

# ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΕΝΔΙΑΜΕΣΗ ΕΚΘΕΣΗ 2024



ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ  
2024



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.

<https://doi.org/10.52903/monpol.gr202412>

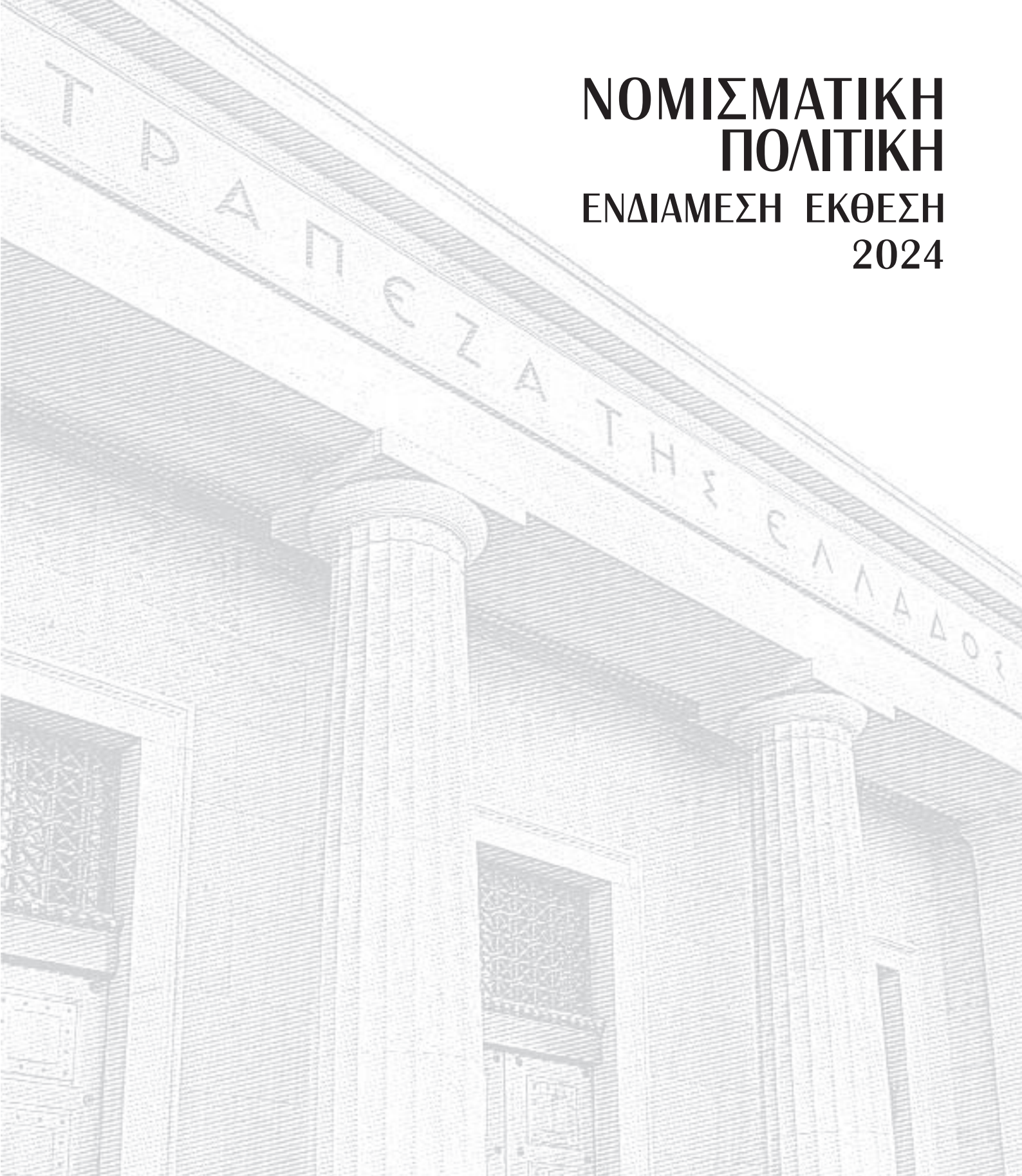
[https://www.bankofgreece.gr/Publications/Inter\\_NomPol2024.pdf](https://www.bankofgreece.gr/Publications/Inter_NomPol2024.pdf)

Τυπώθηκε στο  
Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών  
της Τράπεζας της Ελλάδος

**ISSN: 1108-2305 (print)**

**ISSN: 2654-1939 (online)**

# ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΕΝΔΙΑΜΕΣΗ ΕΚΘΕΣΗ 2024



ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ  
2024



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ  
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ



