων 10ετών κρατικών ομολόγων (Ιανουάριος 2021 - Μάρτιος 2025)

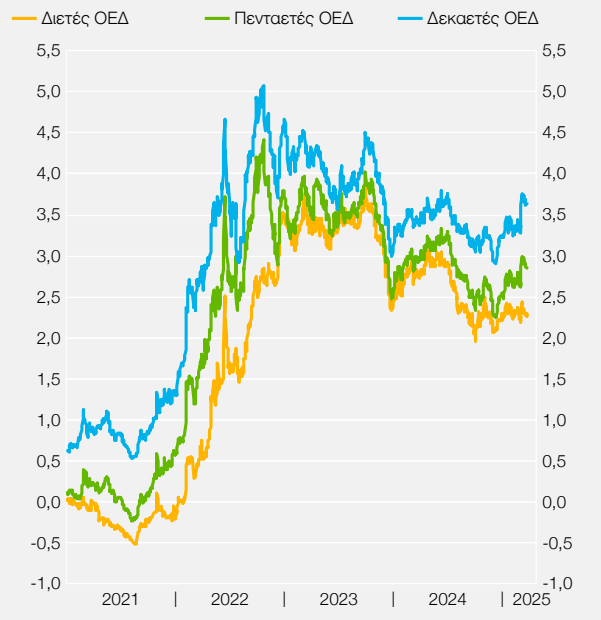
(ημερήσια στοιχεία, μονάδες βάσης)



Πηγή: LSEG.
Σημείωση: Οι γραμμές απεικονίζουν τις διαφορές των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων των εξεταζόμενων χωρών έναντι των γερμανικών κρατικών ομολόγων δεκαετούς διάρκειας.

Διάγραμμα IX.9 Αποδόσεις ελληνικών κρατικών ομολόγων (Ιανουάριος 2021 - Μάρτιος 2025)

(ημερήσια στοιχεία, αποδόσεις σε ποσοστά %)



Πηγή: LSEG.

15 Ο μέσος όρος των τιμών της διαφοράς αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων 10ετούς διάρκειας από εκείνες των αντίστοιχων γερμανικών για την περίοδο από 1.1.2007 έως το τέλος Σεπτεμβρίου του 2009 ήταν 87 μ.β.

νολικού ύψους 7 δισεκ. ευρώ. Το μεσοσταθμικό τοκομερίδιο και η απόδοση των νέων εκδόσεων για το 2024 διαμορφώθηκαν σε 3,7% και 3,6% αντίστοιχα, ενώ η μεσοσταθμική διάρκεια ανήλθε στα 16 έτη, αυξημένη κατά περίπου 5 έτη σε σχέση με το 2023. Το 2023 εκδόθηκαν ομόλογα σταθερού επιτοκίου συνολικού ύψους 11,5 δισεκ. ευρώ, με μεσοσταθμική απόδοση 4,2%. Τον Ιανουάριο του 2025 το Ελληνικό Δημόσιο εξέδωσε ομόλογο 10ετούς διάρκειας, αντλώντας 4 δισεκ. ευρώ, με τις προσφορές να υπερκαλύπτουν κατά 10 φορές το ύψος της έκδοσης και την απόδοση να διαμορφώνεται σε 3,637%. Στις 12.2.2025 έγινε επανέκδοση του ομολόγου που εκδόθηκε τον Ιανουάριο του 2025, ύψους 250 εκατ. ευρώ με απόδοση 3,24%. Επιπλέον, στα μέσα Μαρτίου του 2025 το Ελληνικό Δημόσιο (ΕΔ) προχώρησε σε επανεκδόσεις των ΟΕΔ 15ετούς και 30ετούς διάρκειας, με απόδοση 4,057% και 4,408% αντίστοιχα, αντλώντας συνολικά 3 δισεκ. ευρώ. Οι εκδόσεις αυτές υπερκαλύφθηκαν κατά 17 και 20 φορές αντίστοιχα από τις προσφορές των επενδυτών. Έτσι, το ΕΔ έχει καλύψει σχεδόν πλήρως το στόχο χρηματοδότησης από την αγορά ομολόγων για το έτος 2025.

Σημειώνεται ότι η πτώση του κόστους δανεισμού έχει διευκολύνει τη διαχείριση του δημόσιου χρέους από τον ΟΔΔΗΧ, με αποτέλεσμα τη σταδιακή αντικατάσταση χρέους, κυρίως δανείων υψηλότερου κόστους, με ομόλογα με χαμηλότερο κόστος στην έκδοση, καθώς και την αντικατάσταση τίτλων βραχείας διάρκειας με πιο μακροπρόθεσμες εκδόσεις. Συγκεκριμένα, κατά το 2024 εκδόθηκαν βραχυπρόθεσμοι τίτλοι (δηλ. έντοκα γραμμάτια διάρκειας 3, 6 και 12 μηνών) συνολικού ύψους 16,3 δισεκ. ευρώ, έναντι 24,1 δισεκ. ευρώ το 2023, με το μεσοσταθμικό κόστος των εκδόσεων να μειώνεται (σε 3,36% από 3,49% το 2023). Το διάστημα 1.1-11.3.2025 εκδόθηκαν βραχυπρόθεσμοι τίτλοι συνολικού ύψους 3 δισεκ. ευρώ, έναντι 4,1 δισεκ. ευρώ το αντίστοιχο διάστημα του 2024, με το μεσοσταθμικό κόστος των εκδόσεων να μειώνεται σε 2,4% από 3,8%.

Τέλος, το 2024 παρατηρήθηκε ελαφρά μείωση στους όγκους συναλλαγών στη δευτερογενή αγορά. Συγκεκριμένα, η μέση ημερήσια αξία συναλλαγών στην Ηλεκτρονική Δευτερογενή Αγορά Τίτλων (ΗΔΑΤ) διαμορφώθηκε σε περίπου 107 εκατ. ευρώ μεσοσταθμικά, έναντι 106 εκατ. ευρώ το 2023. Στο Σύστημα Άυλων Τίτλων (ΣΑΤ), μέσω του οποίου διακανονίζονται τόσο εγχώριες όσο και διεθνείς συναλλαγές σε ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου, η μέση ημερήσια αξία αγοραπωλησιών το 2024 διαμορφώθηκε σε 487 εκατ. ευρώ, έναντι 582 εκατ. ευρώ το 2023. Τους δύο πρώτους μήνες του 2025 η μέση ημερήσια αξία συναλλαγών στην ΗΔΑΤ διαμορφώθηκε σε περίπου 218 εκατ. ευρώ μεσοσταθμικά, έναντι 84 εκατ. ευρώ το αντίστοιχο διάστημα του 2024. Στο ΣΑΤ τα αντίστοιχα μεγέθη ήταν 823 εκατ. ευρώ και 610 εκατ. ευρώ αντίστοιχα.

4 ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ

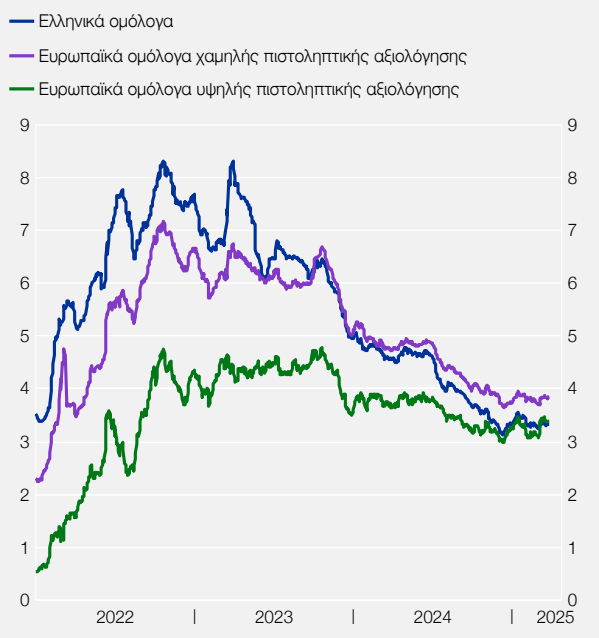
4.1 Ομόλογα ελληνικών τραπεζών

Οι ελληνικές τράπεζες καλύπτουν σε σημαντικό βαθμό τις χρηματοδοτικές τους ανάγκες με έκδοση ομολόγων στη διεθνή αγορά. Η εν λόγω άντληση χρηματοδότησης πραγματοποιείται με ευνοϊκούς όρους, καθώς παρατηρείται συνεχιζόμενη μείωση των αποδόσεων στις νέες εκδόσεις, παρά την πρόσφατη αύξηση των αποδόσεων στην ευρωπαϊκή αγορά τραπεζικών ομολόγων. Το γεγονός αυτό οφείλεται στις αναβαθμίσεις των πιστοληπτικών αξιολογήσεων του Ελληνικού Δημοσίου και των ελληνικών τραπεζών. Οι εξελίξεις αυτές έχουν επιδράσει μειωτικά στο κόστος χρηματοδότησης των ελληνικών τραπεζών από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές, καθώς οι αποδόσεις των ομολόγων υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητάς τους έχουν μειωθεί, κατά μέσο όρο, κατά περίπου 430 μ.β. από τον Απρίλιο του 2023, όταν ο οίκος S&P σηματοδότησε, με τη θετική μεταβολή των προοπτικών της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησής του για την ελληνική οικονομία, την επικείμενη αναβάθμιση στην επενδυτική κατηγορία (βλ. Διάγραμμα IX.10).

Το 2024 το κόστος έκδοσης ομολόγων από τις τέσσερις σημαντικές ελληνικές τράπεζες συνέχισε να υποχωρεί, με τη μεσοσταθμική απόδοση στις νέες εκδόσεις να διαμορφώνεται σε 4,3% για τα ομόλογα υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας (senior bonds) και σε 6,2% για τα ομόλογα

Διάγραμμα IX.10 Αποδόσεις ελληνικών και ευρωπαϊκών τραπεζικών ομολόγων υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας (Ιανουάριος 2022 - Μάρτιος 2025)

(ημερήσιες αποδόσεις σε ποσοστά %)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και LSEG.
Σημείωση: Η μπλε γραμμή απεικονίζει τη διαχρονική εξέλιξη της μέσης απόδοσης των ομολόγων υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας (senior) των ελληνικών τραπεζών, σταθμισμένων ως προς την αξία της έκδοσης. Η πράσινη γραμμή απεικονίζει την απόδοση του δείκτη iBoxx για τα ευρωπαϊκά τραπεζικά ομόλογα υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας που ανήκουν στην επενδυτική κατηγορία (investment grade-IG) και η μωβ γραμμή την απόδοση του δείκτη iBoxx για τα ευρωπαϊκά ομόλογα υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας με αξιολόγηση κάτω από το όριο της επενδυτικής κατηγορίας (non-IG).

Διάγραμμα IX.11 Αποδόσεις ομολόγων ελληνικών και λοιπών ευρωπαϊκών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (Ιανουάριος 2021 - Μάρτιος 2025)

(ημερήσια στοιχεία, αποδόσεις σε ποσοστά %)

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και LSEG.
Σημειώσεις: Ο δείκτης GR NFCs bond index απεικονίζει τη μεσοσταθμική απόδοση των ομολόγων των ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων που έχουν εκδώσει τίτλους (Eurobonds) από το Δεκέμβριο του 2012 και εξής. Οι δείκτες iBoxx είναι μεσοσταθμικοί δείκτες για εταιρικά ομόλογα μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων σε ευρώ. Ο δείκτης "iBoxx euro corp non-fin BBB" περιέχει ομόλογα εταιριών με πιστοληπτική διαβάθμιση BBB και ο δείκτης "iBoxx euro corp non-fin liquid high yield" ομόλογα εταιριών με πιστοληπτική διαβάθμιση κάτω από το όριο της επενδυτικής βαθμίδας (high yield/non-investment grade).

χαμηλής εξοφλητικής προτεραιότητας (subordinated bonds), δηλ. χαμηλότερα κατά περίπου 240 μ.β. και 350 μ.β. αντίστοιχα από ό,τι το προηγούμενο έτος. Παράλληλα, η εκδοτική δραστηριότητα υπερδιπλασιάστηκε το 2024. Οι τράπεζες εξέδωσαν ομόλογα υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας συνολικού ποσού 5 δισεκ. ευρώ και χαμηλής εξοφλητικής προτεραιότητας ύψους 2,75 δισεκ. ευρώ, ενώ το 2023 εξέδωσαν ομόλογα συνολικού ύψους 3,5 δισεκ. ευρώ.

Η τάση μείωσης του κόστους δανεισμού των ελληνικών τραπεζών διατηρήθηκε και τους πρώτους μήνες του 2025, παρά την πρόσφατη αύξηση των αποδόσεων στην ευρωπαϊκή αγορά τραπεζικών ομολόγων, καθώς συνεχίζονται οι αναβαθμίσεις των πιστοληπτικών αξιολογήσεων των σημαντικών ελληνικών τραπεζών.[16] Το 2025 η εκδοτική δραστηριότητα συνεχίζεται και ανέρχεται σε 0,9 δισεκ. ευρώ επί του παρόντος. Η έκδοση νέων τίτλων με σχετικά χαμηλότερο κόστος δανεισμού επιτρέπει επίσης την αποπληρωμή ομολόγων που έχουν εκδοθεί με υψηλότερο κόστος, συμβάλλοντας έτσι στη διαρθρωτική βελτίωση των καθαρών εσόδων των τραπεζών από τόκους, χωρίς να επιβαρύνεται το κόστος δανεισμού της πραγματικής οικονομίας.[17]

16 Από την αρχή του έτους, η απόδοση για τα νεοεκδοθέντα ομόλογα υψηλής και χαμηλής εξοφλητικής προτεραιότητας ανέρχεται σε 4,0% και 4,3% αντίστοιχα.

17 Οι σημαντικές ελληνικές τράπεζες έχουν εκδώσει ομόλογα συνολικής αξίας περίπου 21,6 δισεκ. ευρώ από το 2018. Από το υφιστάμενο υπόλοιπο ύψους περίπου 18,5 δισεκ. ευρώ, τα 11,9 δισεκ. ευρώ αφορούν ομόλογα υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας και τα 6,6 δισεκ. ευρώ τίτλους χαμηλής εξοφλητικής προτεραιότητας.

Συνεπώς, όπως αναμενόταν, συνεχίζονται οι αναβαθμίσεις των πιστοληπτικών αξιολογήσεων των σημαντικών ελληνικών τραπεζών.[18] Έτσι, οι ελληνικές σημαντικές τράπεζες αξιολογούνται ήδη στην επενδυτική κατηγορία.[19]

4.2 Ομόλογα ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων

Το 2024 εκδόθηκαν πέντε ομόλογα από ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, αντλώντας χρηματοδότηση ύψους 2,13 δισεκ. ευρώ.[20] Οι αποδόσεις των ομολόγων μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων κατέγραψαν μείωση της τάξεως των 73 μ.β. το 2024, καθώς τα οφέλη από τις διαδοχικές θετικές εξελίξεις στην κρατική πιστοληπτική αξιολόγηση, σε συνδυασμό με τις προσδοκίες για μείωση των βασικών επιτοκίων, αντιστάθμισαν την ανοδική πορεία κατά το πρώτο εξάμηνο του έτους. Την ίδια περίοδο οι αποδόσεις των ευρωπαϊκών ομολόγων κοντά στο όριο της επενδυτικής κατηγορίας (BBB) μειώθηκαν κατά 16 μ.β.

Ως αποτέλεσμα, συνεχίζεται η τάση σύγκλισης των αποδόσεων των ομολόγων μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων προς τις αποδόσεις των ομολόγων με αξιολόγηση ανώτερη αλλά κοντά στο όριο της επενδυτικής κατηγορίας (BBB), ιδιαίτερα μετά το πρώτο εξάμηνο του 2024 (βλ. Διάγραμμα IX.11). Στις 26.3.2025 οι αποδόσεις των ομολόγων ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων δεν παρουσίασαν ουσιώδεις μεταβολές σε σχέση με τις αρχές του έτους, ενώ εκείνες των ευρωπαϊκών ομολόγων κοντά στο όριο της επενδυτικής κατηγορίας (BBB) αυξήθηκαν κατά 20 μ.β.

5 ΑΓΟΡΑ ΜΕΤΟΧΩΝ

Το 2024 οι διεθνείς αγορές μετοχών συνέχισαν την ανοδική τους πορεία, όπως και το 2023, ωθούμενες μεταξύ άλλων από τις προσδοκίες των επενδυτών για μειώσεις των βασικών επιτοκίων. Παρά την ανοδική τάση, επεισόδια όπως η αυξημένη μεταβλητότητα στην αγορά των ΗΠΑ τον Αύγουστο του 2024 και τον Ιανουάριο-Φεβρουάριο του 2025, οι προς τα κάτω αναθεωρήσεις στις προβλέψεις εταιρικών κερδών στην ευρωζώνη και οι προς τα άνω προσαρμογές στις προσδοκίες για τα βασικά επιτόκια της Fed και της ΕΚΤ κατά το δ΄ τρίμηνο του 2024 καταδεικνύουν ότι οι αποτιμήσεις των μετοχών παραμένουν ευμετάβλητες.[21]

Οι τιμές των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών συνέχισαν την ανοδική τους πορεία το 2024 και στις αρχές του 2025 (μεταβολή γενικού δείκτη 2024: +13,7%, από την αρχή του 2025: +17,5%, βλ. Διάγραμμα IX.12), με το επίπεδο της μεταβλητότητας το 2024 να βρίσκεται χαμηλότερα σε σχέση με το 2023 (η ετησιοποιημένη μέση μηνιαία μεταβλητότητα των ημερήσιων αποδόσεων το 2024 μειώθηκε κατά 3,5 ποσ. μον. στο 14,6% σε σχέση με το 2023). Οι μετοχές

18 Βλ. Πλαίσιο VII.2 “Οι αναβαθμίσεις των πιστοληπτικών αξιολογήσεων των ελληνικών τραπεζών”, Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2024*, Δεκέμβριος 2024. Εντός του 2025 έχουν πραγματοποιηθεί περαιτέρω αναβαθμίσεις. Στις 31.1.2025 ο οίκος S&P προχώρησε σε αναβάθμιση κατά μία βαθμίδα της πιστοληπτικής αξιολόγησης της Εθνικής (σε BBB- από BB+), της Eurobank (σε BBB- από BB+) και της Πειραιώς (σε BB+ από BB). Επίσης, ο οίκος Morningstar DBRS αναβάθμισε στις 13.3.2025 τις αξιολογήσεις που δίνει για τις καταθέσεις στην Εθνική Τράπεζα και τη Eurobank σε BBB από BBB-low. Τέλος, ο οίκος Moody’s αναβάθμισε τις αντίστοιχες αξιολογήσεις για την Εθνική και τη Eurobank σε Baa1 από Baa2, εκείνες της Alpha Bank και της Πειραιώς σε Baa2 από Baa3 και για την τράπεζα Αττικής από B1 σε Ba2.

19 Σημειώνεται ότι ο οίκος Moody’s αποδίδει αξιολογήσεις εντός της επενδυτικής κατηγορίας στις τέσσερις μεγάλες τράπεζες για τις καταθέσεις και το υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας μακροχρόνιο χρέος τους. Από τους άλλους δύο μεγάλους οίκους, η καλύτερη αξιολόγηση των ελληνικών τραπεζών ως εκδοτών ομολόγων είναι για την Εθνική: BBB- (S&P), για τη Eurobank: BBB- (S&P), για την Alpha: BB+ (S&P) και για την Πειραιώς: BB+ (S&P).

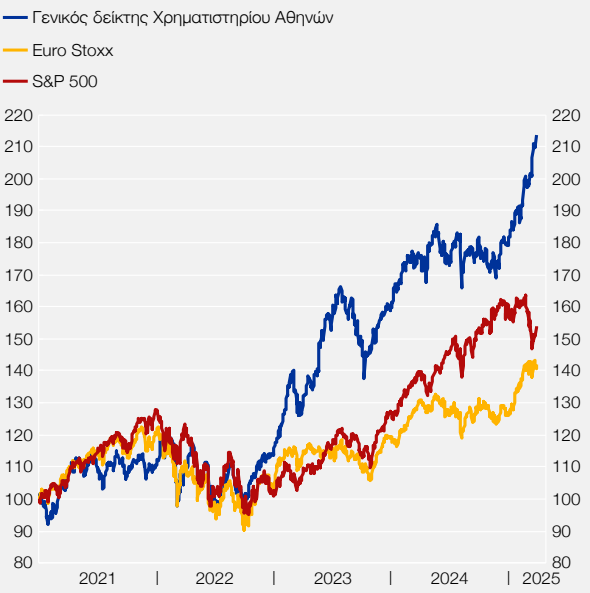
20 Από το 2013, ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις έχουν εκδώσει σε διεθνείς αγορές, μέσω θυγατρικών τους, ομόλογα συνολικής αξίας περίπου 14,5 δισεκ. ευρώ. Το υφιστάμενο υπόλοιπο είναι 4,9 δισεκ. ευρώ. Στην εγχώρια αγορά, από το 2016 έχουν εκδοθεί ομόλογα συνολικού ύψους περίπου 4,9 δισεκ. ευρώ, με υφιστάμενο υπόλοιπο περίπου 3,9 δισεκ. ευρώ.

21 Ενδεικτικά, σύμφωνα με τη βάση δεδομένων I/B/E/S Global Aggregates της LSEG, οι αναλυτές αναμένουν ελαφρώς μικρότερο ρυθμό μεταβολής της κερδοφορίας των επιχειρήσεων του δείκτη EURO STOXX για το οικονομικό έτος 2025 στις 26.3.2025 σε σχέση με τις αρχές του 2024 (6,3% και 9,2% αντίστοιχα).

των ελληνικών τραπεζών, των βιομηχανικών εταιριών και των εταιριών καταναλωτικών αγαθών συνέβαλαν περισσότερο στη θετική πορεία του δείκτη. Συγκεκριμένα, ο δείκτης FTSE/Athex Banks, που αντιστοιχεί περίπου στο 1/4 της κεφαλαιοποίησης του γενικού δείκτη, σημείωσε άνοδο κατά 21,1% το 2024 και κατά 31,1% από την αρχή του 2025, σε συνάφεια κυρίως με τις θετικές επιδράσεις από την αναβάθμιση της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος στην επενδυτική κατηγορία, καθώς και με την αυξημένη κερδοφορία και διανομή μερίσματος μετά από καιρό και τις αναβαθμίσεις των πιστοληπτικών αξιολογήσεων των ίδιων των τραπεζών.

Διάγραμμα IX.12 Δείκτες τιμών μετοχών (Ιανουάριος 2021 - Μάρτιος 2025)

(1.1.2021=100, ημερήσια στοιχεία)



Πηγή: LSEG.
Σημείωση: Οι δείκτες έχουν επανυπολογιστεί με σημείο αναφοράς την αρχή του 2021 (1.1.2021=100) και οι υπόλοιπες παρατηρήσεις αποτυπώνουν την εξέλιξη των δεικτών σε σχέση με την τιμή αναφοράς.