Προς τη Βουλή των Ελλήνων  
και το Υπουργικό Συμβούλιο

Η παρούσα Ενδιάμεση Έκθεση της Τράπεζας της Ελλάδος για τη Νομισματική Πολιτική υποβάλλεται σε μία περίοδο κατά την οποία οι εγχώριες οικονομικές εξελίξεις παραμένουν θετικές σε ένα διεθνές περιβάλλον αυξημένης αβεβαιότητας. Το 2024 η παγκόσμια οικονομία παρέμεινε ανθεκτική, παρά την περιοριστική νομισματική πολιτική και την αβεβαιότητα από τις συνεχιζόμενες συγκρούσεις στην Ουκρανία και τη Μέση Ανατολή. Ο πληθωρισμός εξακολούθησε να υποχωρεί σημαντικά στις προηγμένες οικονομίες, λόγω και της ασκηθείσας περιοριστικής νομισματικής πολιτικής. Επιπλέον, οι παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές συνθήκες σήμερα είναι ευνοϊκότερες σε σύγκριση με δώδεκα μήνες πριν, το παγκόσμιο εμπόριο έχει ανακάμψει και οι διεθνείς τιμές των βασικών εμπορευμάτων και της ενέργειας έχουν σε γενικές γραμμές σταθεροποιηθεί.



Η ελληνική οικονομία συνέχισε να αναπτύσσεται και στη διάρκεια του 2024 με ικανοποιητικό ρυθμό, σημαντικά υψηλότερο από τον αντίστοιχο μέσο όρο των κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ. Ο γενικός πληθωρισμός επιβραδύνθηκε και το 2024, αλλά διαμορφώθηκε σε υψηλότερο επίπεδο στην Ελλάδα έναντι της ευρωζώνης, καθώς ο επίμονα υψηλός πληθωρισμός των υπηρεσιών περιόρισε την αποκλιμάκωσή του. Σύμφωνα με τις τρέχουσες προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ το 2024 αναμένεται να διαμορφωθεί στο 2,3%, να επιταχυνθεί το 2025 στο 2,5% και να υποχωρήσει ελαφρά στο 2,3% το 2026 και στο 2,0% το 2027. Η βασικότερη συνιστώσα της οικονομικής μεγέθυνσης εκτιμάται ότι θα είναι η ιδιωτική κατανάλωση, ενώ οι επενδύσεις και οι εξαγωγές θα συνεχίσουν να συμβάλλουν θετικά. Ο πληθωρισμός θα συγκλίνει μέχρι το 2026 προς το στόχο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (2%), αλλά θα παραμείνει ελαφρά πάνω από αυτόν.

Η συνετή δημοσιονομική πολιτική που ακολουθείται τα τελευταία χρόνια και οι προσπάθειες καταπολέμησης της φοροδιαφυγής αποδίδουν καρπούς, καθώς επιτυγχάνονται υψηλά πρωτογενή πλεονάσματα χωρίς την ανάγκη λήψης περιοριστικών μέτρων και αποκλιμακώνεται το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ. 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. 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.

Οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων έχουν ακολουθήσει σε μεγάλο βαθμό τις εξελίξεις των αποδόσεων των υπόλοιπων κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ. Ταυτόχρονα, οι αναβαθμίσεις των πιστοληπτικών αξιολογήσεων για την ελληνική οικονομία οδηγούν σε σημαντικά αυξημένη συμμετοχή των επενδυτών στις νέες εκδόσεις ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου, με αποτέλεσμα τη συνεχιζόμενη πτώση του κόστους δανεισμού του.

Κατά τους πρώτους δέκα μήνες του 2024 οι καταθέσεις του ιδιωτικού τομέα αυξήθηκαν. Το κόστος τραπεζικού δανεισμού των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών υποχώρησε, σε συνέπεια με τη μείωση των επιτοκίων πολιτικής του Ευρωσυστήματος και την παρατηρηθείσα αποκλιμάκωση του κόστους αναχρηματοδότησης των τραπεζών από τις αγορές κεφαλαίων και ομολόγων. Τέλος, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των τραπεζικών δανείων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις επιταχύνθηκε, εξέλιξη που συνδέεται με την ενίσχυση της ζήτησης τραπεζικών δανείων, ιδίως εκ μέρους των μεγάλων επιχειρήσεων.

Στον τραπεζικό τομέα, το εννεάμηνο του 2024 οι δείκτες ρευστότητας και κεφαλαιακής επάρκειας, καθώς και η ποιότητα του δανειακού χαρτοφυλακίου, βελτιώθηκαν, ενώ η κερδοφορία των τραπεζικών ομίλων παρέμεινε ικανοποιητική. Ο δείκτης μη εξυπηρετούμενων δανείων σε ατομική βάση μειώθηκε σημαντικά το Σεπτέμβριο του 2024 σε σύγκριση με το Δεκέμβριο του 2023 και διαμορφώθηκε στο χαμηλότερο επίπεδο από την ένταξη της Ελλάδος στη ζώνη του ευρώ. Ωστόσο, χρειάζεται εγρήγορση ώστε να επιτευχθεί περαιτέρω εξυγίανση του ενεργητικού των τραπεζών, να αποφευχθούν νέες καθαρές εισροές μη εξυπηρετούμενων δανείων, γεγονός που αναμένεται να συμβάλει στην περαιτέρω βελτίωση των κεφαλαιακών δεικτών, και να περιοριστούν οι οριστικές και εκκαθαρισμένες αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις (DTCs), οι οποίες επί του παρόντος αποτελούν 40% των εποπτικών κεφαλαίων των τραπεζών.

Οι επιτυχίες που καταγράφονται τα τελευταία χρόνια αποτελούν ένδειξη ότι η οικονομία είναι στο σωστό δρόμο. Όμως η προσπάθεια οικονομικής ανάκαμψης από τη δεκαετή κρίση χρέους δεν έχει ολοκληρωθεί. Η ενίσχυση της συνολικής παραγωγικότητας μέσω των μεταρρυθμίσεων και της καινοτομίας, μαζί με την αύξηση των επενδύσεων και του ποσοστού συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό, είναι καθοριστικής σημασίας για την επιτάχυνση της οικονομικής ανάπτυξης, τη βελτίωση του βιοτικού επιπέδου και τη σύγκλιση του κατά κεφαλήν ΑΕΠ προς τα μέσα ευρωπαϊκά επίπεδα. Με υψηλότερη παραγωγικότητα, προκλήσεις όπως το υψηλό δημόσιο χρέος, το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και οι πιέσεις στη συνταξιοδοτική δαπάνη και στις δαπάνες υγειονομικής περίθαλψης λόγω της δημογραφικής γήρανσης γίνονται πολύ πιο διαχειρίσιμες. Επίσης διευκολύνεται η υλοποίηση αυξημένων επενδύσεων σε νέες τεχνολογίες, σε έργα μετριασμού της κλιματικής αλλαγής, αλλά και σε έργα που προωθούν την πράσινη μετάβαση.

Ωστόσο θα πρέπει να επισημανθεί ότι πλέον το παγκόσμιο οικονομικό περιβάλλον στο οποίο λειτουργούμε διαφέρει αισθητά σε σχέση με μερικά χρόνια πριν. Η Ευρώπη συνολικά αντιμετωπίζει προκλήσεις, οι οποίες είναι τεχνολογικές, περιβαλλοντικές, ενεργειακές καθώς και σε θέματα ασφάλειας. Παρά την προσήλωση που πρέπει να επιδείξουμε ως χώρα στην υλοποίηση των απαιτούμενων μεταρρυθμίσεων, η απάντηση σε αυτά τα προβλήματα και τις παγκόσμιες τάσεις δεν μπορεί να προέλθει από καθεμία χώρα μεμονωμένα. Χρειάζεται κοινή προσέγγιση, σύμπλευση και συνεργασία με βάση τις προτάσεις της πρόσφατης έκθεσης Letta για την αναγκαιότητα της ολοκλήρωσης της Ενιαίας Αγοράς και της έκθεσης Draghi για το μέλλον της ευρωπαϊκής ανταγωνιστικότητας. Βασική προϋπόθεση για να αντιμετωπιστεί το κενό καινοτομίας, παραγωγικότητας και ανταγωνιστικότητας και να κατοχυρωθεί η κυριαρχία, ασφάλεια και ανθεκτικότητα της Ευρώπης είναι ο συντονισμός και η κοινή δράση των Ευρωπαίων εταίρων, αξιοποιώντας και την επιτυχημένη εμπειρία του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης NextGenerationEU.