Η σημαντική ενίσχυση της ζήτησης ελληνικών αξιογράφων εκ μέρους διεθνών επενδυτών διευκόλυνε σημαντικά την αποεπένδυση του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας στο μετοχικό κεφάλαιο των ελληνικών συστημικών τραπεζών. Επίσης, διευκόλυνε τη χρηματοδότηση ελληνικών εταιριών μέσω του χρηματιστηρίου. Συγκεκριμένα, το 2024 τέσσερις εταιρίες εισήχθησαν στην κύρια αγορά, προσελκύοντας σημαντικό επενδυτικό ενδιαφέρον, ενώ οκτώ εταιρίες διαγράφηκαν από την κύρια αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Αντίστοιχα, από τις αρχές του 2025 καταγράφηκαν δύο εισαγωγές και μία διαγραφή στην κύρια αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Τέλος, το 2024 πραγματοποιήθηκαν αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου από εισηγμένες εταιρίες του μη χρηματοπιστωτικού τομέα. Συμπεριλαμβανομένων των νέων εισαγωγών, το συνολικό ύψος των κεφαλαίων που αντλήθηκαν ανήλθε σε περίπου 371 εκατ. ευρώ, έναντι περίπου 494 εκατ. ευρώ το 2023. Τους δύο πρώτους μήνες του 2025 οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου ήταν 277 εκατ. ευρώ, έναντι 75 εκατ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2024.

Τέλος, η συναλλακτική δραστηριότητα στο Χρηματιστήριο Αθηνών (μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών) το 2024 ανήλθε σε 132,2 εκατ. ευρώ, παρουσιάζοντας αύξηση κατά περίπου 19,5% σε σχέση με το 2023. Στις αρχές του 2025 η συναλλακτική δραστηριότητα ανήλθε σε 182 εκατ. ευρώ, ενισχυμένη κατά 24% σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του προηγούμενου έτους.

Πλαίσιο IX.1

ΟΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΩΝ ΚΡΑΤΙΚΩΝ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΕΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Οι πιστοληπτικές αξιολογήσεις αποτελούν πολύ σημαντικό κριτήριο για τη διενέργεια, από τους διεθνείς επενδυτές, τόσο επενδύσεων σε αξιόγραφα (ομόλογα και μετοχές) όσο και άμεσων επενδύσεων στην πραγματική οικονομία. Έτσι, μελέτες σχετικά με την επίδραση των πιστοληπτικών αξιολογήσεων στη διάρθρωση των επενδυτικών χαρτοφυλακίων, αλλά και στην πραγματοποίηση ξένων άμεσων επενδύσεων (ΞΑΕ), διαπιστώνουν σημαντική

αύξηση και για τις δύο κατηγορίες επενδύσεων μετά από αναβάθμιση της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης (sovereign credit rating) της υποκείμενης οικονομίας.[1]

Όσον αφορά την ελληνική οικονομία, οι επιδράσεις των αναβαθμίσεων της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης στην επενδυτική κατηγορία είναι ήδη εμφανείς. Συγκεκριμένα, διεθνή επενδυτικά κεφάλαια αύξησαν τις θέσεις τους σε ελληνικά ομόλογα και μετοχές κατά 5 δισεκ. ευρώ την περίοδο από το δ΄ τρίμηνο του 2022 έως το γ΄ τρίμηνο του 2023, αύξηση η οποία εξηγείται από τις προοπτικές αναβάθμισης της πιστοληπτικής αξιολόγησης του κράτους στην επενδυτική κατηγορία.[2] Έτι περαιτέρω, με βάση τα στοιχεία από τη διεθνή επενδυτική θέση της Ελλάδος, από το γ΄ τρίμηνο του 2023 έως και το γ΄ τρίμηνο του 2024 τα επενδυτικά χαρτοφυλάκια αύξησαν τις θέσεις τους σε ελληνικές μετοχές κατά 5,6 δισεκ. ευρώ και σε ελληνικά ομόλογα κατά 7,7 δισεκ. ευρώ. Η αύξηση της ζήτησης ελληνικών ομολόγων και μετοχών από διεθνή επενδυτικά κεφάλαια, λόγω των προαναφερόμενων αναβαθμίσεων, εκτιμάται ότι έχει συμβάλει σημαντικά στη μείωση του κόστους δανεισμού τόσο του Ελληνικού Δημοσίου όσο και των τραπεζών και των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, αλλά και στη βελτίωση των όρων χρηματοδότησης μέσω συμμετοχής τους στο μετοχικό κεφάλαιο ελληνικών επιχειρήσεων, στηρίζοντας έτσι την επενδυτική δραστηριότητα στην πραγματική οικονομία. Έτσι, επιβεβαιώνεται και στην περίπτωση της ελληνικής οικονομίας η πολύ σημαντική επίδραση των αναβαθμίσεων τόσο στις επενδύσεις χαρτοφυλακίου όσο και στην πραγματική οικονομία.[3]

Οι προοπτικές των αξιολογήσεων του αξιόχρεου του Ελληνικού Δημοσίου

Οι προοπτικές για περαιτέρω αναβαθμίσεις της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης είναι ως επί το πλείστον θετικές. Συγκεκριμένα, ο οίκος S&P έχει μεταβάλει σε θετικές τις προοπτικές που αποδίδει στην αξιολόγησή του για την Ελλάδα, ενώ οι οίκοι Moody's, Morningstar DBRS και Scope αναβάθμισαν πρόσφατα την πιστοληπτική αξιολόγηση της Ελλάδος, έχοντας αποδώσει θετικές προοπτικές πριν τις αναβαθμίσεις.[4] Στο παρόν πλαίσιο αναλύονται οι παράμετροι και οι προοπτικές τους, με βάση και τις αναμενόμενες εξελίξεις στην οικονομική δραστηριότητα και στα δημόσια οικονομικά, με σκοπό να εξαχθούν συμπεράσματα για τις αναβαθμίσεις, εντός του 2025, της ελληνικής οικονομίας και τη δυνητική εξέλιξή τους. Η ανάλυση εστιάζεται στους τρεις μεγάλους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης (Fitch, Moody's και S&P), για καθέναν από τους οποίους έχει κατασκευαστεί σχετικό οικονομετρικό υπόδειγμα για την εκτίμηση των βαθμολογιών που δίνονται από τους οίκους αυτούς στα θεμελιώδη μεγέθη των κρατών που αξιολογούνται, συμπεριλαμβανομένης της Ελλάδος, οι οποίες διαμορφώνουν το ποσοτικό σκέλος των πιστοληπτικών αξιολογήσεων.[5]

---

1 Σχετικά με τις τοποθετήσεις των επενδυτικών χαρτοφυλακίων και τη σχέση τους με τις πιστοληπτικές αξιολογήσεις, βλ. μεταξύ άλλων Baghai, R., B. Becker and S. Pitschner (2023), "The use of credit ratings in the delegated management of fixed income assets", *Management Science*, 70(5), 3059-3079. Σχετικά με τις επενδύσεις στην πραγματική οικονομία, στη μελέτη των Chen, S.-S., H.-Y. Chen, C.-C. Chang and S.-L. Yang (2013), "How do sovereign credit ratings affect private investment?", *Journal of Banking and Finance*, 37, 4820-4833, τα ευρήματα υποδεικνύουν αύξηση των ΞΑΕ ως ποσοστού των συνολικών ιδιωτικών επενδύσεων, κατά 5 ποσ. μον., το έτος της πραγματοποίησης μίας αναβάθμισης, η οποία φθάνει τις +8 ποσ. μον. τρία έτη αργότερα. Αντίστοιχα είναι τα ευρήματα της μελέτης των Cai, P., Q. Gan and S.-J. Kim (2018), "Do sovereign credit ratings matter for foreign direct investments?", *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 55, 50-64, τα οποία υποδεικνύουν ότι οι ροές των ΞΑΕ επηρεάζονται σημαντικά και θετικά από τις αναβαθμίσεις, ενώ στις οικονομίες υψηλού εισοδήματος (μέλη του ΟΟΣΑ) οι επενδυτές εμφανίζουν μεγαλύτερη αποστροφή προς τον κίνδυνο, με αποτέλεσμα οι οικονομίες με υψηλότερη αξιολόγηση να προσελκύουν μεγαλύτερες ροές ΞΑΕ.

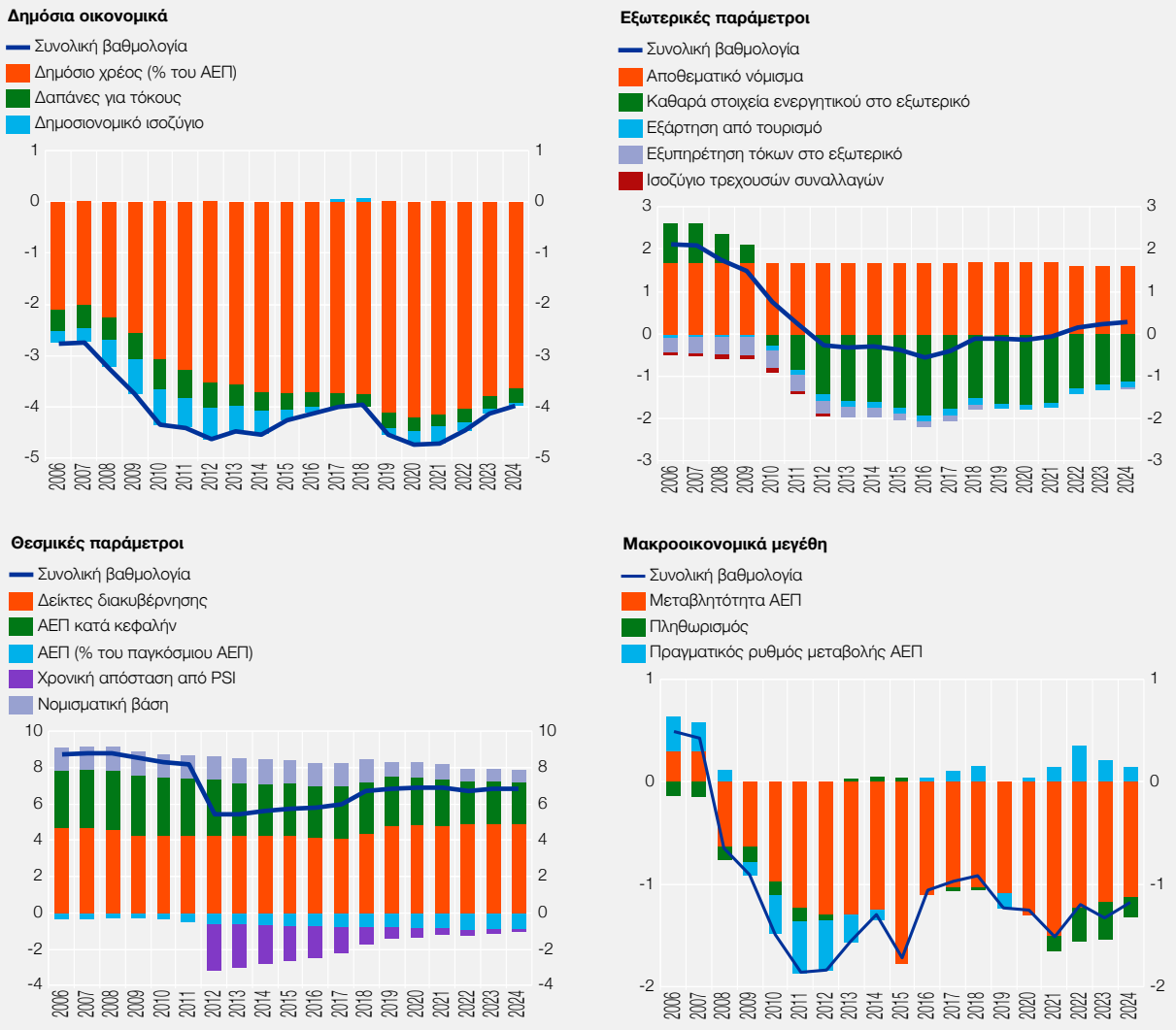
2 Η αύξηση αυτή υπολογίζεται αφού απομονωθεί η επίδραση της αύξησης των τιμών των μετοχών και ομολόγων την ίδια περίοδο. Βλ. Giannakidis, H., L. Karathanos, A. Kontinopoulos, A. Lampousis and P. Migiakis (2024), "The investment grade and funds' portfolio allocation in Greek assets", Bank of Greece, *Economic Bulletin*, 59, 7-24.

3 Άλλωστε, με βάση τις προηγούμενες εμπειρίες αναβάθμισης στην επενδυτική κατηγορία, αναμένεται θετική επίδραση κατά 2,5% στο ΑΕΠ και μείωση της μεταβλητότητας του ΑΕΠ κατά 0,48%. Βλ. Anastasatou, M., H. Balfoussia, Z. Bragoudakis, D. Malliaropulos, P. Migiakis, D. Papageorgiou and P. Petroulas (2023), "Effects of a sovereign credit rating upgrade to investment grade on the Greek economy", Bank of Greece, *Economic Bulletin*, 58, 7-28.

4 Συγκεκριμένα, ο οίκος Moody's έδινε θετικές προοπτικές στην αξιολόγησή του για την ελληνική οικονομία, έως ότου την αναβάθμισε σε Baa3 (αντίστοιχη της BBB-) από Ba1 (αντίστοιχη της BB+) στις 14.3.2025. Επίσης, θετικές προοπτικές στην αξιολόγησή τους για την ελληνική οικονομία έδιναν οι οίκοι Scope Ratings και Morningstar DBRS, έως ότου την αναβάθμισαν σε BBB από BBB- στις 6.12.2024 και στις 7.3.2025 αντίστοιχα.

5 Αναλυτικότερα, βλ. Malliaropulos, D. and P. Migiakis (2020), "Sovereign credit ratings and the fundamentals of the Greek economy", Bank of Greece, *Economic Bulletin*, 51, 43-69. Συνοπτικά, η τελική πιστοληπτική αξιολόγηση για κάθε εκδότη χρέους είναι αποτέλεσμα του συνδυασμού ποσοτικών κριτηρίων και ποιοτικής αξιολόγησης. Στο ποσοτικό σκέλος εξάγονται επιμέρους βαθμολογίες, με βάση τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη, και στη συνέχεια υπεισέρχεται η ποιοτική αξιολόγηση, με τελικό αποτέλεσμα την εξαγωγή συνολικής βαθμολογίας, η οποία αντιστοιχεί σε κάποια από τις βαθμίδες που χρησιμοποιούν οι διεθνείς οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης.

Διάγραμμα Α Εξέλιξη βαθμολογιών των υπό αξιολόγηση μεγεθών της ελληνικής οικονομίας



Πηγές: Οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.

Παρά τις επιμέρους διαφορές μεταξύ των μεθοδολογιών των τριών οίκων, τα θεμελιώδη μεγέθη που λαμβάνονται υπόψη από τους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης μπορούν να ενταχθούν στις εξής κατηγορίες: (α) μακροοικονομικές συνθήκες, (β) εξωτερικό περιβάλλον, (γ) δημοσιονομικά μεγέθη και (δ) θεσμικό περιβάλλον. Βέβαια, πρέπει να επισημανθεί ότι οι κατηγορίες αυτές έχουν διαφορετική βαρύτητα για κάθε οίκο πιστοληπτικής αξιολόγησης, ενώ διαφέρουν και οι μέθοδοι εξαγωγής των βαθμολογιών τους.

Έτσι, για σκοπούς απλοποίησης, οι βαθμολογίες που παρουσιάζονται στο Διάγραμμα Α είναι οι μέσες βαθμολογίες των τριών οίκων για κάθε κατηγορία. Από το Διάγραμμα Α είναι εμφανές ότι μετά την πανδημία, δηλ. από το 2021, παρατηρείται συνεχής ανοδική πορεία των βαθμολογιών των παραμέτρων των δημόσιων οικονομικών και των μακροοικονομικών μεγεθών και, σε μικρότερο βαθμό, της βαθμολογίας που σχετίζεται με το εξωτερικό περιβάλλον.

Εν προκειμένω, η βελτίωση των τεσσάρων αυτών παραμέτρων τα έτη 2022-2024 έχει προσθέσει περίπου 1,4 βαθμίδα (notch) στη βαθμολογία, με τη μισή περίπου αύξηση στη βαθμολογία (0,74 της βαθμίδας) να προέρχεται από τη μείωση του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ και τη βελτίωση του δημοσιονομικού ισοζυγίου. Επιπλέον, η μείωση της μεταβλητότητας του ΑΕΠ και οι θετικοί ρυθμοί μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ έχουν περιορίσει την

Εκτιμήσεις μακροοικονομικών μεγεθών

	Fitch			S&P			Moody's			Υπουργείο Οικονομικών (ΜΔΣ 2025-2028)		
Ημερομηνία προβλέψεων	6.1.2025			21.10.2024			Νοέμβριος 2024			Οκτώβριος 2024		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Ρυθμός μεταβολής ΑΕΠ (%, σταθερές τιμές)	2,2	2,4	1,9	2,6	2,5	2,4	2,1	2,3	2,0	2,2	2,3	2,0
Πληθωρισμός (%)	2,7	2,1	1,9	2,8	2,1	2,0	2,8	2,2	2,1	2,8	2,1	2,0
Δημόσιο χρέος (% του ΑΕΠ)	159,3	152,9	148,5	150,9	142,1	134,2	156,1	149,2	143,1	153,7	149,1	143,1
Δαπάνες τόκων (% των εσόδων)	6,9	6,6	6,4	6,6	6,1	5,9	6,9	6,9	6,7	6,9	6,6	6,3
Δημοσιονομικό ισοζύγιο (% του ΑΕΠ)	-1,1	-1,0	-0,9	-1,0	-0,8	-0,6	-1,3	-1,3	-1,3	-1,0	-0,6	-0,8

Πηγές: Οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης και Υπουργείο Οικονομικών.
Σημείωση: Στις στήλες που αναφέρονται στις προβλέψεις του ελληνικού Υπουργείου Οικονομικών, τα στοιχεία προέρχονται από το Μεσοπρόθεσμο Δημοσιονομικό-Διαρθρωτικό Σχέδιο 2025-2028 (ΜΔΣ 2025-2028) που δημοσιεύθηκε από το Υπουργείο Οικονομικών στις 16 Οκτωβρίου 2024, εκτός από τις δαπάνες για τόκους ως ποσοστό των εσόδων, πεδίο για το οποίο έχει ληφθεί ο απλός αριθμητικός μέσος των προβλέψεων των οίκων Fitch, Moody's και S&P για κάθε έτος.

αρνητική συμβολή της κατηγορίας των μακροοικονομικών μεγεθών κατά περίπου 0,33 της βαθμίδας, ενώ και η παράμετρος που σχετίζεται με το εξωτερικό περιβάλλον έχει συμβάλει θετικά κατά περίπου 0,35 της βαθμίδας.[6]

Προκειμένου να εξαχθούν συμπεράσματα για τις επερχόμενες εξελίξεις, αναλύονται οι παραδοχές των οίκων για τις βασικές παραμέτρους των μακροοικονομικών και δημοσιονομικών μεγεθών. Συγκεκριμένα, οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης ενσωματώνουν μακροοικονομικές προβλέψεις στο ποσοτικό σκέλος της ανάλυσής τους για την κρατική πιστοληπτική αξιολόγηση (βλ. τον πίνακα).

Όπως φαίνεται στον πίνακα, οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης έχουν σημαντικές διαφορές στις προβλέψεις τους για την οικονομική δραστηριότητα και τα δημοσιονομικά μεγέθη της ελληνικής οικονομίας, ειδικά για το 2026, ενώ οι προβλέψεις τους διαφέρουν και με αυτές που περιλαμβάνονται στο Μεσοπρόθεσμο Δημοσιονομικό-Διαρθρωτικό Σχέδιο του Υπουργείου Οικονομικών. Έτσι, η ενσωμάτωση των προβλέψεων του οίκου Fitch για την πορεία της ελληνικής οικονομίας έχει θετική συμβολή στο ποσοτικό σκέλος της αξιολόγησης κατά περίπου 0,3 της βαθμίδας, ενώ των S&P και Moody's κατά περίπου 0,8 και 0,5 της βαθμίδας αντίστοιχα (βλ. Διάγραμμα Β). Και στις τρεις περιπτώσεις, η θετική συμβολή στην αξιολόγηση εξηγείται κυρίως από τη βελτίωση της παραμέτρου των δημόσιων οικονομικών (κατά 0,16 της βαθμίδας για τον Fitch, 0,44 για τον S&P και 0,23 για τον Moody's). Τα μακροοικονομικά μεγέθη προσθέτουν ακόμη 0,1-0,12 της βαθμίδας στις βαθμολογίες των οίκων για το έτος 2024. Τέλος, με βάση τις προβλέψεις που περιέχονται στο Μεσοπρόθεσμο Δημοσιονομικό-Διαρθρωτικό Σχέδιο (ΜΔΣ) 2025-2028, αναμένεται βελτίωση κατά περίπου 0,3 της βαθμίδας, λόγω υψηλότερης βαθμολογίας στα δημόσια οικονομικά, και επιπλέον βελτίωση στις υπόλοιπες παραμέτρους κατά περίπου 0,28 της βαθμίδας συνολικά. Συνεπώς, η επίτευξη των στόχων του ΜΔΣ αναμένεται να επιφέρει σημαντική βελτίωση στις βαθμολογίες των θεμελιωδών μεγεθών της ελληνικής οικονομίας που λαμβάνουν υπόψη οι οίκοι, συμβάλλοντας ανοδικά στην τελική αξιολόγηση του κρατικού αξιόχρεου.

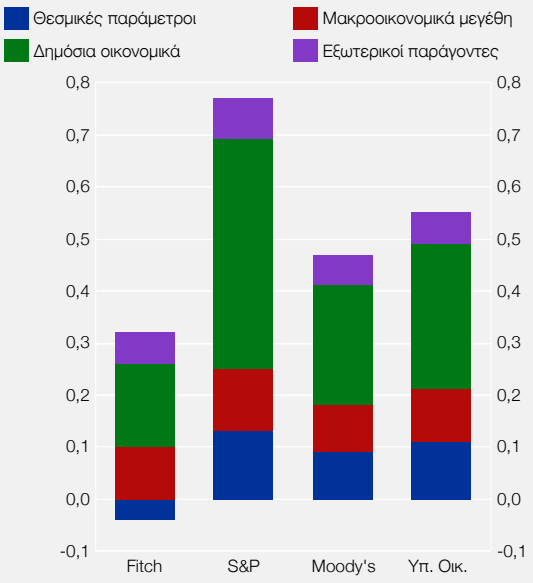
Από τα παραπάνω γίνονται εμφανείς οι λόγοι για τους οποίους ο οίκος S&P πρόσφατα μετέβαλε σε θετικές τις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας και ο οίκος Moody's προέβη σε αναβάθμιση, καθώς αναμένεται σημαντική θετική συμβολή στις βαθμολογίες των παραμέτρων των πιστοληπτικών αξιολογήσεων για την ελληνική οικονομία από την αναμενόμενη βελτίωση στα δημόσια οικονομικά. Αντίθετα, καθώς η αναμενόμενη, από τον οίκο Fitch, βελτίωση στα δημόσια οικονομικά δεν είναι τόσο μεγάλη όσο αυτή που αναμένεται από τους άλλους δύο οίκους, ενώ και η επίδρασή της στη βαθμολογία της εν λόγω παραμέτρου στο υπόδειγμα του οίκου αυτού δεν είναι ίδια με εκείνη στα υποδείγματα των άλλων δύο οίκων, η βελτίωση στο ποσοτικό σκέλος του οίκου Fitch αναμένεται να είναι μικρότερη.[7]

6 Η βελτίωση στην παράμετρο του εξωτερικού περιβάλλοντος αφορά σχεδόν εξ ολοκλήρου τη σταδιακή αποπληρωμή του χρέους προς τους επίσημους φορείς, η οποία έχει μετριάσει την αρνητική συμβολή των καθαρών στοιχείων ενεργητικού στο εξωτερικό.

7 Σχετικά με τον οίκο Fitch, πολύ σημαντική παράμετρος είναι εκείνη που υπολογίζεται με βάση τις μεταβλητές του θεσμικού περιβάλλοντος. Κατά συνέπεια, μεταρρυθμίσεις που θα βελτιώσουν τη σχετική θέση της Ελλάδος στους δείκτες διακυβέρνησης της Παγκόσμιας Τράπεζας αναμένεται να επιδράσουν ιδιαίτερα θετικά στις βαθμολογίες του εν λόγω οίκου.

Τέλος, προκειμένου να εκτιμηθεί η επίδραση στην τελική κρατική πιστοληπτική αξιολόγηση που θα έχουν οι αναμενόμενες μεταβολές στις βαθμολογίες των θεμελιωδών μεγεθών της ελληνικής οικονομίας, πρέπει να ληφθεί υπόψη η υφιστάμενη απόσταση των βαθμολογιών από τις τελικές αξιολογήσεις για κάθε οίκο. Συγκεκριμένα, με βάση τις εκθέσεις των οίκων, επί του παρόντος το ποσοτικό σκέλος της ανάλυσής τους αντιστοιχεί σε αξιολόγηση BBB- για τον οίκο Fitch, BBB+ για τον οίκο S&P και από Baa3 (αντίστοιχη της BBB-) έως Baa1 (αντίστοιχη της BBB+) για τον οίκο Moody's. Οι τελικές αξιολογήσεις που αποδίδονται αυτή τη στιγμή, αφού συνεκτιμηθούν και οι ποιοτικοί παράγοντες στο επίπεδο των επιτροπών αξιολόγησης (rating committees) των οίκων, είναι: BBB- από τον οίκο Fitch, BBB- από τον οίκο S&P και Baa3 (αντίστοιχη της BBB-) από τον οίκο Moody's. Δηλαδή, η απόσταση της τελικής αξιολόγησης του κρατικού αξιόχρεου από εκείνη που δικαιολογούν τα θεμελιώδη μεγέθη της οικονομίας για τον οίκο S&P είναι 2 βαθμίδες και για τον οίκο Moody's 0 έως 2 βαθμίδες. Τούτων δοθέντων, οι αναμενόμενες μακροοικονομικές και δημοσιονομικές εξελίξεις θα επηρεάσουν σημαντικά προς τα πάνω τις βαθμολογίες που αποδίδουν οι οίκοι S&P και Moody's, συντελώντας σε περαιτέρω βελτιώσεις του αξιόχρεου της ελληνικής οικονομίας. Το τρέχον διεθνές περιβάλλον υψηλής αβεβαιότητας αναδεικνύει ακόμη περισσότερο την ανάγκη επίτευξης των μακροοικονομικών και δημοσιονομικών στόχων, καθώς τυχόν περαιτέρω αναβαθμίσεις αναμένεται να αποτελέσουν ανάχωμα σε ενδεχόμενες δυσμενείς εξελίξεις στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές.

Διάγραμμα Β Αναμενόμενες μεταβολές παραμέτρων για το 2025 σε σχέση με πιστοληπτική αξιολόγηση BBB-



Πηγές: Οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης και εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος.
Σημειώσεις: Το διάγραμμα δείχνει την πρόσθετη συμβολή των βαθμολογιών δημοσιονομικών, μακροοικονομικών, θεσμικών και εξωτερικών παραμέτρων στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις που δίνουν οι οίκοι Fitch, Moody's και S&P, με βάση τις προβλέψεις τους για τα αντίστοιχα μεγέθη για το 2025. Η τελευταία ράβδος δείχνει την αντίστοιχη συμβολή των παραμέτρων αυτών, εφόσον ληφθούν υπόψη οι προβλέψεις του Υπουργείου Οικονομικών, όπως αυτές αναφέρονται στο Μεσοπρόθεσμο Δημοσιονομικό-Διαρθρωτικό Σχέδιο 2025-2028.

Συμπεράσματα

Η βελτίωση των μεγεθών των δημόσιων οικονομικών και οι ισχυροί ρυθμοί ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας έχουν οδηγήσει σε βελτίωση των θεμελιωδών μεγεθών που λαμβάνουν υπόψη οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης, με αποτέλεσμα τις αναβαθμίσεις των πιστοληπτικών αξιολογήσεων του κρατικού αξιόχρεου τα τελευταία χρόνια. Για το 2025 αναμένεται περαιτέρω βελτίωση των παραμέτρων των δημόσιων οικονομικών, κυρίως, και των μακροοικονομικών μεγεθών. Βέβαια, στο τρέχον περιβάλλον αυξημένης αβεβαιότητας διεθνώς, οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης αναμένεται να καταστούν πιο επιφυλακτικοί. Ειδικά σε αυτό το περιβάλλον, ενδεχόμενες περαιτέρω αναβαθμίσεις αναμένεται να συμβάλουν στην ενίσχυση της ανθεκτικότητας των επενδύσεων στην ελληνική οικονομία. Συνεπώς, είναι σημαντικό να υπάρξουν περαιτέρω βελτιώσεις, ώστε να συνεχιστούν οι αναβαθμίσεις. Ιδίως στις θεσμικές και τις εξωτερικές παραμέτρους, υπάρχει σημαντικό περιθώριο βελτίωσης των θεμελιωδών μεγεθών, κάτι που μπορεί να επιτευχθεί μέσα από την προώθηση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και τη βελτίωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αντίστοιχα.

Πλαίσιο IX.2

ΡΟΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΠΡΟΣ ΤΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Τα επενδυτικά κεφάλαια (investment funds) είναι οργανισμοί που συγκεντρώνουν διαθέσιμα από μεμονωμένους επενδυτές με σκοπό τη συλλογική τοποθέτησή τους σε χαρτοφυλάκια μετοχών, ομολόγων και άλλων περιουσια-

κών στοιχείων και τη διαχείρισή τους από επαγγελματίες διαχειριστές κεφαλαίων. Το παρόν πλαίσιο εξετάζει τη δυναμική των ροών προς τα επενδυτικά κεφάλαια διεθνώς, καθώς και τη σχέση τους με τις οικονομικές και νομισματικές εξελίξεις, κατά την περίοδο 2021-2024. Ειδικότερα, αναλύονται οι ροές κεφαλαίων προς μη τραπεζικούς φορείς χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης, με έμφαση στις θέσεις των διαχειριστών κεφαλαίων που επενδύουν σε ομόλογα, σε μετοχές και στην αγορά χρήματος στην ευρωζώνη και στις ΗΠΑ. Σκοπός είναι να αναλυθούν οι ροές των επενδυτικών κεφαλαίων σε σχέση με εξελίξεις όπως οι μεταβολές των επιτοκίων από την ΕΚΤ και την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (Fed).

Προσέγγιση των ροών προς τα επενδυτικά κεφάλαια με βάση την κατανομή χαρτοφυλακίου

Τα επενδυτικά κεφάλαια (ΕΚ) χρηματοδοτούνται μέσω εισροών κεφαλαίων από τους επενδυτές που αγοράζουν τα μερίδιά τους, ενώ αντίθετα η ρευστοποίηση μεριδίων τους προκαλεί εκροές κεφαλαίων. Οι καθαρές ροές προς τα ΕΚ είναι θετικές όταν η ζήτηση για τα μερίδιά τους είναι μεγαλύτερη από την προσφορά, ενώ γίνονται αρνητικές όταν οι μεριδιούχοι ρευστοποιούν τα μερίδιά τους σε έκταση που υπερβαίνει τη ζήτηση για αυτά. Συνεπώς, οι ροές κεφαλαίων προς τα ΕΚ παρέχουν πληροφορίες σχετικά με τη ζήτηση εκ μέρους θεσμικών και λιανικών επενδυτών για κάθε συγκεκριμένο ΕΚ.[1]

Ένα σημαντικό ερώτημα που ανακύπτει όσον αφορά τις καθαρές ροές κεφαλαίων είναι πώς αυτές μπορούν να συνδεθούν με την αγορά αξιογράφων (ομολόγων και μετοχών) και άλλων περιουσιακών στοιχείων μιας συγκεκριμένης χώρας ή ενός συνόλου χωρών. Για το σκοπό αυτό, υπολογίζονται οι καθαρές ροές ως η διαφορά των εισροών από τις εκροές για κάθε ΕΚ. Η ανάλυση διενεργείται για ΕΚ που επενδύουν στις αγορές χρήματος, ομολόγων και μετοχών στην ευρωζώνη και στις ΗΠΑ, χρησιμοποιώντας στοιχεία με μηνιαία συχνότητα για την περίοδο από το Δεκέμβριο του 2020 έως το Δεκέμβριο του 2024.[2] Αναλύονται δεδομένα από 77.197 ΕΚ διαφόρων κατηγοριών, όπως αμοιβαία κεφάλαια, συνταξιοδοτικά κεφάλαια (ταμεία), διαπραγματεύσιμα κεφάλαια (exchange-traded funds – ETFs), ασφαλιστικά κεφάλαια και κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου (hedge funds), τα οποία επενδύουν σε ομόλογα, σε μετοχές, σε συνδυασμό αυτών και στη χρηματαγορά.

Πιο αναλυτικά, υπολογίζεται η συνολική καθαρή ροή προς την εκάστοτε οικονομία, ως το άθροισμα των καθαρών ροών για κάθε ΕΚ ($KPK_{j,t}$) επί το ποσοστό του χαρτοφυλακίου που επένδυσε το ΕΚ αυτό στη συγκεκριμένη οικονομία την προηγούμενη περίοδο ($\omega^{i}_{j,t-1}$)[3]. Το μέτρο αυτό αποτυπώνει με μεγάλη ακρίβεια τη διάρθρωση των χαρτοφυλακίων σε αξιόγραφα ως προς τις οικονομίες προέλευσης των τελευταίων, καθώς βασίζεται στις συνολικές επενδυτικές θέσεις των ΕΚ σε κάθε οικονομία. Τα δεδομένα γεωγραφικής εστίασης για κάθε ΕΚ προσδιορίζουν τη χώρα ή το σύνολο χωρών όπου επενδύεται το μεγαλύτερο μέρος των περιουσιακών στοιχείων του ΕΚ. Οι χώρες/ομάδα χωρών που αναλύονται στο παρόν πλαίσιο περιλαμβάνουν τις ΗΠΑ, την ευρωζώνη, την Ελλάδα, τη Γαλλία και τη Γερμανία.

---

1 Η ζήτηση μεριδίων ΕΚ από πλευράς των επενδυτών δεν είναι απαραίτητα ισοδύναμη με τη ζήτηση κάθε μεμονωμένου περιουσιακού στοιχείου στο χαρτοφυλάκιο του ΕΚ, καθώς επηρεάζεται και από παράγοντες όπως οι προγενέστερες αποδόσεις, το μέγεθος των υπό διαχείριση κεφαλαίων κ.ά. Οι καθαρές ροές κεφαλαίων είναι μια προσεγγιστική μέτρηση που βασίζεται στις μεταβολές των καθαρών περιουσιακών στοιχείων υπό τη διαχείριση του ΕΚ, καθώς και στην απόδοση του χαρτοφυλακίου του. Η απόδοση του χαρτοφυλακίου του ΕΚ υπολογίζεται με βάση τα περιουσιακά στοιχεία του ΕΚ και την κατανομή τους, ενώ επίσης συνυπολογίζονται κεφαλαιακά κέρδη/ζημίες, εισοδήματα από μερίσματα ή τόκους, συναλλαγματικές διαφορές, επανεπενδύσεις και έξοδα διαχείρισης.

2 Πηγή των στοιχείων της ανάλυσης είναι η LSEG Lipper for Investment Management. Το σύνολο δεδομένων περιλαμβάνει εκτιμήσεις καθαρών ροών κεφαλαίων προς ΕΚ σε δολάρια ΗΠΑ, προσαρμοσμένων ως προς τα συνολικά έξοδα, τις χρεώσεις εισόδου και εξόδου και τους φόρους. Επιπλέον, τα έσοδα από κεφαλαιακά κέρδη ή διανομές τόκων και μερισμάτων επανεπενδύονται κατά την ημερομηνία αποκοπής μερίσματος. Περιλαμβάνονται ΕΚ με περιουσιακά στοιχεία υπό διαχείριση ή συνολικά καθαρά περιουσιακά στοιχεία ύψους τουλάχιστον 100 εκατ. δολ. ΗΠΑ. Σε περίπτωση ελλιπούς αναφοράς στοιχείων, τα μη αναφερόμενα στοιχεία προσεγγίζονται με τα τελευταία διαθέσιμα δεδομένα τους.

3 Με βάση τις εκτιμώμενες καθαρές ροές κατά την περίοδο t για το ΕΚ j, $KPK_{j,t}$, κατασκευάζεται το προσεγγιστικό μέτρο των καθαρών ροών κεφαλαίων για την κατανομή χαρτοφυλακίου του για μια συγκεκριμένη οικονομία i χρησιμοποιώντας το μερίδιο χαρτοφυλακίου του προηγούμενου μήνα σε αυτή $\omega^{i}_{j,t-1}$. Γενικεύοντας για τα διαθέσιμα επενδυτικά κεφάλαια j=1,…,N, έχουμε την εξής σχέση: $\widetilde{KPK}^{i}_{j,t} = KPK_{j,t} \times \omega^{i}_{j,t-1}$.

Καθαρές ροές προς επενδυτικά κεφάλαια

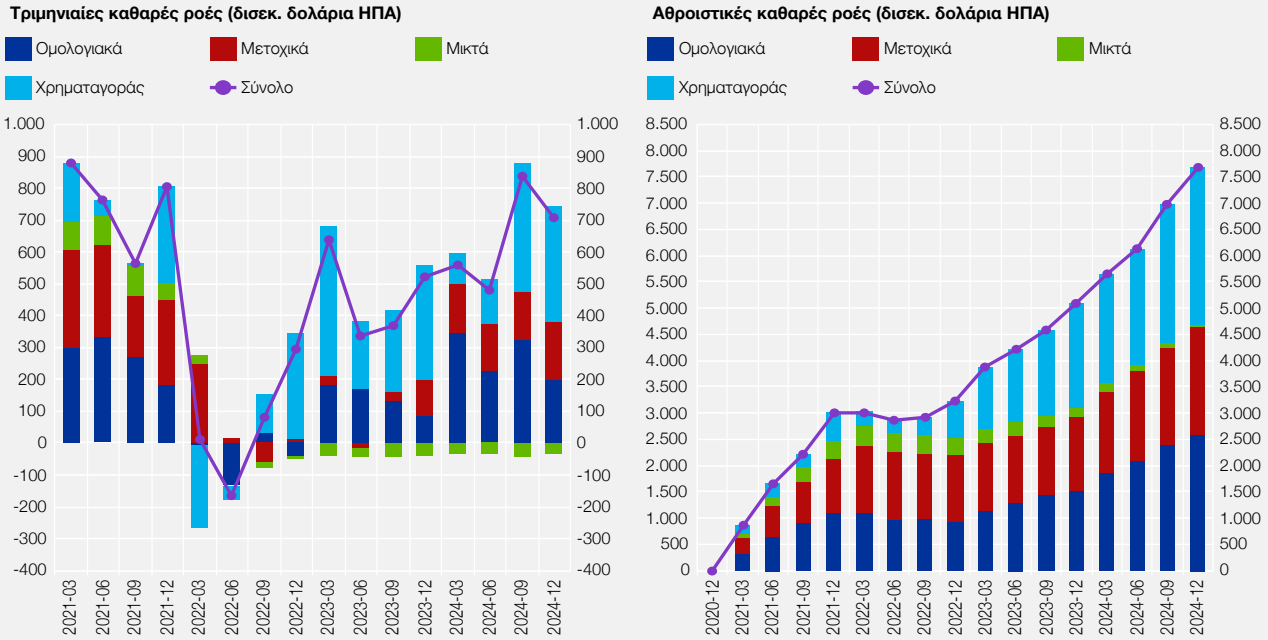
Ο κύκλος αυστηροποίησης της νομισματικής πολιτικής που ξεκίνησε το 2021 και συνεχίστηκε έως το 2024 συνοδεύθηκε από αύξηση των ροών κεφαλαίων προς τα ΕΚ κατά σχεδόν 7,5 τρισεκ. δολάρια ΗΠΑ (βλ. Διάγραμμα Α). Η αύξηση αποδίδεται κυρίως στις ροές προς τα ΕΚ χρηματαγοράς (money market funds) την περίοδο από το δ΄ τρίμηνο του 2022 μέχρι το τέλος του 2024, λόγω προσδοκιών για άνοδο του πληθωρισμού και για αυξήσεις επιτοκίων από τη Fed. Μετά την πτώση των τιμών στην αγορά ομολόγων στις αρχές του 2022, τα ομολογιακά ΕΚ (bond funds) προσέλκυσαν επίσης σημαντικές ροές κεφαλαίων από τους επενδυτές το 2023, καθώς οι χαμηλότερες αποτιμήσεις των ομολόγων (υψηλότερες αποδόσεις) ενθάρρυναν τους επενδυτές να αυξήσουν τις θέσεις τους σε ομόλογα. Από τις συνολικές παγκόσμιες καθαρές ροές κεφαλαίων προς τα ομολογιακά ΕΚ την περίοδο 2021-2024, το 45% κατευθύνθηκε στις ΗΠΑ, ενώ η ευρωζώνη προσέλκυσε το 16%. Όσον αφορά τα μετοχικά ΕΚ, οι καθαρές ροές προς την ευρωζώνη αντιπροσώπευαν μόλις το 5,7% των αντίστοιχων παγκόσμιων ροών μέχρι το τέλος του 2024, ενώ το μερίδιο των καθαρών ροών προς τις μετοχές των ΗΠΑ ήταν πολύ υψηλότερο, φθάνοντας το 46%.

Στο Διάγραμμα Β απεικονίζεται το σύνολο των καθαρών ροών προς επενδυτικά κεφάλαια ανά οικονομία και ανά τύπο αξιογράφων στα οποία επενδύουν αυτά. Για την ταξινόμηση αυτή λαμβάνονται υπόψη οι καθαρές ροές προς τα ΕΚ και οι σταθμίσεις των χαρτοφυλακίων τους ανά αξιόγραφο και οικονομία προέλευσής του.

Οι καθαρές ροές προς ΕΚ που επενδύουν σε ομόλογα, τόσο στις ΗΠΑ όσο και στην ευρωζώνη, φαίνεται ότι αυξάνονται σημαντικά αφότου οι επενδυτές διαμόρφωσαν προσδοκίες για μειώσεις των επιτοκίων, δηλαδή από το τέλος του α΄ τριμήνου του 2024 και μετά. Η παρατήρηση αυτή συνάδει με το γεγονός ότι οι τιμές των ομολόγων, και άρα η αξία των ΕΚ που τα περιλαμβάνουν, αυξάνονται με τη μείωση των αποδόσεών τους. Ταυτόχρονα, σε ένα περιβάλλον μειώσεων των επιτοκίων, αναμένεται να επέλθει μείωση των αποδόσεων των ομολόγων.

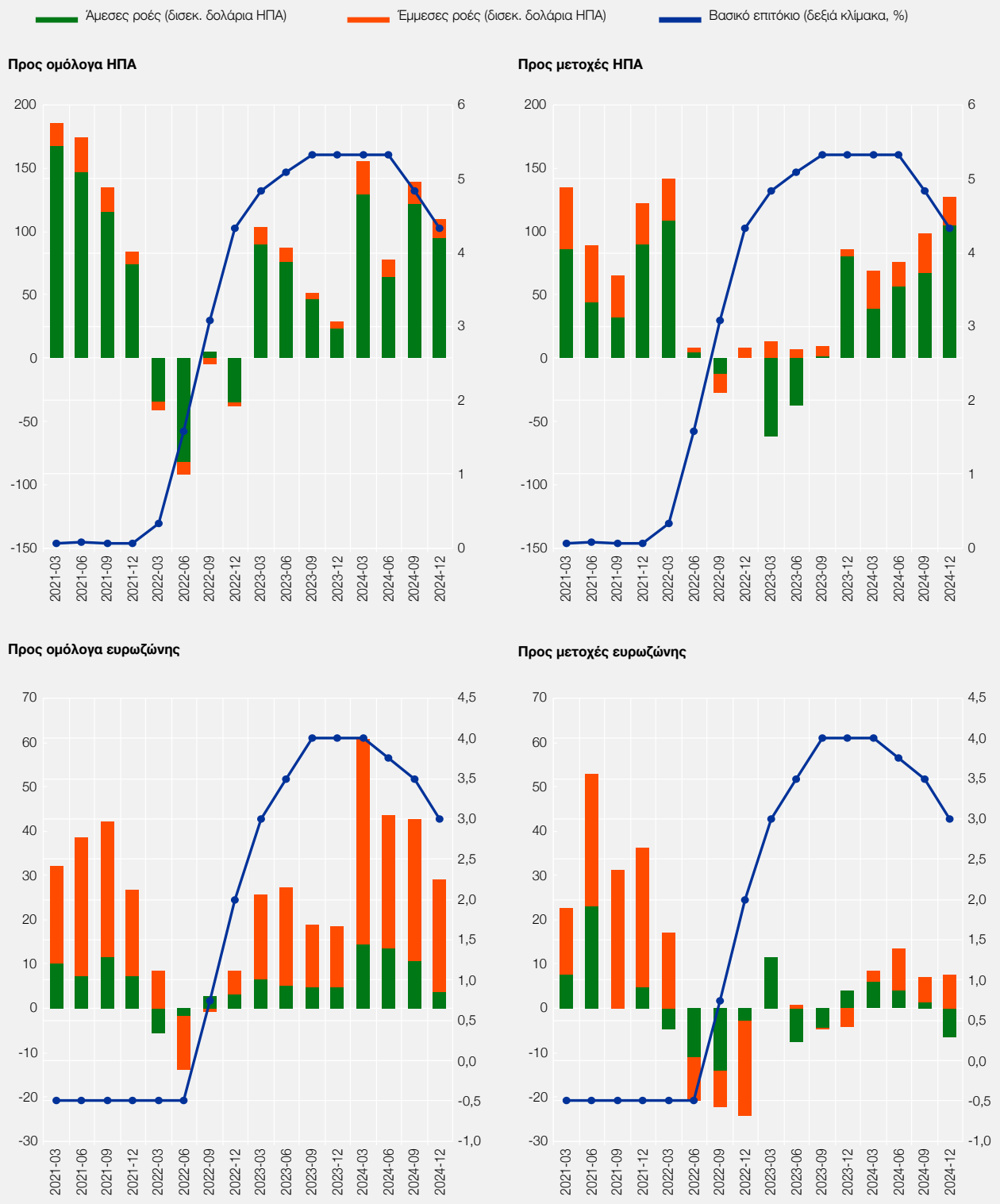
Από την άλλη πλευρά, παρατηρείται σημαντική άνοδος των εισροών διαθεσίμων από τους επενδυτές στα ΕΚ, στο βαθμό που τα χαρτοφυλάκιά τους είναι τοποθετημένα σε μετοχές των ΗΠΑ, ενώ δεν ισχύει το ίδιο για τα ΕΚ με έκθεση σε μετοχές χωρών της ευρωζώνης. Ενδεχομένως, η παρατήρηση αυτή υποδεικνύει ότι οι επενδυτές

Διάγραμμα Α Ροές προς επενδυτικά κεφάλαια διεθνώς



Πηγές: Lipper και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.
Σημειώσεις: Στο αριστερό γράφημα, οι καθαρές ροές προς επενδυτικά κεφάλαια (ΕΚ) παγκοσμίως υπολογίζονται ως το άθροισμα των μηνιαίων στοιχείων για κάθε τρίμηνο της περιόδου Δεκέμβριος 2020-Δεκέμβριος 2024. Το δεξιό γράφημα δείχνει τις αθροιστικές ροές για τη συγκεκριμένη περίοδο. Οι ροές σε ομολογιακά ΕΚ απεικονίζονται με σκούρο μπλε χρώμα, σε μετοχικά ΕΚ με κόκκινο, σε μικτά ΕΚ με πράσινο και σε ΕΚ που επενδύουν στην αγορά χρήματος με γαλάζιο. Η μωβ γραμμή απεικονίζει το σύνολο των ροών για όλες τις παραπάνω κατηγορίες ΕΚ.

Διάγραμμα Β Καθαρές ροές προς ομόλογα και μετοχές από τις ΗΠΑ και την ευρωζώνη



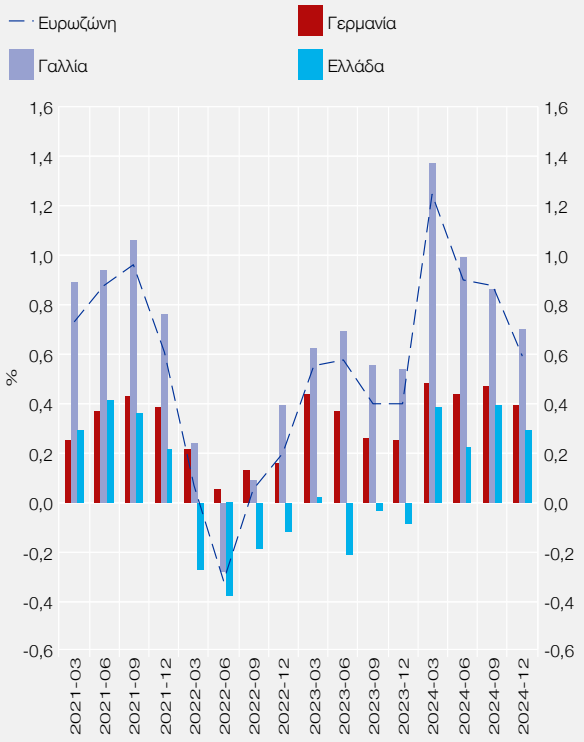
Πηγές: Lipper και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.
Σημειώσεις: Στα παραπάνω γραφήματα απεικονίζονται οι τριμηνιαίες καθαρές ροές προς ομολογιακά ΕΚ (γραφήματα στα αριστερά) και προς μετοχικά ΕΚ (γραφήματα στα δεξιά), τα οποία τοποθετούν σε αμερικανικούς (άνω γραφήματα) ή ευρωπαϊκούς τίτλους (κάτω γραφήματα). Η μπλε καμπύλη σε κάθε γράφημα απεικονίζει το βασικό επιτόκιο της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ (Fed) και της ΕΚΤ αντίστοιχα. Επιπλέον, οι πράσινες ράβδοι (άμεσες ροές) απεικονίζουν τις ροές προς ΕΚ που επενδύουν το μεγαλύτερο ποσοστό των χαρτοφυλακίων τους στην οικονομία των ΗΠΑ ή της ευρωζώνης, επί το ποσοστό αυτό, ενώ οι πορτοκαλί ράβδοι (έμμεσες ροές) απεικονίζουν τις αντίστοιχες ροές προς τα αξιόγραφα των δύο οικονομιών που υπολογίζονται από το γινόμενο των καθαρών εισροών στα κεφάλαια αυτά, επί το ποσοστό που επένδυαν αυτά σε ομόλογα και μετοχές από τις ΗΠΑ και την ευρωζώνη.

επιλέγουν τα μετοχικά ΕΚ, με βάση τις προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας στις ΗΠΑ, καθώς η αμερικανική οικονομία εμφανίζει έως τώρα ρυθμούς ανάπτυξης που υπερβαίνουν σημαντικά τις προσδοκίες. Αντίθετα, καθώς οι μεγάλες οικονομίες της ευρωζώνης έχουν ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης σημαντικά ασθενέστερους των αναμενομένων από τους επενδυτές, δεν παρατηρούνται σημαντικές εισροές προς ΕΚ με έκθεση σε μετοχές από τη ζώνη του ευρώ.

Η ζήτηση ΕΚ με έκθεση σε ελληνικά ομόλογα ακολούθησε τη ζήτηση ΕΚ με θέσεις σε άλλα ευρωπαϊκά ομόλογα, αλλά με χρονική υστέρηση (βλ. Διάγραμμα Γ). Συγκεκριμένα, την περίοδο α΄ τρίμηνο 2022-δ΄ τρίμηνο 2023, παρατηρείται καθαρή μείωση των ροών διαθεσίμων των επενδυτών προς ΕΚ, στο βαθμό που αυτά διακρατούν ελληνικά ομόλογα. Βέβαια, οι ροές των μεριδιούχων προς τα ΕΚ δεν αντικατοπτρίζουν τις θέσεις των ίδιων των ΕΚ σε ελληνικά ομόλογα, οι οποίες αυξήθηκαν την ίδια περίοδο εν όψει της αναβάθμισης της ελληνικής οικονομίας στην επενδυτική κατηγορία.[4] Αντιθέτως, το 2024, δηλαδή μετά την αναβάθμιση της ελληνικής οικονομίας στην επενδυτική κατηγορία, η ζήτηση ΕΚ που είχαν τοποθετηθεί σε ελληνικά ομόλογα αυξήθηκε σημαντικά.

Ταυτόχρονα, είναι ενδιαφέρον ότι η μεγάλη απόκλιση η οποία παρατηρείται μεταξύ των καθαρών ροών προς ΕΚ που επενδύουν σε γερμανικά ομόλογα και εκείνων προς ΕΚ που επενδύουν σε γαλλικά ομόλογα δείχνει σαφείς τάσεις μείωσης από την αρχή του 2024. Ενδεχομένως, η απόκλιση αυτή σχετίζεται με την υψηλότερη απόδοση των γαλλικών ομολόγων έναντι των γερμανικών, σε συνδυασμό με τη σχετική ασφάλεια που προσφέρουν τα δεύτερα ως προς άλλα ομόλογα της ζώνης του ευρώ.

Διάγραμμα Γ Ετησιοποιημένες καθαρές ροές προς ομολογιακά ΕΚ ως ποσοστό του ονομαστικού ΑΕΠ



Πηγές: Lipper και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.
Σημειώσεις: Το διάγραμμα απεικονίζει το κυλιόμενο άθροισμα 4 τριμήνων των καθαρών ροών σε ομολογιακά ΕΚ ανάλογα με το ύψος της επένδυσής τους σε ομόλογα της Γαλλίας (μωβ ράβδοι), της Γερμανίας (κόκκινες ράβδοι), της Ελλάδος (γαλάζιες ράβδοι) και της ευρωζώνης (διακεκομμένη μπλε γραμμή) ως ποσοστό του ετήσιου ονομαστικού ΑΕΠ της κάθε χώρας ή του συνόλου των χωρών αντίστοιχα.

Συμπεράσματα

Οι ροές προς τα επενδυτικά κεφάλαια διεθνώς έχουν αυξηθεί κατά 7,5 τρισεκ. δολάρια ΗΠΑ μεταξύ 2021 και 2024. Αρχικά κατευθύνθηκαν προς ΕΚ που επενδύουν στην αγορά χρήματος, ενώ πιο πρόσφατα, δηλαδή αφότου διαμορφώθηκαν προσδοκίες για επικείμενες μειώσεις επιτοκίων στη ζώνη του ευρώ και τις ΗΠΑ, παρατηρείται αύξηση των καθαρών εισροών προς ΕΚ που διακρατούν ομόλογα από τις ΗΠΑ και την ευρωζώνη. Η παρατήρηση αυτή είναι συνεπής με την προσδοκία ότι, σε ένα περιβάλλον μείωσης των επιτοκίων, θα αυξηθούν οι τιμές των υφιστάμενων ομολόγων. Από την άλλη πλευρά, οι καθαρές ροές προς ΕΚ που επενδύουν σε αγορές μετοχών φαίνεται ότι σχετίζονται κυρίως με τις προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας. Έτσι, παρατηρείται αύξηση των εισροών σε ΕΚ που επενδύουν σε αμερικανικές μετοχές, ενώ οι αντίστοιχες ροές προς ΕΚ που επενδύουν σε μετοχές της ευρωζώνης είναι πολύ αδύναμες. Τέλος, φαίνεται ότι οι εισροές σε ΕΚ που επενδύουν σε ελληνικά ομόλογα έχουν αυξηθεί σημαντικά μετά την αναβάθμιση στην επενδυτική κατηγορία. Κατά συνέπεια, επιβεβαιώνεται η σημασία της εξέλιξης αυτής, καθώς ο ρόλος των επενδυτικών κεφαλαίων στη χρηματοδότηση της παγκόσμιας οικονομίας, μέσω των διεθνών κεφαλαιαγορών, έχει ενισχυθεί σημαντικά. Η εξέλιξη αυτή μάλιστα αναμένεται να συνεχιστεί, ειδικά εν όψει περαιτέρω μειώσεων των επιτοκίων στη ζώνη του ευρώ.

4 Βλ. Πλαίσιο IX.1 “Οι τοποθετήσεις των επενδυτικών κεφαλαίων στην Ελλάδα και διεθνώς”, Τράπεζα της Ελλάδος (2024), *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2023*.

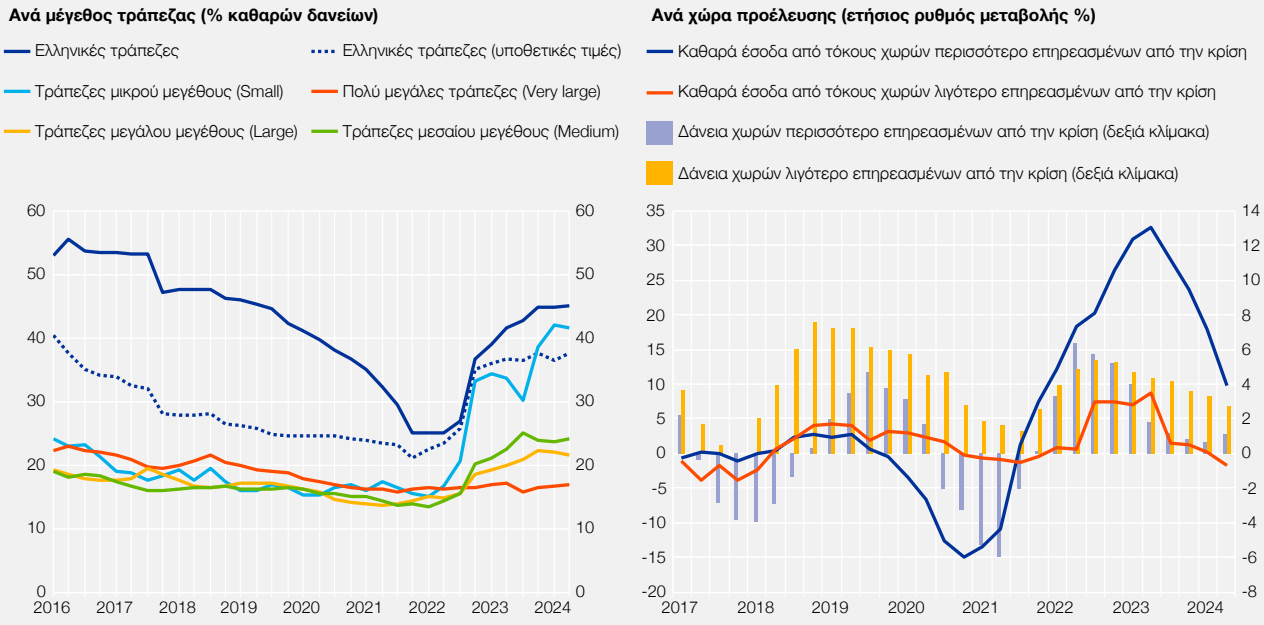
Πλαίσιο IX.3

Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΑ ΚΑΘΑΡΑ ΕΣΟΔΑ ΑΠΟ ΤΟΚΟΥΣ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

Τα καθαρά έσοδα από τόκους[1] των τραπεζών αποτελούν βασική πηγή εσόδων και καθορίζονται από ποικίλους παράγοντες, όπως οι ροές δανείων προς την οικονομία, το επίπεδο του πιστωτικού κινδύνου, αλλά και το επίπεδο των βασικών επιτοκίων. Σε οικονομίες με σταθερές ροές χρηματοδότησης και χαμηλό πιστωτικό κίνδυνο, το επίπεδο των επιτοκίων πολιτικής αποτελεί το βασικό προσδιοριστικό παράγοντα των καθαρών εσόδων από τόκους των τραπεζών. Η έναρξη του ανοδικού κύκλου επιτοκίων από την ΕΚΤ το 2022 αποτέλεσε το έναυσμα για την ανάκαμψη των εσόδων από τόκους και τη μεγαλύτερη συνεισφορά τους στους δείκτες αποδοτικότητας των τραπεζών. Ταυτόχρονα, καθώς οι ελληνικές τράπεζες είχαν ήδη σε μεγάλο βαθμό βελτιώσει την ποιότητα των δανειακών χαρτοφυλακίων τους, επηρεάζονταν περισσότερο, σε σχέση με το παρελθόν, από τις μεταβολές στην ενιαία νομισματική πολιτική.

Έτσι, στο περιβάλλον των αυξημένων επιτοκίων, τα καθαρά έσοδα από τόκους των ελληνικών συστημικών τραπεζών ακολούθησαν ανοδική πορεία, όπως και των υπόλοιπων ευρωπαϊκών τραπεζών (βλ. Διάγραμμα Α, αριστερό γράφημα), και η αύξησή τους ήταν σημαντικά μεγαλύτερη, σχεδόν διπλάσια, από το μέσο όρο των ευρωπαϊκών τραπεζών. Στην αρχή της υπό εξέταση περιόδου (2016-2024) το καθαρό επιτοκιακό περιθώριο για τις ελληνικές τράπεζες διαμορφώνεται σε σημαντικά υψηλότερα επίπεδα από εκείνο των υπόλοιπων ευρωπαϊκών

Διάγραμμα Α Καθαρά έσοδα από τόκους των ευρωπαϊκών τραπεζών



Πηγές: ΕΚΤ και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.
Σημειώσεις: Στο αριστερό γράφημα, οι υπολογισμοί ακολουθούν την ομαδοποίηση της ΕΚΤ για τις τράπεζες ανά κατηγορία μεγέθους ενεργητικού (Small: τράπεζες με ενεργητικό έως 30 δισεκ. ευρώ, Medium-sized: τράπεζες με ενεργητικό 30-200 δισεκ. ευρώ, Large: τράπεζες με ενεργητικό άνω των 200 δισεκ. ευρώ και Very large: οι παγκοσμίως συστημικώς σημαντικές τράπεζες, G-SIBs). Η διακεκομμένη γραμμή αφορά την υποθετική εξέλιξη για τις ελληνικές τράπεζες εάν τα καθαρά δάνεια στην αρχή της περιόδου ακολουθούσαν το ρυθμό μεταβολής των καθαρών δανείων συγκρίσιμων ευρωπαϊκών τραπεζών (με ενεργητικό 30-100 δισεκ. ευρώ). Στο δεξιό γράφημα, οι υπολογισμοί έχουν ομαδοποιηθεί για τις χώρες που επλήγησαν περισσότερο από την κρίση χρέους (Ελλάδα, Ιρλανδία, Ισπανία, Ιταλία και Πορτογαλία) και εκείνες που επλήγησαν λιγότερο (λοιπές ευρωπαϊκές χώρες για τις οποίες υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία). Οι σταθμισμένοι μέσοι όροι υπολογίζονται για το καθαρό επιτοκιακό εισόδημα και τη χρηματοδότηση ανά τρίμηνο για την περίοδο β΄ τρίμηνο 2017-γ΄ τρίμηνο 2024 σε 12μηνη κυλιόμενη βάση, με τους συντελεστές στάθμισης να ορίζονται από το σύνολο του ενεργητικού των τραπεζών ανά χώρα.

1 Τα καθαρά έσοδα από τόκους (net interest income) είναι τα έσοδα από τόκους δανείων και χρεωστικών τίτλων αφού αφαιρεθούν τα έξοδα για τόκους καταθέσεων, εκδοθέντων χρεογράφων και λοιπών χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων.

τραπεζών (κατά μέσο όρο 2,8%, έναντι 1,4% στην ευρωζώνη), καθώς υπολογίζεται ως ο λόγος των καθαρών εσόδων από τόκους προς το σύνολο των τοκοφόρων στοιχείων ενεργητικού, δηλ. κυρίως τα δάνεια, με αποτέλεσμα να αντανακλά σε μεγάλο βαθμό την αδύναμη χρηματοδότηση της οικονομίας και όχι την τιμολόγηση των δανείων. Αυτό γίνεται εμφανές όταν ληφθεί υπόψη και η πιστωτική επέκταση, οπότε η αύξηση στα καθαρά έσοδα από τόκους των ελληνικών τραπεζών μετριάζεται περίπου κατά 25%. Αντίθετα, από το 2022 και ύστερα τα καθαρά έσοδα από τόκους των ελληνικών τραπεζών αυξάνονται στον ίδιο περίπου βαθμό με τα αντίστοιχα έσοδα για τις υπόλοιπες ευρωπαϊκές τράπεζες με παρόμοιο μέγεθος ενεργητικού και επιχειρηματικό μοντέλο, δηλ. τις μικρές, για τα ευρωπαϊκά δεδομένα, τράπεζες προσανατολισμένες στη λιανική τραπεζική, διότι επωφελούνται, μεταξύ άλλων, από την ισχυρότερη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής στα επιτόκια χορηγήσεων από ό,τι στο κόστος χρηματοδότησής τους (βλ. Διάγραμμα Α, αριστερό γράφημα).[2]

Ταυτόχρονα βέβαια, στην τιμολόγηση των δανείων από τις ελληνικές τράπεζες συνυπολογίζεται ο υψηλότερος πιστωτικός κίνδυνος στην ελληνική οικονομία, σε σύγκριση με τις υπόλοιπες οικονομίες της ευρωζώνης, με αποτέλεσμα στα επιτόκια για τις νέες χρηματοδοτήσεις να ενσωματώνεται υψηλότερο σχετικό ασφάλιστρο κινδύνου. Στο παρόν πλαίσιο, γίνεται μια σύνοψη της εξέλιξης των καθαρών εσόδων από τόκους των ελληνικών τραπεζών σε συνάρτηση με την ευρωπαϊκή τραπεζική αγορά και τις επικρατούσες νομισματικές συνθήκες, ενώ παράλληλα αναδεικνύονται οι προκλήσεις που πηγάζουν από τις πρόσφατες μειώσεις επιτοκίων και την προοπτική περαιτέρω μειώσεων.

Καθαρά έσοδα από τόκους και κερδοφορία των τραπεζών

Οι τράπεζες καθορίζουν την επιτοκιακή τους πολιτική λαμβάνοντας υπόψη τόσο ιδιοσυγκρασιακά στοιχεία όσο και εξωτερικούς παράγοντες όπως, μεταξύ άλλων, το επίπεδο οικονομικής δραστηριότητας και την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής. Έτσι, σε περιόδους χαμηλών βραχυπρόθεσμων επιτοκίων και σχετικά επίπεδης καμπύλης αποδόσεων, το περιθώριο που προκύπτει από τη μετατροπή βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (καταθέσεων) σε μακροπρόθεσμα στοιχεία ενεργητικού (δάνεια) περιορίζεται, συμπιέζοντας τα καθαρά έσοδα από τόκους.[3] Ωστόσο, η συνολική κερδοφορία διαμορφώνεται και από άλλους παράγοντες που ενδέχεται να επηρεαστούν θετικά από το περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων, όπως το κόστος χρηματοδότησης των τραπεζών από τις κεφαλαιαγορές και το επίπεδο πιστωτικού κινδύνου.[4]

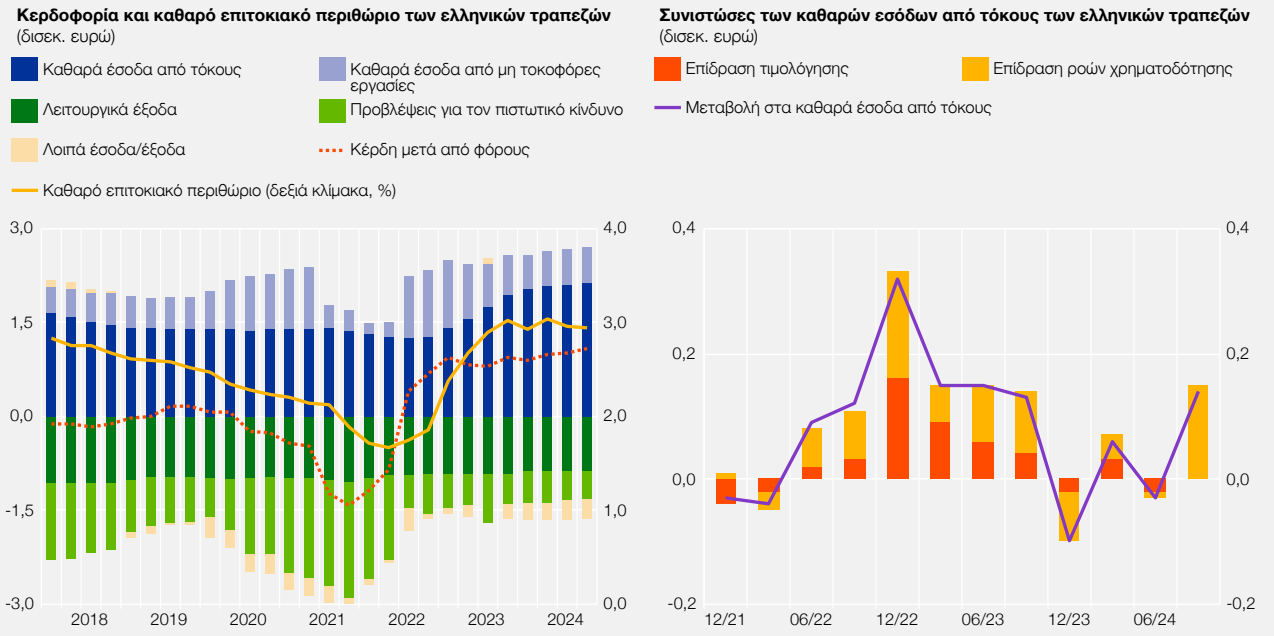
Η περίοδος που ακολούθησε την κρίση χρέους στην ευρωζώνη βρήκε τις τράπεζες αντιμέτωπες με προκλήσεις για την οργανική κερδοφορία τους σχετιζόμενες με το ασθενές μακροοικονομικό περιβάλλον και το υψηλό κόστος κινδύνου, ιδιαίτερα στις χώρες που επλήγησαν περισσότερο. Έτσι, τα καθαρά έσοδα από τόκους των τραπεζών της ευρωζώνης αυξήθηκαν με χαμηλούς ρυθμούς, στηριζόμενα κυρίως στην αύξηση των πιστώσεων σε χώρες που επλήγησαν σχετικά λιγότερο, καθώς το περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων και οι συνθήκες ανταγωνισμού ασκούσαν καθοδικές πιέσεις στο καθαρό επιτοκιακό περιθώριο (βλ. Διάγραμμα Α, δεξιό γράφημα). Ωστόσο, η αύξηση των βασικών επιτοκίων οδήγησε σε διεύρυνση του καθαρού επιτοκιακού περιθωρίου των τραπεζών, ιδιαίτερα λόγω του δανεισμού προς επιχειρήσεις, ο οποίος διατηρείται έως σήμερα σε επίπεδα πάνω από το μέσο όρο της δεκαετίας, στηρίζοντας τη βελτίωση των καθαρών εσόδων από τόκους. Η κερδοφορία των ελληνικών

2 Η χαμηλότερη μετάδοση στα επιτόκια καταθέσεων στην ευρωζώνη σχετίζεται, μεταξύ άλλων, με τις συνθήκες ρευστότητας και ανταγωνισμού και έχει διερευνηθεί εμπειρικά από σχετικές μελέτες (βλ. για παράδειγμα Beyer, R.C.M., R. Chen, C. Li, F. Misch, E.O. Ozturk and L. Ratnovski (2024), "Monetary policy pass-through to interest rates: Stylized facts from 30 European countries", IMF Working Paper WP/24/9).

3 Η σχέση της νομισματικής πολιτικής με την κερδοφορία του τραπεζικού συστήματος τεκμηριώνεται από σχετικές μελέτες: βλ. μεταξύ άλλων Flannery, M.J. (1981), "Market interest rates and commercial bank profitability: An empirical investigation", *The Journal of Finance*, 36(5), 1085-1102, και Hancock, D. (1985), "Bank profitability, interest rates, and monetary policy", *Journal of Money, Credit and Banking*, 17(2), 189-202. Εμπειρικές μελέτες επίσης αναδεικνύουν τις αρνητικές συνέπειες του περιβάλλοντος χαμηλών επιτοκίων και μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής στο καθαρό επιτοκιακό περιθώριο των τραπεζών (βλ. μεταξύ άλλων Claessens, S., N. Coleman and M. Donnelly (2018), " 'Low-For-Long' interest rates and banks' interest margins and profitability: Cross-country evidence", *Journal of Financial Intermediation*, 35, 1-16, και English, W.B., S.J. Van den Heuvel and E. Zakrajšek (2018), "Interest rate risk and bank equity valuations", *Journal of Monetary Economics*, 98, 80-97).

4 Βλ. Altavilla, C., M. Boucinha and J.-L. Peydró (2018), "Monetary policy and bank profitability in a low interest rate environment", *Economic Policy*, 33(96), 531-586.

Διάγραμμα Β Κερδοφορία και καθαρά έσοδα από τόκους των ελληνικών τραπεζών



Πηγές: ΕΚΤ και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.
Σημειώσεις: Στο αριστερό γράφημα, οι συνιστώσες των καθαρών εσόδων των ελληνικών τραπεζών εμφανίζονται ανά τρίμηνο σε 12μηνη κυλιόμενη βάση για την περίοδο δ΄ τρίμηνο 2017-γ΄ τρίμηνο 2024. Το καθαρό επιτοκιακό περιθώριο υπολογίζεται ως ο λόγος των καθαρών εσόδων από τόκους προς τα τοκοφόρα στοιχεία ενεργητικού. Στο δεξιό γράφημα, οι μεταβολές στα καθαρά έσοδα από τόκους είναι ανά τρίμηνο για την περίοδο δ΄ τρίμηνο 2021-γ΄ τρίμηνο 2024 και υπολογίζονται με βάση την εκτιμώμενη μεταβολή των στοιχείων ενεργητικού που παράγουν τόκους (volume effect) και της σχετικής τιμολόγησής τους (pricing effect).

τραπεζών έχει επίσης βελτιωθεί σημαντικά, ωθούμενη αρχικά και σε μεγάλο βαθμό από τη μείωση των προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο, που αντανακλά τη βελτίωση της ποιότητας του δανειακού τους χαρτοφυλακίου, και, μετά την έναρξη του κύκλου ανόδου των επιτοκίων πολιτικής, από την αύξηση των καθαρών εσόδων από τόκους σε επίπεδα άνω του μέσου όρου της δεκαετίας (βλ. Διάγραμμα Β, αριστερό γράφημα).[5]

Στην αύξηση των καθαρών εσόδων από τόκους των ελληνικών τραπεζών συνέβαλαν αφενός η μεγέθυνση του ενεργητικού (κατά περίπου 0,7 δισεκ. ευρώ την περίοδο ανόδου των επιτοκίων) και αφετέρου η διεύρυνση του καθαρού επιτοκιακού περιθωρίου σωρευτικά κατά περίπου 110 μονάδες βάσης για το ίδιο διάστημα (βλ. Διάγραμμα Β, δεξιό γράφημα). Μάλιστα, για τις ελληνικές τράπεζες, το περιθώριο επιτοκίου, αν και συγκριτικά υψηλότερο από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο, καθώς αντανακλούσε σε μεγάλο βαθμό τις δυσμενείς μεταβολές στο χαρτοφυλάκιο δανείων των τραπεζών και το σχετικά υψηλότερο κόστος του πιστωτικού κινδύνου, ακολουθούσε καθοδική πορεία κατά την περίοδο προσαρμογής του ελληνικού τραπεζικού συστήματος, προτού επηρεαστεί έντονα θετικά από την απότομη και ταχεία άνοδο των επιτοκίων πολιτικής (βλ. Διάγραμμα Β, αριστερό γράφημα). Στην εξέλιξη αυτή, πριν την έναρξη του ανοδικού κύκλου των επιτοκίων, συνέβαλαν, μεταξύ άλλων, και οι ευνοϊκοί όροι αναχρηματοδότησης από το Ευρωσύστημα μέσω των στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTROs).

Συνολικά, η ενίσχυση των καθαρών εσόδων από τόκους των ελληνικών τραπεζών υποστηρίχθηκε κυρίως από το θετικό μακροοικονομικό περιβάλλον και τα χαρακτηριστικά του ελληνικού τραπεζικού συστήματος που ευνοούν την παραγωγή καθαρού επιτοκιακού εισοδήματος εν μέσω υψηλών βασικών επιτοκίων. Έτσι, η χρηματοδότηση της οικονομίας σε μεγάλο ποσοστό μέσω επιχειρηματικών δανείων με κυμαινόμενο επιτόκιο (άμεσα συνδεδεμένο

5 Ως αποτέλεσμα, η καθαρή κερδοφορία των ελληνικών τραπεζών αυξήθηκε κατά περίπου 2,3 δισεκ. ευρώ από το δ΄ τρίμηνο του 2021 έως το γ΄ τρίμηνο του 2024, με τη μείωση του πιστωτικού κινδύνου και την αύξηση των εσόδων από τόκους να συμβάλλουν σχεδόν εξ ολοκλήρου στην εξέλιξη αυτή (κατά 1,2 δισεκ. ευρώ και 0,8 δισεκ. ευρώ αντίστοιχα).

με κάποιο επιτόκιο αναφοράς, π.χ. το Euribor 3 μηνών) αύξανε το επιτοκιακό εισόδημα κλιμακωτά, καθώς αυξάνονταν τα βασικά επιτόκια. Επιπρόσθετα, η βελτίωση της ποιότητας του χαρτοφυλακίου δανείων περιόρισε την επιβάρυνση των αποτελεσμάτων των τραπεζών και, σε συνδυασμό με τη σημαντική επίδραση των καθαρών εσόδων από τόκους στα συνολικά οργανικά έσοδα (80%, έναντι 60% στην ευρωζώνη), οδήγησε σε αύξηση της καθαρής κερδοφορίας των ελληνικών τραπεζών. Από την άλλη πλευρά, καθώς αφενός οι ελληνικές τράπεζες ακολουθούν το παραδοσιακό μοντέλο τραπεζικής διαμεσολάβησης, δηλ. βασίζονται σε μεγάλο βαθμό στις καταθέσεις για τη χρηματοδότησή τους, και αφετέρου η μετάδοση των αυξήσεων των επιτοκίων ήταν μικρότερη στις καταθέσεις από ό,τι στα νέα δάνεια, η επίδραση των αυξήσεων των βασικών επιτοκίων στις δαπάνες για τόκους ήταν περιορισμένη συγκριτικά με εκείνη στα έσοδα από τόκους, με αποτέλεσμα να αυξηθούν τα καθαρά έσοδα από τόκους των ελληνικών τραπεζών.[6] Στην κατεύθυνση αυτή συνέβαλαν επίσης και οι μικρότερες αυξήσεις στο κόστος χρηματοδότησης των τραπεζών από την αγορά λόγω των αναβαθμίσεων στην πιστοληπτική τους αξιολόγηση.[7]

Οι προκλήσεις για την κερδοφορία των τραπεζών από τη μείωση των επιτοκίων

Οι μειώσεις των επιτοκίων νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ από τα μέσα του 2024 έχουν μεταβάλει τις εκτιμήσεις των αναλυτών για τις προοπτικές κερδοφορίας των ευρωπαϊκών τραπεζών. Η συμβολή των καθαρών εσόδων από τόκους θα μετριαστεί, εφόσον οι τράπεζες μεταδώσουν τις μειώσεις των βασικών επιτοκίων στα επιτόκια δανεισμού στον ίδιο βαθμό που μετέδωσαν τις αυξήσεις. Σε αυτό το ενδεχόμενο, η μείωση του καθαρού επιτοκιακού περιθωρίου, λόγω της τιμολόγησης των νέων δανείων με χαμηλότερα επιτόκια, αναμένεται να υπερκεράσει τη θετική επίδραση που θα επιφέρει η διεύρυνση του δανειακού χαρτοφυλακίου των τραπεζών.

Οι ελληνικές τράπεζες καλούνται να διαχειριστούν τις προκλήσεις που θα επέλθουν από τη μείωση των επιτοκίων όσον αφορά τα λειτουργικά αποτελέσματά τους. Η ανθεκτικότητα του καθαρού επιτοκιακού περιθωρίου των ελληνικών τραπεζών στις καθοδικές πιέσεις αναμένεται να υποστηριχθεί, μεταξύ άλλων, από την αύξηση του όγκου των πιστώσεων προς τις επιχειρήσεις, συμπεριλαμβανομένων των εκταμιεύσεων στο πλαίσιο των πόρων από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας. Αξίζει να σημειωθεί ότι οι χρηματοδοτήσεις με σταθερό επιτόκιο σε μακροχρόνιο ορίζοντα επιδρούν στο επιτοκιακό εισόδημα των τραπεζών άμεσα, λόγω μεγέθυνσης των στοιχείων του ενεργητικού, αλλά και έμμεσα, λόγω μείωσης της ευαισθησίας του επιτοκιακού τους εισοδήματος σε πιθανές μεταβολές των επιτοκίων πολιτικής. Τα οφέλη από τη χρηματοδότηση με σταθερό επιτόκιο είναι σημαντικά και για τους δανειολήπτες (επιχειρήσεις και νοικοκυριά), καθώς διευκολύνουν τον προϋπολογισμό μελλοντικών εκροών και την αξιολόγηση επενδυτικών σχεδίων σε όρους παρούσας αξίας, ενώ παράλληλα προστατεύουν τη χρηματοοικονομική τους θέση από μη αναμενόμενες πληθωριστικές πιέσεις και συνακόλουθη αύξηση των επιτοκίων.

Επίσης, τις επιπτώσεις στα οργανικά έσοδα των τραπεζών από τη μείωση των επιτοκίων αναμένεται να μετριάσει και η μεγαλύτερη συνεισφορά των εσόδων από άλλα στοιχεία οργανικής κερδοφορίας. Ενδεχόμενη τέτοια εξέλιξη θα μπορούσε να επέλθει ως αποτέλεσμα αφενός των υψηλών ρυθμών ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας και αφετέρου της αύξησης των ασφαλιστικών προϊόντων και των επενδυτικών χαρτοφυλακίων, που θα μπορούσαν να υποκαταστήσουν εν μέρει τα επιτοκιακά προϊόντα (π.χ. τις καταθέσεις), λόγω των χαμηλότερων αποδόσεων των τελευταίων εν μέσω μειώσεων επιτοκίων.[8]

Συμπεράσματα

Οι ελληνικές τράπεζες έχουν εισέλθει σε ένα νέο περιβάλλον θετικών οικονομικών αποτελεσμάτων, υποβοηθούμενες από τη βελτίωση της ποιότητας των δανειακών τους χαρτοφυλακίων, η οποία επέτρεψε τη μείωση της επιβάρυνσης που ασκούσαν οι προβλέψεις και το κόστος του πιστωτικού κινδύνου στον υπολογισμό των κερδών τους, με αποτέλεσμα αυτά να προσδιορίζονται πλέον κυρίως από τα καθαρά έσοδα από τόκους. Η εξέλιξη αυτή

6 Βλ. Πλαίσιο VI.4 “Παράμετροι του κόστους χρηματοδότησης των ελληνικών τραπεζών”, Τράπεζα της Ελλάδος, *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2023*, Απρίλιος 2024.

7 Βλ. Πλαίσιο VII.2 “Οι αναβαθμίσεις των πιστοληπτικών αξιολογήσεων των ελληνικών τραπεζών”, Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2024*, Δεκέμβριος 2024.

8 Μόλις το 20% των εσόδων από προμήθειες των ελληνικών τραπεζών προέρχεται από επενδυτικές, ασφαλιστικές και άλλες συμβουλευτικές δραστηριότητες, σε σύγκριση με 49% κατά μέσο όρο για τις τράπεζες της ζώνης του ευρώ.

είναι ιδιαίτερα σημαντική, καθώς η τραπεζική κερδοφορία αποτελεί κρίσιμο παράγοντα σε μια οικονομία όχι μόνο για την ευρωστία του τραπεζικού συστήματος και την ενίσχυση της διαμεσολαβητικής του ικανότητας, αλλά και για τη διατήρηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Η μετάβαση από το περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων και μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής στην εποχή των υψηλών επιτοκίων μετά την πανδημία διευκόλυνε την αύξηση του περιθωρίου επιτοκίου των ευρωπαϊκών και ελληνικών τραπεζών, ευνοώντας τη βελτίωση των καθαρών εσόδων από τόκους. Καθώς τα επιτόκια μειώνονται, οι ελληνικές τράπεζες καλούνται να εστιάσουν σε πολιτικές που θα αμβλύνουν την ευαισθησία των οικονομικών αποτελεσμάτων τους, στοχεύοντας σε διατηρήσιμα επίπεδα των δεικτών κερδοφορίας τους.

X ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ, ΕΝΕΡΓΕΙΑ ΚΑΙ ΚΛΙΜΑΤΙΚΗ ΑΛΛΑΓΗ

Ο αγώνας της ανθρωπότητας για να προληφθεί η κλιματική καταστροφή εξακολουθεί να βρίσκεται σε κρίσιμη καμπή, και μάλιστα σε περιβάλλον που επιδεινώθηκε το τελευταίο δωδεκάμηνο. Ωστόσο, η 29η Διάσκεψη των Μερών της σύμβασης του ΟΗΕ για την κλιματική αλλαγή (COP29, Δεκέμβριος 2024), αν και συνήλθε υπό δυσμενείς συνθήκες, όρισε νέο, αυξημένο, Συλλογικό Ποσοτικό Στόχο Κλιματικής Χρηματοδότησης προς τις αναπτυσσόμενες χώρες. Επίσης, στην ΕΕ υιοθετήθηκαν στα μέσα του 2024 σημαντικά νομοθετήματα για την πράσινη μετάβαση που εκκρεμούσαν, ενώ το Φεβρουάριο του 2025 η Επιτροπή ανακοίνωσε τις προτάσεις της για το συνδυασμό ανταγωνιστικότητας και κλιματικής ουδετερότητας ("Συμφωνία για Καθαρή Βιομηχανία", δέσμη μέτρων για απλούστευση κανόνων και μείωση διοικητικού βάρους).Τέλος, η τελευταία έκθεση του Διεθνούς Οργανισμού Ενέργειας τονίζει ότι απαιτείται ακόμη ταχύτερη αύξηση του παγκόσμιου δυναμικού παραγωγής ενέργειας από ανανεώσιμες πηγές, δεδομένων των γεωπολιτικών εντάσεων.

1 ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ ΔΙΕΘΝΩΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΚΛΙΜΑΤΙΚΗ ΑΛΛΑΓΗ ΚΑΙ ΤΗΝ ΕΝΕΡΓΕΙΑ, ΕΠΙΣΤΗΜΟΝΙΚΗ ΠΡΟΟΔΟΣ ΚΑΙ ΕΚΘΕΣΕΙΣ[1]

Ο αγώνας της ανθρωπότητας για να προληφθεί η κλιματική καταστροφή εξακολουθεί να βρίσκεται σε κρίσιμη καμπή, και μάλιστα σε συνθήκες που επιδεινώθηκαν το τελευταίο δωδεκάμηνο, καθώς:

Πρώτον, συνεχίζονται οι επιπτώσεις των πολέμων στην Ουκρανία και τη Μέση Ανατολή στην προσφορά και στις τιμές ενέργειας, αλλά και στην ελεύθερη διακίνηση πρώτων υλών και εμπορευμάτων.

Δεύτερον, ο προστατευτισμός, που δυσχεραίνει το διεθνές εμπόριο κρίσιμων πρώτων υλών ή προϊόντων απαραίτητων για την πράσινη μετάβαση, π.χ. ηλεκτρικών αυτοκινήτων, εντάθηκε αισθητά με τις εξαγγελίες του νεοεκλεγέντος προέδρου των ΗΠΑ και τις αποφάσεις του περί δασμών μετά την ανάληψη των καθηκόντων του στις 20.1.2025.[2]

Τρίτον, ο νέος πρόεδρος των ΗΠΑ αποφάσισε στις 20.1.2025 την άμεση αποχώρηση των ΗΠΑ από τη Συμφωνία των Παρισίων και από κάθε συμφωνία που είχε συναφθεί βάσει της Σύμβασης-Πλαισίου του ΟΗΕ για την Κλιματική Αλλαγή (UNFCCC), όπως και από κάθε χρηματοδοτική δέσμευση βάσει της ίδιας Σύμβασης, καθώς και την άμεση κατάργηση του Διεθνούς Προγράμματος των ΗΠΑ για Χρηματοδότηση σχετική με τη Κλιματική Αλλαγή.[3]

Τέταρτον, στις χώρες της ΕΕ είναι μεν πολύ θετικό ότι ολοκληρώθηκε στα μέσα του 2024 η υιοθέτηση και η έναρξη εφαρμογής τριών σημαντικών νομοθετημάτων που εκκρεμούσαν,[4] αλλά η προσπάθεια υλοποίησης της συνολικής δέσμης μέτρων που είχαν ήδη αποφασιστεί για την επί-

1 Το κείμενο βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία που ήταν διαθέσιμα μέχρι τις 24.3.2025. Σχετικά με τις δράσεις της Τράπεζας της Ελλάδος για τη βιωσιμότητα και το κλίμα το 2024, βλ. την Ετήσια Οικονομική Έκθεση Χρήσεως.

2 Για τα διάφορα εκτελεστικά διατάγματα (executive orders) από τις 20.1.2025 και μετά, βλ. https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/.

3 Βλ. https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/01/putting-america-first-in-international-environmental-agreements/.

4 European Critical Raw Materials Act, Net-Zero Industry Act και Nature Restoration Law. Για το αντικείμενο αυτών των νομοθετημάτων, βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2023*, σελ. 264.

τευξη της κλιματικής ουδετερότητας μεσοπρόθεσμα εξακολουθεί να γίνεται σε συνθήκες όπου τα κράτη-μέλη αντιμετωπίζουν περιοριστικούς δημοσιονομικούς κανόνες και δημοσιονομική στενότητα, με αποτέλεσμα να είναι δυσχερής η χρηματοδότηση μέτρων για ανακούφιση των θιγομένων από τα κλιματικά μέτρα, δυσχέρεια που αντισταθμίζεται σε αξιόλογο βαθμό χάρη στην έμφαση που αποδίδει ο Μηχανισμός Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF) στην πράσινη μετάβαση. Πιο πρόσφατα, στις 26.2.2025 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ανέλαβε σημαντικές πρωτοβουλίες, προτείνοντας: (α) τη Συμφωνία για Καθαρή Βιομηχανία, με στόχο το συνδυασμό της ενίσχυσης της ανταγωνιστικότητας με την επίτευξη κλιματικής ουδετερότητας,[5] και (β) δέσμη μέτρων για την απλούστευση των κανόνων της ΕΕ και τη μείωση του διοικητικού βάρους, την τόνωση της ανταγωνιστικότητας και την απελευθέρωση πρόσθετου επενδυτικού δυναμικού.[6]

Πέμπτον, η άνοδος της μέσης θερμοκρασίας του πλανήτη συνεχίζεται. Σύμφωνα με το αρμόδιο παρατηρητήριο της ΕΕ (Copernicus Climate Change Service), το 2024 ήταν το θερμότερο έτος που έχει καταγραφεί και το πρώτο κατά το οποίο η αύξηση της θερμοκρασίας του πλανήτη ξεπέρασε τον 1,5°C σε σύγκριση τα προβιομηχανικά επίπεδα (αύξηση κατά 1,60°C).[7] Επίσης, ο Ιανουάριος του 2025 ήταν ο θερμότερος στα χρονικά, με τη μείωση της έκτασης του πάγου στην Αρκτική και τη θερμοκρασία των ωκεανών να καταγράφουν μέγιστο.[8] Οι εξελίξεις αυτές συνδυάστηκαν με την εξάπλωση και ένταση των ακραίων καιρικών φαινομένων που συνδέονται με την κλιματική αλλαγή και οδηγούν, ανά την υφήλιο,[9] σε απώλειες ανθρώπινων ζωών, σε καταστροφή υποδομών και σε βαριές επιπτώσεις στην οικονομία, το περιβάλλον και τη βιοποικιλότητα, επιπλέον επιβαρύνοντας τους κρατικούς προϋπολογισμούς και τον ασφαλιστικό τομέα.[10]

Έκτον, η κοινή γνώμη δυσφορεί, σε αυξανόμενο βαθμό, με τις πολιτικές για την αντιμετώπιση της κλιματικής αλλαγής, καθώς ανησυχεί για το ποιος θα φέρει το βάρος της πράσινης μετάβασης, με αποτέλεσμα να ενισχύονται σε ορισμένες χώρες οι ακραίες πολιτικές δυνάμεις που αρνούνται την ύπαρξη του φαινομένου.

Η 29η Διάσκεψη των Μερών της σύμβασης του ΟΗΕ για την κλιματική αλλαγή (COP29), που πραγματοποιήθηκε στο Μπακού του Αζερμπαϊτζάν στις 11-24.12.2024, έγινε σε δυσμενή συγκυρία,[11] λόγω της επιδείνωσης των συνθηκών που αναφέρθηκε πιο πάνω. Πάντως, ελήφθησαν σημαντικές αποφάσεις ύστερα από σκληρή διαπραγμάτευση. (α) Η Διάσκεψη κάλεσε όλες τις πλευρές να συνεργαστούν προκειμένου έως το 2035 η χρηματοδότηση προς τις αναπτυσσόμενες χώρες, από δημόσιες και ιδιωτικές πηγές, να φθάσει το 1,3 τρισεκ. δολ. ΗΠΑ ετησίως και ταυτόχρονα όρισε το Νέο Συλλογικό Ποσοτικό Στόχο Κλιματικής Χρηματοδότησης προς τις ίδιες

5 Βλ. https://commission.europa.eu/topics/eu-competitiveness/clean-industrial-deal_en και https://commission.europa.eu/document/download/9db1c5c8-9e82-467b-ab6a-905feeb4b6b0_en?filename=Communication%20-%20Clean%20Industrial%20Deal_en.pdf.

6 Οι προτάσεις "καλύπτουν μια εκτεταμένη απλούστευση στους τομείς της υποβολής εκθέσεων για τη βιώσιμη χρηματοδότηση, των εκθέσεων δέουσας επιμέλειας (due diligence) όσον αφορά τη βιωσιμότητα, της ταξινομίας επενδύσεων της ΕΕ, του μηχανισμού συνοριακής προσαρμογής άνθρακα, και των ευρωπαϊκών επενδυτικών προγραμμάτων". Βλ. https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/el/ip_25_614.

7 Βλ. https://climate.copernicus.eu/copernicus-2024-first-year-exceed-15degc-above-pre-industrial-level.

8 Βλ. https://climate.copernicus.eu/january-2025-warmest-january-and-lowest-arctic-sea-ice-extent-month.

9 Χαρακτηριστικά παραδείγματα το τελευταίο δωδεκάμηνο είναι οι πλημμύρες στη Βαλένθια της Ισπανίας και οι πυρκαγιές στην ευρύτερη περιοχή του Λος Άντζελες στις ΗΠΑ.

10 Στις 18.12.2024 η Ευρωπαϊκή Αρχή Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων (EIOPA) και η ΕΚΤ δημοσίευσαν κοινή μελέτη-πρόταση για την αντιμετώπιση του προβλήματος, όπου μεταξύ άλλων προτείνονται μια σύμπραξη δημόσιου και ιδιωτικού τομέα για την αντασφάλιση (reinsurance) των κινδύνων από φυσικές καταστροφές, καθώς και η δημιουργία ενός Ταμείου της ΕΕ (με συνεισφορές των κρατών-μελών) για τη δημόσια χρηματοδότηση της αντιμετώπισης καταστροφών. Βλ. και υποσημείωση 43 πιο κάτω.

11 Είναι χαρακτηριστικό ότι στις 19.11.2024 εκδόθηκε στο Ρίο ντε Τζανέιρο η Διακήρυξη των ηγετών της ομάδας G20, η οποία περιείχε μεν θετικές και εκτενείς αναφορές στη βιώσιμη ανάπτυξη, αλλά δεν αναλάμβανε συγκεκριμένες ποσοτικές δεσμεύσεις των μεγάλων χωρών για τη χρηματοδότηση των αναπτυσσομένων ούτε ανέφερε ρητά την απομάκρυνση από τα ορυκτά καύσιμα. Βλ. https://www.g20.org/pt-br/documentos/declaracao-de-lideres-do-g20-brasil/g20-rio-de-janeiro-leaders-declaration-final.pdf/@@download/file.

χώρες σε τουλάχιστον 300 δισεκ. δολάρια ετησίως από τώρα έως το 2035.[12] (β) Αποφασίστηκε η εκκρεμούσα υλοποίηση του άρθρου 6 της Συμφωνίας των Παρισίων για μια διεθνή αγορά δικαιωμάτων εκπομπών άνθρακα υπό την εποπτεία του ΟΗΕ και την εμπορία των δικαιωμάτων αυτών μεταξύ κρατών.[13] (γ) Ύστερα από έντονες πιέσεις των πετρελαιοπαραγωγών χωρών, δεν επαναλήφθηκε ρητά η γενική κατεύθυνση της απομάκρυνσης από τα ορυκτά καύσιμα που είχε υιοθετηθεί στην COP28, ούτε όμως ανατράπηκε.

Λίγο πριν αρχίσει η COP29, το Πρόγραμμα Περιβάλλοντος του ΟΗΕ (UNEP) δημοσίευσε στις 7.11.2024 την έκθεση *Adaptation Gap Report 2024: Come hell and high water*, στην οποία τονίζεται ότι όλες οι χώρες πρέπει να αυξήσουν δραστικά τη χρηματοδότηση της προσαρμογής στην κλιματική αλλαγή, προκειμένου να αποφευχθεί η άνοδος της παγκόσμιας θερμοκρασίας σε καταστροφικά επίπεδα.[14]

Επίσης στις 12.11.2024 η πρόεδρος της ΕΚΤ Christine Lagarde τόνισε ότι ο εφησυχασμός όσον αφορά την αντιμετώπιση της κλιματικής αλλαγής και τη διαφύλαξη της βιοποικιλότητας θέτει σε κίνδυνο την οικονομική μας επιβίωση.[15]

Μετά τη 15η Διάσκεψη των Μερών για τη βιοποικιλότητα (COP15, Μόντρεαλ, Δεκέμβριος 2022), η 16η Διάσκεψη (COP16) πραγματοποιήθηκε στο Κάλι της Κολομβίας στις 21.10-1.11.2024. Ενώ οι αναπτυσσόμενες χώρες δεν πέτυχαν συμφωνία χρηματοδοτικής ενίσχυσής τους για τη διαφύλαξη της βιοποικιλότητας,[16] σημειώθηκε πρόοδος σε σειρά άλλων ζητημάτων.[17] Όπως επισήμανε στην παρέμβασή του ο εκπρόσωπος της ΕΚΤ Frank Elderson, 72% των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων στη ζώνη του ευρώ θα αντιμετώπιζαν σημαντικά προβλήματα σε περίπτωση υποβάθμισης του οικοσυστήματος.[18] Η COP16 συνεχίστηκε στη Ρώμη στις 25-27.2.2025, κυρίως προκειμένου να ληφθούν αποφάσεις για το ζήτημα της χρηματοδότησης, με αφετηρία προτάσεις της προέδρου Susana Muhamad[19] και εν συνεχεία της Βραζιλίας. Τελικά, αποφασίστηκε[20] η στρατηγική για την κινητοποίηση πόρων (μέσω των υπαρχόντων χρηματοδοτικών εργαλείων αλλά και της διερεύνησης για τη δημιουργία νέων), ώστε να επιτευχθούν έως το 2030 οι στόχοι που είχαν ήδη τεθεί το 2022.[21] Το αποτέλεσμα της COP16 θεωρήθηκε επιτυχία της διεθνούς συνεργασίας.[22]

Σχετικά με την εξέλιξη και την προοπτική του δυναμικού παραγωγής ενέργειας παγκοσμίως, η τελευταία έκθεση του Διεθνούς Οργανισμού Ενέργειας[23] τονίζει ότι οι γεωπολιτικές εντάσεις καθιστούν απαραίτητη την ακόμη ταχύτερη ανάπτυξη των καθαρών μορφών ενέργειας, ενώ προβλέπει – βάσει

12 Βλ. https://unfccc.int/news/cop29-un-climate-conference-agrees-to-triple-finance-to-developing-countries-protecting-lives-and και https://unfccc.int/sites/default/files/resource/cma2024_L22_adv.pdf. Ο εκτελεστικός γραμματέας του ΟΗΕ για την κλιματική αλλαγή Simon Stiell χαρακτήρισε την απόφαση "ασφαλιστήριο συμβόλαιο για την ανθρωπότητα" – βλ. https://unfccc.int/news/this-new-finance-goal-is-an-insurance-policy-for-humanity-simon-stiell-at-close-of-cop29.

13 Βλ. https://unfccc.int/news/cop29-un-climate-conference-agrees-to-triple-finance-to-developing-countries-protecting-lives-and και https://unfccc.int/sites/default/files/resource/cma2024_L22_adv.pdf.

14 Βλ. https://www.unep.org/news-and-stories/press-release/huge-uplift-needed-climate-adaptation-starting-finance-commitment.

15 Βλ. https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2024/html/ecb.blog20241112~8eff6b9405.en.html.

16 Για τα σχετικά θέματα χρηματοδότησης την περίοδο 2015-2022, βλ. την έκθεση του ΟΟΣΑ *Biodiversity and Development Finance 2015-2022*, 18.9.2024.

17 Για τις αποφάσεις της COP16, βλ. https://www.cbd.int/conferences/2024.

18 Βλ. https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/speeches/date/2024/html/ssm.sp241028~b3c4437ba0.en.html.

19 Βλ. https://www.cbd.int/article/reconvene-cop16-rome-2024 και https://www.cbd.int/doc/c/7d83/4cc1/1674fb979fefc6f9351ab816/cop-16-inf-43-rev1-en.pdf.

20 Βλ. https://www.cbd.int/doc/press/2025/pr-2025-02-27-cop16-en.pdf.

21 Οι στόχοι αυτοί αφορούν το κλείσιμο του χάσματος χρηματοδότησης για την προστασία της βιοποικιλότητας με την κινητοποίηση πόρων 200 δισεκ. δολ. ΗΠΑ ετησίως έως το 2030, από τα οποία 30 δισεκ. δολ. ΗΠΑ για βοήθεια στις αναπτυσσόμενες χώρες (το 2022 η βοήθεια αυτή ήταν μόνο 15 δισεκ. δολ. ΗΠΑ, σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ).

22 Επισημαίνεται ότι οι ΗΠΑ δεν έχουν κυρώσει τη Σύμβαση του ΟΗΕ για τη βιοποικιλότητα. Αν και μετείχαν με την ιδιότητα του παρατηρητή στις προηγούμενες Διασκέψεις, απουσίασαν εντελώς από την COP16.

23 Βλ. International Energy Agency, *Word Energy Outlook 2024*, Οκτώβριος 2024. Βλ. επίσης https://www.iea.org/news/geopolitical-tensions-are-laying-bare-fragilities-in-the-global-energy-system-reinforcing-need-for-faster-expansion-of-clean-energy.

εναλλακτικών σεναρίων – αύξηση της παραγωγής ηλεκτρισμού από πυρηνική ενέργεια, αλλά βραδύτερα από ό,τι από άλλες μορφές καθαρής ενέργειας. Υπενθυμίζεται ότι η πυρηνική ενέργεια έχει χαρακτηριστεί "πράσινη" στην επενδυτική ταξινόμηση της ΕΕ, αν πληρούνται συγκεκριμένα κριτήρια.

Όσον αφορά την πυρηνική σύντηξη, όπως είχε αναφερθεί στην *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2023* (σελ. 266), στις αρχές Φεβρουαρίου του 2024 έγινε γνωστό ότι το πιλοτικό ευρωπαϊκό πρόγραμμα σύντηξης Joint European Torus, που λειτουργούσε στην Αγγλία από το 1984, θα αντικατασταθεί από το Spherical Tokamak for Energy Production (STEP), με στόχο να παράγεται ηλεκτρισμός για εμπορική χρήση τη δεκαετία του 2040. Στις 16.1.2025 η βρετανική κυβέρνηση ανακοίνωσε ότι θα επενδυθούν 410 εκατ. λίρες στο εν λόγω πρόγραμμα το 2025-2026, προκειμένου να επιταχυνθεί η ανάπτυξη της ενέργειας από σύντηξη.[24] Αντίθετα, το μεγάλο πρόγραμμα ITER (International Thermonuclear Experimental Reactor), που λειτουργούσε από ετών στη νότια Γαλλία με συνεργασία 35 χωρών, ανακοίνωσε το καλοκαίρι του 2024 ότι ο αντιδραστήρας σύντηξης δεν θα είναι έτοιμος να λειτουργήσει εφέτος, όπως αρχικά προβλεπόταν, αλλά το 2034, λόγω των πολλών (εσωτερικών και εξωτερικών) προβλημάτων που αντιμετώπισε.[25]

Για τη χρηματοδότηση της προσαρμογής στην κλιματική αλλαγή και το ρόλο των κεντρικών τραπεζών και των εποπτικών αρχών, βλ. Πλαίσιο Χ.1. Επίσης, για τις κοινωνικές επιπτώσεις του νέου συστήματος εμπορίας δικαιωμάτων εκπομπών στην ΕΕ (EU ETS2), που θα είναι πλήρως εφαρμόσιμο από το 2027, βλ. Πλαίσιο Χ.2.

Στη συνέχεια παρατίθενται σημαντικές δραστηριότητες, μελέτες και άλλες δημοσιεύσεις για την ενσωμάτωση θεμάτων κλιματικής αλλαγής στο θεσμικό και εποπτικό πλαίσιο των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

– Δίκτυο Κεντρικών Τραπεζών και Εποπτικών Αρχών για ένα Πράσινο Χρηματοπιστωτικό Σύστημα (NGFS):

α) εκπόνηση μελετών, όπως ανάλυση για τα σχέδια μετάβασης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων,[26] αναλύσεις για τις μακροοικονομικές επιπτώσεις της κλιματικής αλλαγής και πώς αυτές μπορούν να επηρεάζουν την εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής,[27,28,29] ανάλυση σχετικά με τη χρηματοδότηση της προσαρμογής στην κλιματική αλλαγή,[30]

β) δημοσίευση συστάσεων και πρακτικών για την ενσωμάτωση αρχών βιώσιμων και υπεύθυνων επενδύσεων στα χαρτοφυλάκια των κεντρικών τραπεζών,[31] καθώς και για τις δημοσιοποιήσεις των κεντρικών τραπεζών σχετικά με το κλίμα,[32] και δημοσίευση του τελικού πλαισίου ενσωμάτωσης των κινδύνων από τη φύση στις δράσεις των κεντρικών τραπεζών και των εποπτικών αρχών,[33]

γ) δημιουργία εργαλείων, όπως νέα σενάρια αναφοράς για τη διενέργεια ασκήσεων προσομοίωσης για κινδύνους κλιματικής αλλαγής[34] και κατάρτιση πρακτικού οδηγού για την ενσωμάτωση του κλίματος στα μακροοικονομικά υποδείγματα[35].

24 Βλ. δηλώσεις των Υπουργών Ενέργειας και Περιβάλλοντος του Ηνωμένου Βασιλείου.
25 Βλ. "Giant international fusion project is in big trouble", *Science* (AAAS), 3.7.2024.
26 NGFS, Transition Plan Package, 17.4.2024.
27 NGFS, Acute physical impacts from climate change and monetary policy, 29.8.2024.
28 NGFS, The green transition and the macroeconomy: a monetary policy perspective, 21.10.2024.
29 NGFS, Climate change, the macroeconomy and monetary policy, 29.10.2024.
30 NGFS, NGFS Conceptual Note on Adaptation, 13.11.2024.
31 NGFS, Sustainable and responsible investment in central banks' portfolio management – Practices and recommendations, 16.5.2024.
32 NGFS, Guide on climate-related disclosure for central banks – Second edition, 19.6.2024.
33 NGFS, Nature-related Financial Risks: a Conceptual Framework to guide Action by Central Banks and Supervisors, 2.7.2024.
34 NGFS, NGFS Climate Scenarios for central banks and supervisors – Phase V, 5.11.2024.
35 NGFS, Climate macroeconomic modelling handbook, 24.10.2024.

– Επιτροπή της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία (BCBS): παράθεση κειμένου σε διαβούλευση σχετικά με το ρόλο της ανάλυσης σεναρίων στη διαχείριση και την εποπτεία των χρηματοοικονομικών κινδύνων από την κλιματική αλλαγή.[36]

– Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών (EBA): έκδοση κατευθυντήριων γραμμών για τη διαχείριση των περιβαλλοντικών, κοινωνικών και σχετικών με τη διακυβέρνηση (ESG) κινδύνων[37] και δημοσίευση ανάλυσης σχετικά με την εποπτεία του κινδύνου greenwashing (ψευδεπίγραφη οικολογική ταυτότητα)[38]. Επιπλέον, από κοινού με την ΕΚΤ και τις υπόλοιπες Ευρωπαϊκές Εποπτικές Αρχές (Ευρωπαϊκή Αρχή Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων (EIOPA) και Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (ESMA)) διεξαγωγή ανάλυσης σεναρίων για τις επιπτώσεις στο χρηματοπιστωτικό σύστημα από την εφαρμογή της δέσμης μέτρων της ΕΕ για τη μετάβαση (Fit for 55).[39]

– Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ECB): δημοσίευση μελετών σχετικά με τις επενδύσεις που απαιτούνται στην Ευρώπη για την επίτευξη των στόχων της μετάβασης, το υπάρχον πλαίσιο χρηματοδότησης της μετάβασης και προτάσεις πολιτικών για την ενίσχυση της χρηματοδότησης της μετάβασης,[40] το συσχετισμό μεταξύ των πολιτικών κλιματικής μετάβασης και του γεωοικονομικού κατακερματισμού[41] και το σχεδιασμό μακροπροληπτικού κεφαλαίου ασφαλείας για κινδύνους που σχετίζονται με το κλίμα[42].

– Ευρωπαϊκή Αρχή Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων (EIOPA): από κοινού με την ΕΚΤ δημοσίευση πρότασης σε ευρωπαϊκό επίπεδο βασισμένης σε δύο πυλώνες ώστε να μειωθεί το κενό ασφάλισης των κινδύνων που σχετίζονται με φυσικές καταστροφές.[43]

– Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (ESMA): από κοινού με την ΕΚΤ και τις υπόλοιπες Ευρωπαϊκές Εποπτικές Αρχές έκδοση γνώμης σχετικά με τη βελτίωση του Κανονισμού για τις γνωστοποιήσεις βιώσιμης χρηματοδότησης (Sustainable Finance Disclosure Regulation – SFDR).[44] Επίσης, δημοσίευση κατευθυντήριων γραμμών για την επιβολή της εφαρμογής της Ευρωπαϊκής Οδηγίας για την υποβολή εκθέσεων βιωσιμότητας από τις εταιρίες (Corporate Sustainability Reporting Directive – CSRD) και δημόσια τοποθέτηση σχετικά με την πρώτη εφαρμογή των Ευρωπαϊκών Προτύπων Υποβολής Εκθέσεων Βιωσιμότητας (European Sustainability Reporting Standards – ESRS).[45]

– Ευρωπαϊκή Επιτροπή: συμφωνία μεταξύ Συμβουλίου και Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου για το νέο Κανονισμό σχετικά με την παροχή αξιολογήσεων επιδόσεων για θέματα περιβαλλοντικά, κοινωνικά και διακυβέρνησης (ESG ratings).[46]

36 BIS, The role of climate scenario analysis in strengthening the management and supervision of climate-related financial risks, 16.4.2024.
37 EBA, Final Report: Guidelines on the management of ESG risks, 8.1.2025.
38 EBA, Report on greenwashing monitoring and supervision, 31.5.2024.
39 EBA, Transition risk losses alone unlikely to threaten EU financial stability, “Fit-For-55” climate stress test shows, 19.11.2024.
40 ECB (2025), “Investing in Europe’s green future: green investment needs, outlook and obstacles to funding the gap”, Occasional Paper No. 367, January.
41 ECB (2025), “The intersection between climate transition policies and geoeconomic fragmentation”, Occasional Paper No. 366, January.
42 ECB (2024), “Designing a macroprudential capital buffer for climate-related risks”, Working Paper No. 2943, May.
43 ECB/EIOPA, EIOPA and ECB propose European approach to reduce economic impact of natural catastrophes, 18.12.2024.
44 ESAs, ESAs propose improvements to the sustainable finance disclosure regulation, 18.6.2024.
45 ESMA, ESMA puts forward measures to support corporate sustainability reporting, 5.7.2024.
46 European Commission, Environmental, social and governance (ESG) ratings: Council and Parliament reach agreement, 14.2.2024.

Πλαίσιο Χ.1

Η ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΤΗΣ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗΣ ΣΤΗΝ ΚΛΙΜΑΤΙΚΗ ΑΛΛΑΓΗ ΚΑΙ Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΕΠΟΠΤΙΚΩΝ ΑΡΧΩΝ

Ο μετριασμός της κλιματικής αλλαγής (climate change mitigation) αφορά δράσεις που έχουν σκοπό τον περιορισμό των εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου στην ατμόσφαιρα και της περαιτέρω αύξησης της μέσης θερμοκρασίας του πλανήτη.[1] Η προσαρμογή στην κλιματική αλλαγή (climate change adaptation) στοχεύει στη διαχείριση και στη μείωση των δυσμενών κοινωνικών, περιβαλλοντικών και οικονομικών επιπτώσεων που προκαλεί η αλλαγή του κλίματος. Οι επιπτώσεις αυτές αναμένεται να αυξάνονται όσο παραμένει υψηλή η συγκέντρωση αερίων του θερμοκηπίου στην ατμόσφαιρα και όσο εντείνονται η υποβάθμιση του περιβάλλοντος και η κλιματική κρίση.[2]

Η προσαρμογή στην κλιματική αλλαγή μπορεί να αποφέρει πολλαπλά οφέλη. Ειδικότερα, συμβάλλει στην ελαχιστοποίηση των απωλειών από αυτή, στην αύξηση της ανθεκτικότητας στην κλιματική αλλαγή, καθώς και στην ικανότητα της κοινωνίας, της οικονομίας και του οικοσυστήματος να ανακάμπτουν από ακραία καιρικά φαινόμενα. Τα οφέλη αυτά αναφέρονται και ως "τριπλό μέρισμα", το οποίο περιλαμβάνει: (α) περιορισμό των απωλειών, (β) οφέλη για την οικονομία και την ανάπτυξη και (γ) κοινωνικά και περιβαλλοντικά οφέλη.[3] Σύμφωνα με μελέτες, οι επενδύσεις σε μέτρα προσαρμογής μπορούν να αποφέρουν σημαντικά οικονομικά οφέλη, ιδίως μακροπρόθεσμα. Χαρακτηριστικά εκτιμάται ότι, για κάθε δολάριο ΗΠΑ που επενδύεται στην προσαρμογή, θα μπορούσε να δημιουργηθεί συνολικό οικονομικό όφελος ύψους 12 δολαρίων εντός της τρέχουσας δεκαετίας.[4]

Εκτός από αναγκαία, η προσαρμογή είναι και υποχρεωτική βάσει της ευρωπαϊκής νομοθεσίας. Ειδικότερα, η ευρωπαϊκή στρατηγική για την προσαρμογή στην κλιματική αλλαγή, που εγκρίθηκε το 2021,[5] στοχεύει στην επίτευξη πιο έξυπνης (smart), συστημικής και ταχύτερης προσαρμογής με ενίσχυση των διεθνών δράσεων. Η στρατηγική αυτή λειτουργεί συμπληρωματικά προς τις δράσεις της ΕΕ για το μετριασμό και τους στόχους για κλιματική ουδετερότητα έως το 2050, ενώ παράλληλα είναι εναρμονισμένη με τη Συμφωνία των Παρισίων και τον Ευρωπαϊκό Κλιματικό Νόμο.[6]

Επιπλέον, σε εθνικό επίπεδο, το Δεκέμβριο του 2024 κυρώθηκε η αναθεώρηση του Εθνικού Σχεδίου για την Ενέργεια και το Κλίμα (ΕΣΕΚ). Το ΕΣΕΚ αποτελεί ένα στρατηγικό σχέδιο και κεντρικό εργαλείο προγραμματισμού και υλοποίησης πολιτικών στα θέματα του κλίματος και της ενέργειας. Περιγράφει τις προτεραιότητες της χώρας για την προσαρμογή στην κλιματική αλλαγή και τη μετάβαση σε ένα βιώσιμο ενεργειακό σύστημα και παρουσιάζει έναν αναλυτικό οδικό χάρτη για την επίτευξη συγκριμένων ενεργειακών και κλιματικών στόχων έως το 2030 προς την κατεύθυνση της κλιματικής ουδετερότητας το 2050. Επιδίωξη του ΕΣΕΚ είναι να εξασφαλίσει την κοινωνική, περιβαλλοντική και οικονομική αποδοτικότητα των μέτρων πολιτικής, μειώνοντας το ενεργειακό κόστος, προστατεύοντας τους καταναλωτές και διασφαλίζοντας την κλιματική ανθεκτικότητα των ενεργειακών υποδομών και την προσαρμοστικότητα του ενεργειακού συστήματος σε νέες κλιματικές συνθήκες.[7]

Οι αναλύσεις και εκθέσεις της Επιτροπής Μελέτης Επιπτώσεων Κλιματικής Αλλαγής (ΕΜΕΚΑ) της Τράπεζας της Ελλάδος αναδεικνύουν συστηματικά τα οφέλη της προσαρμογής στην κλιματική αλλαγή. Ήδη από το 2011[8] η ΕΜΕΚΑ έχει τονίσει την ανάγκη η Ελλάδα να διαχειριστεί τις δυσμενείς συνέπειες της κλιματικής κρίσης, ανα-

1 IPCC (2022), *Climate Change 2022: Mitigation of Climate Change* (βλ. επίσης FAQs).
2 IPCC (2022), *Climate Change 2022: Impacts, Adaptation and Vulnerability* (βλ. επίσης FAQs).
3 Tanner, T., S. Surminski, E. Wilkinson, R. Reid, J. Rentschler and S. Rajput (2015), *The Triple Dividend of Resilience: Realising development goals through the multiple benefits of disaster risk management*.
4 United Nations Office for Disaster Risk Reduction (UNDRR), Standard Chartered Bank and KPMG International (2024), "Guide for adaptation and resilience finance".
5 Ανακοίνωση της Επιτροπής προς το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, το Συμβούλιο, την Ευρωπαϊκή Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή και την Επιτροπή των Περιφερειών, "Διαμορφώνοντας μια Ευρώπη ανθεκτική στην κλιματική αλλαγή – η νέα στρατηγική της ΕΕ για την προσαρμογή στην κλιματική αλλαγή", 24.2.2021.
6 *Ερωτήσεις και απαντήσεις: Νέα στρατηγική της ΕΕ για την προσαρμογή στην κλιματική αλλαγή*.
7 Εθνικό Σχέδιο για την Ενέργεια και το Κλίμα – Αναθεωρημένη Έκδοση, ΦΕΚ Τεύχος Β΄ 6983/19.12.2024.
8 ΕΜΕΚΑ (2011), *Οι περιβαλλοντικές, οικονομικές και κοινωνικές επιπτώσεις της κλιματικής αλλαγής στην Ελλάδα*.

λαμβάνοντας εγκαίρως δράσεις όχι μόνο για το μετριασμό τους, αλλά και για την προσαρμογή πολλών τομέων της οικονομίας, όπως η γεωργία, ο τουρισμός και οι υποδομές.

Παρά την αναγκαιότητα για προσαρμογή στην κλιματική αλλαγή, η χρηματοδότηση αυτής παραμένει σε χαμηλά επίπεδα και υπολείπεται σημαντικά σε σχέση με τη χρηματοδότηση του μετριασμού της κλιματικής αλλαγής. Εκτιμάται ότι, από την παγκόσμια χρηματοδότηση για το κλίμα, μόλις 5% (1,3 τρισεκ. δολ. ΗΠΑ) κατευθύνθηκε σε δράσεις προσαρμογής το διάστημα 2021-2022.[9] Επιπλέον, η χρηματοδότηση της προσαρμογής προέρχεται κυρίως από δημόσιους πόρους.[10] Σε εθνικό επίπεδο, η χρηματοδότηση δράσεων προσαρμογής στην κλιματική αλλαγή στηρίζεται σχεδόν αποκλειστικά σε δημόσιους πόρους που έχουν προέλθει από ευρωπαϊκές και εθνικές πηγές, όπως το Εταιρικό Σύμφωνο Περιφερειακής Ανάπτυξης 2021-2027 (ΕΣΠΑ 2021-2027), το Στρατηγικό Σχέδιο της Κοινής Αγροτικής Πολιτικής 2023-2027, ο Μηχανισμός Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF), τα ευρωπαϊκά προγράμματα ανταγωνιστικότητας (κυρίως Horizon και LIFE) και το Πράσινο Ταμείο. Ιδιαίτερα αξίζει να αναφερθεί το έργο "LIFE-IP AdaptInGR – Boosting the implementation of adaptation policy across Greece", το οποίο υποστηρίζει την κεντρική διοίκηση, τις τοπικές και περιφερειακές αρχές, αλλά και τα ερευνητικά ιδρύματα και την κοινωνία των πολιτών, στην εφαρμογή της Εθνικής Στρατηγικής για την Προσαρμογή στην Κλιματική Αλλαγή.[11]

Ένας από τους λόγους για τους οποίους η χρηματοδότηση της προσαρμογής στην κλιματική αλλαγή παραμένει χαμηλή είναι η έλλειψη επαρκών στοιχείων για την εκτίμηση του κόστους και του οφέλους που συνδέονται με έργα προσαρμογής. Επίσης, η πολυπλοκότητα και η ιδιαιτερότητα των χρηματοδοτικών αναγκών των έργων προσαρμογής, σε συνδυασμό με την έλλειψη κατάλληλων χρηματοδοτικών εργαλείων, είναι πιθανόν να καθιστούν τα έργα αυτά λιγότερο ελκυστικά για τους επενδυτές.[12] Επιπρόσθετα, οι πρόσφατες διακηρύξεις της νέας κυβέρνησης των ΗΠΑ, οι οποίες έρχονται σε αντίθεση με τις διεθνείς προσπάθειες για την αντιμετώπιση της κλιματικής αλλαγής, ενδέχεται να δυσχεράνουν τη συλλογική δράση σε παγκόσμιο επίπεδο για την εξασφάλιση της απαιτούμενης χρηματοδότησης της προσαρμογής στην κλιματική αλλαγή. Στις αρχές του 2025 οι ΗΠΑ ανακοίνωσαν την αποχώρησή τους από τη Συμφωνία των Παρισίων και την πρόθεσή τους να επενδύσουν περαιτέρω στα ορυκτά καύσιμα, ενώ η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ αποχώρησε από το Δίκτυο Κεντρικών Τραπεζών και Εποπτικών Αρχών για ένα Πράσινο Χρηματοοικονομικό Σύστημα (Network for Greening the Financial System – NGFS).[13] Ταυτόχρονα, σημαντικά αμερικανικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ανακοίνωσαν την αποχώρησή τους από διεθνείς πρωτοβουλίες του τραπεζικού και του επενδυτικού τομέα (Net Zero Banking Alliance και Net Zero Asset Managers initiative αντίστοιχα).

Μελέτες αναφέρουν ότι η ανεπαρκής προσαρμογή στην κλιματική αλλαγή μπορεί να επηρεάσει μεταξύ άλλων την οικονομική ανάπτυξη, τη σταθερότητα των τιμών και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, δημιουργώντας προκλήσεις για τις κεντρικές τράπεζες και τις εποπτικές αρχές. Για παράδειγμα, οι πιθανές διαταράξεις στις αλυσίδες εφοδιασμού και οι ζημιές στις υποδομές που προκαλούνται από φυσικές καταστροφές μπορεί να επηρεάσουν τον πληθωρισμό, αλλά και να μειώσουν το παραγόμενο προϊόν και το διαθέσιμο εισόδημα. Αντιθέτως, οι επενδύσεις στην προσαρμογή και η αύξηση της ασφαλιστικής κάλυψης έναντι φυσικών κινδύνων μπορούν να αποφέρουν σημαντικά οφέλη περιορίζοντας τις αρνητικές επιπτώσεις της κλιματικής κρίσης, επιταχύνοντας την ανάκαμψη μετά από μια φυσική καταστροφή, μειώνοντας τη δημοσιονομική επιβάρυνση και βελτιώνοντας την ανθεκτικότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος και της οικονομίας.[14]

Οι κεντρικές τράπεζες και οι εποπτικές αρχές μπορούν να διαδραματίσουν σημαντικό ρόλο, εντός των ορίων της εντολής τους, και στην προσαρμογή στην κλιματική αλλαγή, αλλά την ευθύνη για την αντιμετώπιση της κλιματικής

9 Το υπόλοιπο 95% της παγκόσμιας συνολικής χρηματοδότησης για την αντιμετώπιση της κλιματικής αλλαγής κατευθύνθηκε σε δράσεις για το μετριασμό της κλιματικής αλλαγής (91%) και σε δράσεις που στοχεύουν και στο μετριασμό και στην προσαρμογή στην κλιματική αλλαγή (4%) (βλ. "Global Landscape of Climate Finance 2023", Climate Policy Initiative).
10 Global Center on Adaptation and Climate Policy Initiative (2024), "State and Trends in Climate Adaptation Finance 2024".
11 IOBE (2023), "Προσαρμογή στην κλιματική αλλαγή: Προκλήσεις και προοπτικές για την ελληνική οικονομία".
12 NGFS (2024), "Conceptual Note on Adaptation".
13 Federal Reserve Board, press release, 17.1.2025.
14 Mongelli, F.P., A. Ceglar and B.A. Scheid (2024), "Why do we need to strengthen climate adaptations? Scenarios and financial lines of defense", ECB Working Paper No. 3005.

αλλαγής και των επιπτώσεων αυτής την έχουν πρωτίστως οι κυβερνήσεις. Στο επικαιροποιημένο σχέδιο δράσης της ΕΚΤ για την κλιματική αλλαγή και τους κινδύνους που σχετίζονται με τη φύση, η προσαρμογή στην κλιματική αλλαγή αναφέρεται ως ένα πεδίο έρευνας, ώστε να αναλυθούν οι οικονομικές επιπτώσεις των μέτρων προσαρμογής και οι ανάγκες χρηματοδότησης.[15] Το NGFS πρόσφατα δημοσίευσε εννοιολογικό πλαίσιο σχετικά με τις προκλήσεις της χρηματοδότησης της προσαρμογής και το ρόλο των κεντρικών τραπεζών και των εποπτικών αρχών σε θέματα προσαρμογής στην κλιματική αλλαγή.[16] Ειδικότερα, στην εν λόγω δημοσίευση αναφέρεται ότι οι κεντρικές τράπεζες και οι εποπτικές αρχές μπορούν να ενθαρρύνουν την υιοθέτηση και εφαρμογή καλύτερων πρακτικών διαχείρισης κινδύνων στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και την αύξηση της ασφαλιστικής κάλυψης,[17] ώστε να βελτιωθεί η οικονομική ανθεκτικότητα έναντι των επιπτώσεων της κλιματικής αλλαγής. Προτείνονται τέσσερις κύριες περιοχές μελλοντικών δράσεων για τις κεντρικές τράπεζες και τις εποπτικές αρχές για την προσαρμογή στην κλιματική αλλαγή: (α) διερεύνηση δεικτών και εργαλείων για τη μέτρηση και τη δημοσιοποίηση των επιπτώσεων των μέτρων προσαρμογής, (β) ενσωμάτωση αυτών των θεμάτων στο θεσμικό και εποπτικό πλαίσιο λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, (γ) δημιουργία κατάλληλων συνθηκών που θα ενθαρρύνουν τη χρηματοδότηση των δράσεων προσαρμογής[18] και (δ) συνεργασία με τοπικούς, εθνικούς και διεθνείς φορείς.

Η Τράπεζα της Ελλάδος συμβάλλει στην ανάδειξη της ανάγκης ενίσχυσης της χρηματοδότησης της προσαρμογής στην κλιματική αλλαγή. Ειδικότερα, ως εταίρος του έργου "LIFE-IP AdaptInGR – Boosting the implementation of adaptation policy across Greece", συμμετέχει στις δράσεις που αφορούν την κινητοποίηση πόρων για τη χρηματοδότηση της προσαρμογής. Ως αρμόδια εποπτική αρχή για τις ασφαλιστικές επιχειρήσεις, η Τράπεζα της Ελλάδος ενσωματώνει σταδιακά αυτά τα θέματα στο εποπτικό της έργο και έχει επισημάνει επανειλημμένως το σημαντικό ρόλο της ιδιωτικής ασφάλισης στην αντιμετώπιση των επιπτώσεων της κλιματικής αλλαγής και την ανάγκη μείωσης του κενού ασφαλιστικής προστασίας από φυσικές καταστροφές. Επιπλέον, η Τράπεζα της Ελλάδος συμμετέχει στο Συμβούλιο Ιδιωτικής Ασφάλισης έναντι Φυσικών Καταστροφών (ν. 5116/2024).

Γίνεται ολοένα πιο εμφανής η ανάγκη να επιταχυνθεί η χρηματοδότηση της προσαρμογής στην κλιματική αλλαγή και σε αυτό είναι σημαντικό να συμβάλει και το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Η κινητοποίηση πόρων του ιδιωτικού τομέα είναι κρίσιμης σημασίας, αλλά προϋποθέτει τη δημιουργία κατάλληλου περιβάλλοντος που θα ενθαρρύνει και θα υποστηρίζει τη χρηματοδότηση των έργων προσαρμογής. Ως εκ τούτου, οι κεντρικές τράπεζες και οι εποπτικές αρχές στρέφονται όλο και περισσότερο προς την ενίσχυση της χρηματοδότησης της προσαρμογής στην κλιματική αλλαγή, με ένα ευρύ φάσμα σχετικών δράσεων.

15 "Η ΕΚΤ εντείνει το έργο της για το κλίμα με έμφαση στην πράσινη μετάβαση, τους κλιματικούς και τους φυσικούς κινδύνους", δελτίο τύπου, 30.1.2024.
16 NGFS (2024), "Conceptual Note on Adaptation".
17 ECB and EIOPA (2024), "Towards a European system for natural catastrophe risk management".
18 Για παράδειγμα, μέσω της διεξαγωγής σχετικής έρευνας, της παροχής στοιχείων για τους κινδύνους και τις ευκαιρίες που σχετίζονται με την προσαρμογή στην κλιματική αλλαγή και της δημιουργίας κοινών προτύπων, κανόνων δημοσιεύσεων και ταξινομίας για τη χρηματοδότηση της προσαρμογής.

Πλαίσιο Χ.2

ΟΙ ΚΟΙΝΩΝΙΚΕΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΟΥ ΝΕΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ ΕΜΠΟΡΙΑΣ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ ΕΚΠΟΜΠΩΝ ΤΗΣ ΕΕ

Το Σύστημα Εμπορίας Δικαιωμάτων Εκπομπών (ΣΕΔΕ, Emissions Trading Scheme – EU ETS),[1] το οποίο θεσμοθετήθηκε το 2005 από την Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ), συνεισφέρει σημαντικά στη μείωση των εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου και στη δημιουργία εσόδων που θα χρησιμοποιηθούν για την πράσινη μετάβαση, γι' αυτό αναφέρεται συχνά ως θεμέλιος λίθος της κλιματικής πολιτικής της ΕΕ. Το σύστημα δεσμεύει όλες τις χώρες της ΕΕ, συν την Ισλανδία, το Λιχτενστάιν και τη Νορβηγία, ενώ από το 2020 συνδέθηκε με το αντίστοιχο ελβετικό

1 Οδηγία 2003/87/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου.

ETS. Η εμπορία και τιμολόγηση των εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου αφορά βασικούς τομείς της οικονομίας που ευθύνονται για το 40% του συνόλου των εκπομπών της ΕΕ, όπως η παραγωγή ηλεκτρικής ενέργειας, η μεταποιητική βιομηχανία, οι αεροπορικές μεταφορές και η ναυτιλία. Η εφαρμογή της τιμολόγησης αυτής έχει αποδεδειγμένα συμβάλει στη μείωση ρύπων στους ανωτέρω τομείς κατά 37,3% από την έναρξη της λειτουργίας του EU ETS το 2005.[2]

Το EU ETS βασίζεται στην αρχή "cap and trade", θέτοντας ένα ανώτατο όριο (cap) εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου στους καλυπτόμενους τομείς της οικονομίας. Το όριο αυτό αντιστοιχεί σε έναν αριθμό δικαιωμάτων εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου, όπου κάθε δικαίωμα δίνει στον κάτοχό του τη δυνατότητα εκπομπής ενός τόνου ισοδύναμου διοξειδίου του άνθρακα (CO_2eq). Η τιμή των δικαιωμάτων διαμορφώνεται από την αγορά, μέσω της προσφοράς και της ζήτησης, ενώ στο πλαίσιο της εύρυθμης λειτουργίας της αγοράς χρησιμοποιούνται δύο βασικοί μηχανισμοί: ο συντελεστής γραμμικής μείωσης (Linear Reduction Factor – LFR) και το αποθεματικό για τη σταθερότητα της αγοράς (Market Stability Reserve – MSR).[3] Ο πρώτος μηχανισμός ορίζει τον ετήσιο ρυθμό μείωσης του ανώτατου ορίου, συμβάλλοντας με αυτό τον τρόπο στην επίτευξη των ετήσιων στόχων της ΕΕ σχετικά με τη μείωση των εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου. Ο δεύτερος διευκολύνει τη σταθεροποίηση της προσφοράς δικαιωμάτων εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου στην αγορά και την αποτελεσματικότερη τιμολόγησή τους. Σε περιόδους υπερπροσφοράς δικαιωμάτων, το MSR απορροφά το πλεόνασμα, εμποδίζοντας τη μείωση των τιμών τους, ενώ σε περιόδους πλεονάζουσας ζήτησης παρέχει επαρκή ποσότητα δικαιωμάτων και μείωση των σχετικών τιμών. Με αυτό τον τρόπο οι τιμές κυμαίνονται σε συγκεκριμένα επιθυμητά όρια.

Δεδομένου ότι η κλιματική αλλαγή αποτελεί ένα παγκόσμιο ζήτημα, το ενδεχόμενο να υπάρξει "διαρροή άνθρακα" (carbon leakage) δύναται να επηρεάσει σημαντικά τις διεθνείς προσπάθειες για το κλίμα. Πιο συγκεκριμένα, ευρωπαϊκές εταιρίες θα μπορούσαν να επωφεληθούν από τα χαλαρά πρότυπα του εξωτερικού, μεταφέροντας την έδρα τους εκτός ΕΕ, ή προϊόντα μεγάλης έντασης άνθρακα θα μπορούσαν να εισάγονται από τρίτες χώρες, αντικαθιστώντας τα ευρωπαϊκά προϊόντα. Με σκοπό την αντιμετώπιση της διαρροής άνθρακα και τη δίκαιη τιμολόγηση των εκπομπών άνθρακα για τα προϊόντα που παράγονται εκτός ΕΕ, θεσπίστηκε, συμπληρωματικά προς το EU ETS, ο μηχανισμός συνοριακής προσαρμογής άνθρακα (Carbon Border Adjustment Mechanism – CBAM), ο οποίος αναμένεται να τεθεί σε πλήρη εφαρμογή το 2026. Ο CBAM θα εξισώσει την τιμή του άνθρακα μεταξύ των εγχώριων προϊόντων και των εισαγωγών και θα διασφαλίσει ότι οι κλιματικοί στόχοι της ΕΕ δεν υπονομεύονται από τη μετεγκατάσταση της παραγωγής σε χώρες με λιγότερο φιλόδοξες πολιτικές.

Στην προσπάθεια της ΕΕ να επιτύχει τους στόχους για τη μείωση των ρύπων, όπως αυτοί περιγράφονται στην Ευρωπαϊκή Πράσινη Συμφωνία,[4] το 2023 αποφασίστηκε η εισαγωγή ενός νέου συστήματος εμπορίας δικαιωμάτων εκπομπών (EU ETS2), το οποίο θα τεθεί σε πλήρη εφαρμογή το 2027.[5] Το σύστημα αυτό βασίζεται στα δομικά στοιχεία του προγενέστερου, αλλά επεκτείνεται σε τομείς όπως η θέρμανση κτιρίων, οι κατασκευές και οι οδικές μεταφορές. Οι παραπάνω τομείς θεωρούνται από τους σημαντικότερους παραγωγούς ρύπων στην ΕΕ, καθώς από αυτούς προκύπτει το 1/3 των συνολικών εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου της Ένωσης.[6]

Οι οικονομικές και κοινωνικές επιπτώσεις από την εισαγωγή του EU ETS2 είναι αβέβαιες, καθώς είναι πιθανόν τα επόμενα χρόνια να επηρεαστούν ο πληθωρισμός και η ανάπτυξη,[7] κάτι που ωστόσο εξαρτάται και από άλλους παράγοντες. Τα πράσινα εθνικά δημοσιονομικά μέτρα, που αφορούν κυρίως την τιμολόγηση του άνθρακα και τους ενεργειακούς φόρους, εκτιμάται ότι θα αυξήσουν τον πληθωρισμό κατά περίπου 0,2 της ποσοστιαίας μονάδας (ποσ. μον.) το 2025 και κατά 0,1 ποσ. μον. το 2026, ενώ το 2027 η επίπτωσή τους στον πληθωρισμό σχεδόν θα μηδενιστεί. Επίσης, τα μέτρα αυτά αναμένεται να μειώσουν το ρυθμό μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ κατά 0,05 ποσ. μον. το 2025 και κατά 0,1 ποσ. μον. τα έτη 2026-2027. Πιο συγκεκριμένα, οι παραγωγοί σε προηγού-

2 Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Έκθεση σχετικά με τη λειτουργία της ευρωπαϊκής αγοράς ανθρακούχων εκπομπών το 2022.
3 European Commission, Market Stability Reserve.
4 Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Η Ευρωπαϊκή Πράσινη Συμφωνία.
5 European Commission, ETS2: buildings, road transport and additional sectors.
6 LIFE ETX (2024), EU ETS 101 – A beginner's guide to the EU's Emissions Trading System.
7 ΕΚΤ, "Μακροοικονομικές προβολές εμπειρογνωμόνων του Ευρωσυστήματος για τη ζώνη του ευρώ, Δεκέμβριος 2024".

μενα στάδια της αλυσίδας προσφοράς θα καλούνται να πληρώσουν για τις εκπομπές που προέρχονται από τα προϊόντα τους και πιθανόν να μετακυλίσουν το κόστος αυτό στους καταναλωτές. Οι ευπαθείς κοινωνικές ομάδες[8] και οι ευάλωτοι καταναλωτές, που δαπανούν μεγάλο μέρος του εισοδήματός τους για την ενέργεια και τις μεταφορές και δεν έχουν πρόσβαση σε εναλλακτικές λύσεις, ενδέχεται να επηρεαστούν δυσανάλογα από την αβεβαιότητα που θα επικρατήσει στις τιμές του άνθρακα. Επιπλέον, οι επιπτώσεις ενδέχεται να είναι πιο έντονες σε κοινότητες οι οποίες είναι απομονωμένες γεωγραφικά, όπως νησιά, αγροτικές και ορεινές περιοχές ή δύσκολα προσβάσιμες και λιγότερο ανεπτυγμένες περιφέρειες.

Στο πλαίσιο αυτό, χωρίς κάποιο μηχανισμό κοινωνικής προστασίας και αναδιανομής των εσόδων που προκύπτουν από την εμπορία των εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου, θα μπορούσαν να υπάρξουν σημαντικές πιέσεις στις δαπάνες που αφορούν τη θέρμανση και τις μεταφορές. Βασικό ρόλο διαδραματίζουν τα μέτρα που θα λάβουν τα κράτη για το μετριασμό και την προσαρμογή στην κλιματική αλλαγή, αλλά και το ενεργειακό μίγμα κάθε χώρας, που επηρεάζει το κόστος παραγωγής της ενέργειας. Οικονομίες των οποίων η ενεργειακή μετάβαση καθυστερεί και στηρίζονται εκτεταμένα σε λιγνιτικά αποθέματα ή άλλα ορυκτά καύσιμα είναι ενδεχομένως πιο εκτεθειμένες στους κινδύνους που προκύπτουν από την αύξηση της τιμολόγησης του άνθρακα.

Με στόχο την αντιμετώπιση των επιπτώσεων που θα προκύψουν από το EU ETS2 και την κοινωνικά δίκαιη μετάβαση προς την κλιματική ουδετερότητα, τα κράτη-μέλη προχώρησαν στη δημιουργία του Κοινωνικού Ταμείου για το Κλίμα[9] (εφεξής "Ταμείο"). Το Ταμείο παρέχει χρηματοδοτική στήριξη στα κράτη-μέλη με στόχο να υποστηριχθεί η προσπάθεια για πράσινη μετάβαση των ευάλωτων ομάδων που αντιμετωπίζουν "ενεργειακή φτώχεια" και "φτώχεια στον τομέα των μεταφορών", όπως οι μικρές επιχειρήσεις, οι χρήστες μεταφορών και τα νοικοκυριά.[10] Τα έσοδα του Ταμείου, μεταξύ άλλων, θα χρησιμοποιηθούν για τη βελτίωση της ενεργειακής απόδοσης των κτιρίων, την απαλλαγή της θέρμανσης και της ψύξης των κτιρίων από ανθρακούχες εκπομπές, την ενσωμάτωση της παραγωγής και αποθήκευσης ανανεώσιμης ενέργειας στα κτίρια και την παροχή βελτιωμένης πρόσβασης στην κινητικότητα και στις μεταφορές μηδενικών και χαμηλών εκπομπών.

Κάθε κράτος-μέλος καλείται να υποβάλει στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή ένα κοινωνικό σχέδιο για το κλίμα (εφεξής "σχέδιο") μέχρι τον Ιούνιο του 2025, το οποίο θα περιλαμβάνει ένα συνεκτικό σύνολο υφιστάμενων ή νέων εθνικών μέτρων και επενδύσεων για την αντιμετώπιση των επιπτώσεων της κλιματικής αλλαγής. Η Επιτροπή έχει ξεκινήσει μια ειδική πρωτοβουλία για να βοηθήσει τα κράτη-μέλη να αναπτύξουν τα σχέδιά τους για το κλίμα μέσω ενός εργαλείου τεχνικής υποστήριξης,[11] ενώ η χρηματοδότηση μέσω του Ταμείου θα πραγματοποιείται αφού τα κράτη-μέλη επιτύχουν τους στόχους που ορίζονται στα σχέδιά τους. Επιπλέον, για τη διευκόλυνση της λειτουργίας του Ταμείου, τα κράτη-μέλη έχουν προσδιορίσει τους φορείς[12] που είναι υπεύθυνοι για την προετοιμασία των σχεδίων τους (για την Ελλάδα αρμόδιο είναι το Υπουργείο Ενέργειας και Περιβάλλοντος).

Το Ταμείο αναμένεται να συγκεντρώσει έσοδα ύψους 65 δισεκ. ευρώ από τον πλειστηριασμό δικαιωμάτων μέσω της εφαρμογής του EU ETS2 για την περίοδο 2026-2032.[13] Επιπλέον, πρόκειται να διατεθούν 50 εκατομμύρια δικαιώματα από το ήδη υφιστάμενο EU ETS, ενώ τα κράτη-μέλη θα πρέπει να συνεισφέρουν τουλάχιστον το 25% του εκτιμώμενου συνολικού κόστους των σχεδίων τους. Συνολικά υπολογίζεται ότι ο προϋπολογισμός του Ταμείου για την περίοδο 2026-2032 θα είναι τουλάχιστον 86,7 δισεκ. ευρώ.

Το EU ETS2, ως μετεξέλιξη του EU ETS, είναι δυνατόν να παίξει καταλυτικό ρόλο στην προσπάθεια της ΕΕ για μετάβαση σε μια βιώσιμη οικονομία χαμηλών ρύπων. Το σύστημα έχει αποδείξει διαχρονικά την αποτελεσματικότητά του στη μείωση των εκπομπών, η επέκτασή του όμως σε τομείς της οικονομίας οι οποίοι έχουν άμεσο κοινωνικό αντίκτυπο αποτελεί μια νέα πρόκληση. Προκειμένου η μετάβαση να είναι ομαλή, έχει σημασία τα κράτη-

8 WWF (2022), SCF and ETS 2 impact studies.
9 Κανονισμός (ΕΕ) 2023/995 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου.
10 European Commission, Social Climate Fund.
11 European Commission, 2024 Flagship Technical Support Project.
12 European Commission, List of Member States authorities responsible for the preparation of the Social Climate Plans.
13 European Commission, Social Climate Fund: Structural set-up of the programme.

μέλη να παρακολουθούν την εξέλιξη των τιμών του άνθρακα, να εκτιμούν το οικονομικό και κοινωνικό κόστος και να λαμβάνουν κατάλληλα μέτρα πρόληψης και μετριασμού. Η υλοποίηση των σχεδίων μετάβασης προς την κλιματική ουδετερότητα και η υιοθέτηση βιώσιμων πρακτικών και ενεργειακά αποδοτικών μέτρων ενισχύουν τις οικονομίες και περιορίζουν το μέγεθος των επιπτώσεων της κλιματικής αλλαγής σε αυτές.

2 ΟΙ ΕΚΠΟΜΠΕΣ ΑΕΡΙΩΝ ΤΟΥ ΘΕΡΜΟΚΗΠΙΟΥ ΤΗΣ ΕΕ ΚΑΙ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

Οι συνολικές εκπομπές αερίων του θερμοκηπίου (συμπεριλαμβανομένων του τομέα "χρήσεις γης, αλλαγή χρήσεων γης και δασοπονία" και των έμμεσων εκπομπών CO_2) στην ΕΕ-27 το 2022 μειώθηκαν κατά 2,6% (-83,3 εκατ. τόνοι ισοδύναμου CO_2) σε σύγκριση με το 2021, φθάνοντας τους 3.132,7 εκατ. τόνους ισοδύναμου CO_2 (βλ. Πίνακα Χ.1). Η μεγαλύτερη μείωση σημειώθηκε στον κτιριακό τομέα (κατοικίες/καταστήματα) και αποδίδεται κυρίως στη χαμηλότερη κατανάλωση φυσικού αερίου σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος. Σύμφωνα με το παρατηρητήριο κλιματικής αλλαγής Copernicus, το 2022 ήταν το δεύτερο θερμότερο έτος που είχε καταγραφεί έως τότε στην Ευρώπη. Συγκριτικά με το 1990, οι συνολικές εκπομπές αερίων του θερμοκηπίου στην ΕΕ-27 το 2022 μειώθηκαν κατά 32,6% (-1.516,3 εκατ. τόνοι ισοδύναμου CO_2). Η πτωτική πορεία τους κατά την περίοδο των 32 αυτών ετών οφείλεται σε διάφορους παράγοντες, όπως μεταξύ άλλων το αυξανόμενο μερίδιο των ανανεώσιμων πηγών ενέργειας στο συνολικό ενεργειακό μίγμα, η χρήση ορυκτών καυσίμων μικρότερης έντασης άνθρακα, οι βελτιώσεις όσον αφορά την ενεργειακή απόδοση π.χ. λόγω καλύτερων προτύπων μόνωσης στα κτίρια, οι διαρθρωτικές αλλαγές στην οικονομία με το υψηλότερο μερίδιο των υπηρεσιών στο συνολικό ΑΕΠ, η οικονομική ύφεση τα χρόνια της πανδημίας COVID-19, καθώς και οι υψηλές τιμές της ενέργειας το 2022.[47] Οι μεγαλύτερες μειώσεις στους ρύπους[48] προήλθαν από τους κλάδους της παραγωγής ενέργειας, από τη μεταποίηση και τις κατασκευές, συμπεριλαμβανομένων των εκπομπών καύσης από την παραγωγή σιδήρου και χάλυβα, καθώς και από τον κτιριακό τομέα (-498, -370 και -222 εκατ. τόνοι ισοδύναμου CO_2 αντίστοιχα). Αντίθετα, αύξηση των εκπομπών παρατηρήθηκε από τις οδικές μεταφορές, την ψύξη και τον κλιματισμό, από τη δασική γη, λόγω της γήρανσης των δασών από τα τέλη της δεκαετίας του 2000 και της χαμηλότερης ετήσιας αύξησης των δασικών εκτάσεων, καθώς και από την αυξημένη συγκομιδή (+147, +54 και +40 εκατ. τόνοι ισοδύναμου CO_2 αντίστοιχα).

Το 2022 σχεδόν όλα τα κράτη-μέλη της ΕΕ-27 μείωσαν τις εκπομπές σε σύγκριση με το 1990 και έτσι συνέβαλαν στη συνολική θετική επίδοση της ΕΕ. Η Γερμανία, η Ρουμανία, η Ιταλία και η Γαλλία αντιπροσώπευαν σχεδόν τα 2/3 της συνολικής μείωσης των εκπομπών της ΕΕ τα τελευταία 32 χρόνια. Ορισμένες πολιτικές, τόσο της ΕΕ όσο και των κρατών-μελών, έχουν συμβάλει στη συνολική μείωση των εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου, όπως οι βασικές γεωργικές και περιβαλλοντικές πολιτικές τη δεκαετία του 1990 και οι πολιτικές για το κλίμα και την ενέργεια από το 2005. Ειδικότερα, οι κυριότεροι λόγοι για τη σημαντική μείωση των ρύπων στη Γερμανία ήταν η αύξηση της αποδοτικότητας των εγκαταστάσεων θέρμανσης και η οικονομική αναδιάρθρωση, ιδίως του τομέα σιδήρου και χάλυβα. Άλλοι σημαντικοί λόγοι ήταν η μείωση της χρήσης άνθρακα με τη μετάβαση στο φυσικό αέριο, η ισχυρή αύξηση της χρήσης των ανανεώσιμων πηγών ενέργειας (ΑΠΕ) και η εφαρμογή μέτρων για τη διαχείριση των αποβλήτων. Οι εκπομπές της Γαλλίας ήταν χαμηλότερες από τα επίπεδα του 1990, καθώς επιτεύχθηκαν μεγάλες μειώσεις στις εκπομπές N_2O στη χημική βιομηχανία, ενώ οι χαμηλότερες εκπομπές της Ιταλίας οφείλονται στη συρρίκνωση της βιομηχανικής παραγωγής. Όσον αφορά την Πολωνία, όπως και σε άλλα κράτη-μέλη, οι κύριοι παράγοντες που συνέβαλαν στην πτώση των εκπομπών ήταν η μείωση της ενεργειακά αναποτελεσματικής βαριάς βιομηχανίας και η συνολική αναδιάρθρωση της οι-

47 European Environment Agency, "Annual European Union greenhouse gas inventory 1990-2022 and inventory document 2024", December 2024.

48 European Environment Agency, ό.π.

Πίνακας Χ.1 Εκπομπές αερίων θερμοκηπίου[1]

(σε εκατ. τόνους ισοδύναμου CO_2)

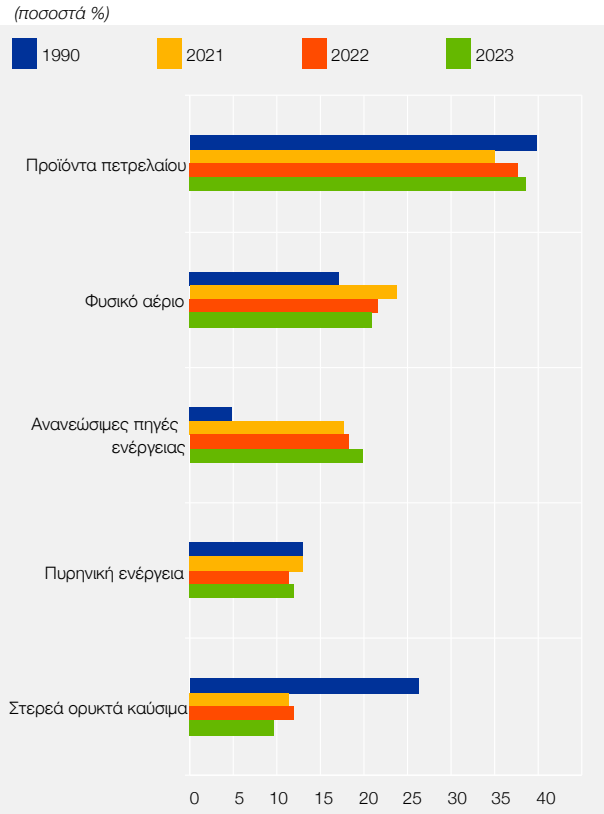
Χώρα	1990	2022	Μεταβολή 2021-2021	Μεταβολή 2022-2023	Μεταβολή 1990-2022	Μεταβολή 1990-2023
	(εκατ. τόνοι)		(ποσοστιαίες μεταβολές)			
Αυστρία	67,4	68,4	3,1	-6,8	1,4	-5,5
Βέλγιο	142,9	103,1	-6,1	-4,2	-27,8	-30,8
Βουλγαρία	81,0	48,9	10,0	-27,4	-39,7	-56,3
Γαλλία	521,2	377,2	-3,9	-6,6	-27,6	-32,4
Γερμανία	1.283,4	754,3	-1,0	-10,2	-41,2	-47,2
Δανία	78,3	41,7	-4,8	-5,7	-46,8	-49,8
Ελλάδα	101,7	72,9	-0,1	-9,5	-28,3	-35,1
Εσθονία	35,0	14,3	6,7	-18,6	-59,2	-66,8
Ιρλανδία	60,2	64,6	-2,7	-6,1	7,2	0,6
Ισπανία	253,4	246,8	2,4	-7,6	-2,6	-10,0
Ιταλία	518,7	391,8	1,4	-7,4	-24,5	-30,5
Κροατία	25,2	19,7	5,4	-8,5	-21,9	-28,5
Κύπρος	5,4	8,5	-0,1	0,3	56,3	56,8
Λεττονία	13,7	15,1	16,4	-16,3	10,3	-7,7
Λιθουανία	42,7	12,6	-14,5	-2,8	-70,6	-71,4
Λουξεμβούργο	12,7	7,5	-14,0	-7,0	-40,8	-44,9
Μάλτα	2,6	2,3	7,8	-5,8	-13,5	-18,5
Ολλανδία	228,1	158,4	-7,6	-7,3	-30,5	-35,6
Ουγγαρία	91,8	52,7	-6,7	-9,5	-42,5	-47,9
Πολωνία	447,4	344,9	-8,1	-8,2	-22,9	-29,2
Πορτογαλία	66,1	50,5	0,3	-7,6	-23,7	-29,5
Ρουμανία	230,4	63,5	-5,7	-7,1	-72,4	-74,5
Σλοβακία	64,6	29,8	-12,3	-2,4	-53,8	-54,9
Σλοβενία	14,4	15,4	-1,9	-6,4	7,1	0,2
Σουηδία	19,9	-3,4	-215,7	-25,6	-117,2	-84,9
Τσεχία	192,5	121,1	-3,9	-13,2	-37,1	-45,4
Φινλανδία	48,2	50,1	-1,8	-21,7	4,1	-18,4
ΕΕ-27	**4.649,0**	**3.132,7**	**-2,6**	**-8,8**	**-32,6**	**-38,4**

Πηγές: European Environment Agency, "Annual European Union greenhouse gas inventory 1990-2022 and inventory document 2024", December 2024. Για το 2023: European Environment Agency, "Approximated EU greenhouse gas inventory-Proxy GHG emission estimates for 2023", ETC CM Report 2024/06, October 2024.
1 Σύνολο εκπομπών συμπεριλαμβανομένου του τομέα "χρήσεις γης, αλλαγή χρήσεων γης και δασοπονία" και των διεθνών αερομεταφορών.

κονομίας προς τις υπηρεσίες. Γενικά, κοινοί παράγοντες για τη μείωση των εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου στις περισσότερες χώρες της ΕΕ-27 τα τελευταία 32 χρόνια, εξαιρουμένων των βραχυπρόθεσμων επιπτώσεων της οικονομικής ύφεσης λόγω της πανδημίας, ήταν η χρήση καυσίμων μικρότερης έντασης άνθρακα, με τη μετάβαση από τους γαιάνθρακες στο φυσικό αέριο, η μεγάλη αύξηση στη χρήση ΑΠΕ, καθώς και οι σημαντικές βελτιώσεις στην ενεργειακή απόδοση. Όσον αφορά το 2022, για το μεγαλύτερο μέρος των αερίων του θερμοκηπίου που εκπέμπονται στην ΕΕ-27 ευθύνονται η Γερμανία (24,1%), η Ιταλία (12,5%) και η Γαλλία (12,0%), ενώ ακολουθούν η Πολωνία (11,0%) και η Ισπανία (7,9%).

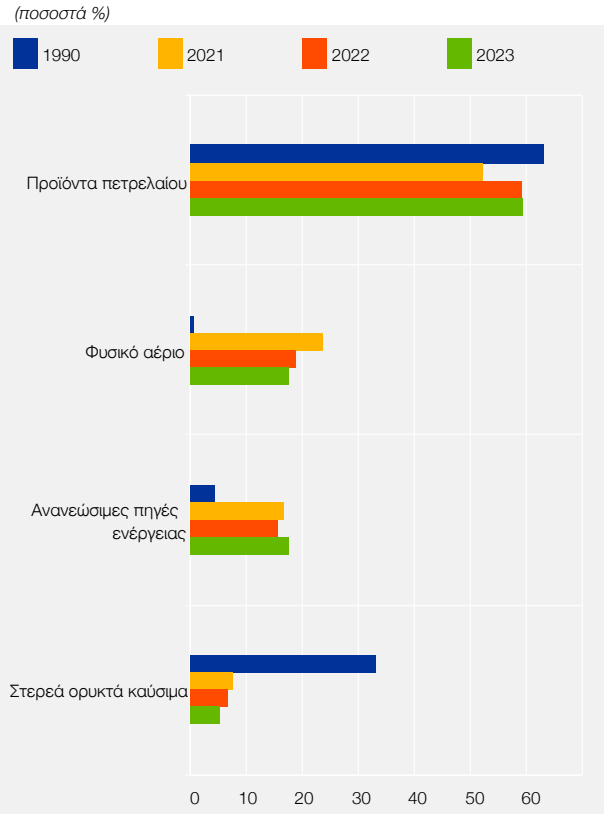
Η πτωτική πορεία των εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου συνεχίστηκε και το 2023, για το οποίο εκτιμάται ότι υπήρξε πτώση -8,8% σε σχέση με το 2022 (-38,4% σε σχέση με το 1990), ενώ 26 κράτη-μέλη της ΕΕ μείωσαν τους ρύπους (μοναδική εξαίρεση η Κύπρος, όπου οι εκ-

Διάγραμμα Χ.1 Μερίδια ενεργειακών προϊόντων στη συνολική διαθέσιμη ενέργεια στην ΕΕ-27



Πηγή: Eurostat.

Διάγραμμα Χ.2 Μερίδια ενεργειακών προϊόντων στη συνολική διαθέσιμη ενέργεια στην Ελλάδα



Πηγή: Eurostat.

πομπές παρέμειναν στα ίδια επίπεδα). Ωστόσο, η περιφερειακή κατανομή των μεταβολών διαφέρει σημαντικά μεταξύ των κρατών-μελών. Ειδικότερα, η μεγαλύτερη απόλυτη μείωση εκπομπών το 2023 σε σχέση με το 2022 σημειώθηκε στη Γερμανία, όπου οι εκπομπές μειώθηκαν κατά 76,8 εκατ. τόνους ισοδύναμου CO_2. Υψηλές μειώσεις των εκπομπών σημειώθηκαν επίσης στην Ιταλία και την Πολωνία (-28,6 και -28,1 εκατ. τόνοι ισοδύναμου CO_2 αντίστοιχα).[49] Σε ετήσια βάση, οι υψηλότερες μειώσεις σημειώθηκαν στη Βουλγαρία (-27,4%) και στη Σουηδία (-25,6%).[50]

Στην ΕΕ-27 το πιο σημαντικό αέριο του θερμοκηπίου είναι το CO_2, που αντιπροσώπευε το 79,2% των συνολικών εκπομπών το 2022, συμπεριλαμβανομένου του τομέα "χρήσεις γης, αλλαγή χρήσεων γης και δασοπονία". Ειδικότερα, οι εκπομπές αυτές του CO_2 το 2022 ήταν 2.481 εκατ. τόνοι, χαμηλότερες κατά 32% από τα επίπεδα του 1990. Οι εκπομπές μεθανίου (CH_4) και υπεροξειδίου του αζώτου (N_2O) μειώθηκαν επίσης σημαντικά έναντι του 1990. Αντίθετα, οι εκπομπές υδροφθορανθράκων (HFC) ήταν υψηλότερες σε σύγκριση με το 1990, αλλά έχουν αναφερθεί σημαντικές μειώσεις τα τελευταία χρόνια. Όσον αφορά την κατανομή των εκπομπών ανά πηγή προέλευσης, ο σημαντικότερος τομέας είναι η ενέργεια (77% των συνο-

49 European Environment Agency, "Approximated EU greenhouse gas inventory – Proxy GHG emission estimates for 2023", ETC CM Report 2024/06, October 2024.

50 Στην Ελλάδα, η μείωση των εκπομπών προήλθε κυρίως από δραστηριότητες που έχουν σχέση με την ενέργεια. Η βελτίωση του βιοτικού επιπέδου λόγω της οικονομικής ανάπτυξης, η σημαντική αύξηση του τομέα των υπηρεσιών, καθώς και η εισαγωγή του φυσικού αερίου και η αύξηση του μεριδίου των ΑΠΕ στο ελληνικό ενεργειακό σύστημα αποτελούν τους βασικούς παράγοντες μείωσης των εκπομπών. Επιπλέον, η μεγάλη πτώση που παρατηρείται το 2023 αποδίδεται κυρίως στη σημαντική μείωση της λειτουργίας των λιγνιτικών μονάδων, οι οποίες αντικαταστάθηκαν από υψηλότερο μερίδιο φυσικού αερίου και ΑΠΕ σε σύγκριση με προηγούμενα έτη.

λικών εκπομπών της ΕΕ-27 το 2022) και ακολουθούν η γεωργία και οι βιομηχανικές διεργασίες με μερίδια 11% και 9% αντίστοιχα.[51]

Από την ανάλυση του ενεργειακού μίγματος τόσο της ΕΕ-27 όσο και της Ελλάδος το 2023 έναντι του 1990 αναδεικνύεται η σημαντική πρόοδος που έχει επιτευχθεί στη διείσδυση των ΑΠΕ, με παράλληλη μείωση του μεριδίου της ενέργειας που προκύπτει από τη χρήση ορυκτών καυσίμων στη συνολική διαθέσιμη ενέργεια. Ειδικότερα, το 2023, σύμφωνα με τα στοιχεία της Eurostat, το ενεργειακό μίγμα στην ΕΕ-27 (βλ. Διάγραμμα Χ.1) συνίστατο κυρίως σε πέντε διαφορετικές πηγές: προϊόντα πετρελαίου, συμπεριλαμβανομένου του αργού πετρελαίου (37,7% της συνολικής διαθέσιμης ενέργειας, έναντι 39,0% το 1990), φυσικό αέριο (20,4%, έναντι 16,8% το 1990), ΑΠΕ (19,5%, έναντι 4,8% το 1990), πυρηνική ενέργεια (11,8%, έναντι 12,7% το 1990) και στερεά ορυκτά καύσιμα (9,4%, έναντι 25,7% το 1990). Όσον αφορά την Ελλάδα (βλ. Διάγραμμα Χ.2), το 2023 τα αντίστοιχα μερίδια ήταν 58,5% για τα προϊόντα πετρελαίου (1990: 62,1%), 17,3% για το φυσικό αέριο (1990: 0,6%), 17,2% για τις ΑΠΕ (1990: 4,5%) και 5,1% για τα στερεά ορυκτά καύσιμα (1990: 32,6%).

51 Στην Ελλάδα, το 2022 οι εκπομπές αερίων του θερμοκηπίου από την ενέργεια αντιπροσώπευαν το 67,9% των συνολικών εκπομπών και μειώθηκαν κατά περίπου 29,4% σε σύγκριση με τα επίπεδα του 1990. Οι εκπομπές από βιομηχανικές διεργασίες αντιπροσώπευαν μερίδιο 12,3% και μειώθηκαν κατά 11,8%, ενώ οι εκπομπές από τη γεωργία, με μερίδιο 10,2%, μειώθηκαν κατά περίπου 24,2% μεταξύ 1990 και 2022. Αντίθετα, οι εκπομπές από τον τομέα της διαχείρισης απορριμμάτων, που το 2022 αντιστοιχούσαν στο 7,9% των συνολικών εκπομπών, αυξήθηκαν κατά περίπου 15,9% έναντι του 1990 (Ministry of Environment and Energy, *National inventory report of Greece for greenhouse and other gases for the years 1990-2022*, December 2024).

ISSN: 1105 - 0497 (print)
ISSN: 2654 - 1955 (online)