Αθήνα, Δεκέμβριος 2024

Γιάννης Στουρνάρας  
Διοικητής

## ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

### Πρόεδρος

Γιάννης Στουρνάρας

### Μέλη

Θεόδωρος Πελαγίδης

Χριστίνα Παπακωνσταντίνου

Βασίλειος Κωτσοβίλης

Όλγα Χαρίτου

Χρήστος Χατζηεμμανουήλ





# ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι

### ΘΕΤΙΚΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΕ ΕΝΑ ΔΙΕΘΝΕΣ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΑΥΞΗΜΕΝΗΣ ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑΣ

1.	Εισαγωγή	11
2.	Ελληνική οικονομία: εξελίξεις και προοπτικές	12
2.1	Πραγματική οικονομία: Διατήρηση της αναπτυξιακής δυναμικής – Βραδεία αποκλιμάκωση του πληθωρισμού	12
2.2	Δημοσιονομικές εξελίξεις: Μεγαλύτερο του αναμενομένου πρωτογενές πλεόνασμα λόγω της αύξησης των φορολογικών εσόδων – Σημαντική αποκλιμάκωση του λόγου δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ	14
2.3	Χρηματοπιστωτικές εξελίξεις: Ευνοϊκότερες χρηματοπιστωτικές συνθήκες	14
2.4	Τραπεζικός τομέας: Αύξηση των καταθέσεων, υποχώρηση των επιτοκίων δανεισμού και αύξηση των χορηγήσεων	15
2.5	Προβλέψεις: Επιτάχυνση της ανάπτυξης και περαιτέρω αποκλιμάκωση του πληθωρισμού το 2025 – Νέα σημαντική υποχώρηση του δημόσιου χρέους	17
2.6	Κίνδυνοι και αβεβαιότητες: Αυξημένοι εξωτερικοί κίνδυνοι	19
3.	Το εξωτερικό περιβάλλον της ελληνικής οικονομίας	19
3.1	Εξελίξεις και προοπτικές εκτός της ευρωζώνης: Ανάκαμψη του διεθνούς εμπορίου, διατήρηση της αναπτυξιακής δυναμικής με σημαντικές διαφοροποιήσεις μεταξύ των χωρών	19
3.2	Εξελίξεις και προοπτικές της ευρωζώνης: Ανθεκτικότητα, υποτονική ανάκαμψη, αποκλιμάκωση του πληθωρισμού	20
3.3	Κίνδυνοι και αβεβαιότητες: Πολεμικές συγκρούσεις, γεωπολιτικός κατακερματισμός και τάσεις εμπορικού προστατευτισμού	21
4.	Ενιαία νομισματική πολιτική	21
5.	Πρόοδος, προκλήσεις και προτάσεις πολιτικής για την ελληνική οικονομία	22

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙ

### ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

1.	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	29
2.	Οικονομικές εξελίξεις και προοπτικές διεθνώς και στη ζώνη του ευρώ και παρεμβάσεις πολιτικής	31
2.1	Παγκόσμια οικονομία	31
2.2	Ζώνη του ευρώ	36
2.3	ΕΕ και ζώνη του ευρώ: παρεμβάσεις πολιτικής	40
3.	Οικονομικές εξελίξεις και προοπτικές στις οικονομίες χωρών της Νοτιοανατολικής Ευρώπης	40
	<b>Πλαίσιο II.1</b> Διεθνής εμπορικός κατακερματισμός: επιπτώσεις και κίνδυνοι για την παγκόσμια οικονομία	44
	<b>Πλαίσιο II.2</b> Πληθωριστικές πιέσεις και δυσκαμψίες μισθών	51
	<b>Πλαίσιο II.3</b> Η έκθεση Draghi για το μέλλον της ευρωπαϊκής ανταγωνιστικότητας: πορίσματα και προτάσεις	56

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙΙ

### Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

1.	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	61
2.	Η ενιαία νομισματική πολιτική: χάραξη και εφαρμογή	64

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙV

### ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

1.	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	73
2.	Εξελίξεις και προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας	76

2.1	Εξελίξεις από την πλευρά της ζήτησης	76
2.2	Εξελίξεις από την πλευρά της προσφοράς	78
3.	Εξελίξεις και προοπτικές της αγοράς ακινήτων	81
4.	Εξελίξεις και προοπτικές της απασχόλησης και της ανεργίας	83
5.	Πληθωρισμός, επιχειρηματικά κέρδη, κόστος εργασίας και ανταγωνιστικότητα	86
5.1	Πληθωρισμός	86
5.2	Επιχειρηματικά κέρδη	88
5.3	Κόστος εργασίας	88
5.4	Διεθνής ανταγωνιστικότητα	90
6.	Ισοζύγιο πληρωμών και διεθνής επενδυτική θέση	92
7.	Οι προβλέψεις για την ελληνική οικονομία	96

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ V

### ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

1.	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	99
2.	Δημοσιονομικές εξελίξεις το 2024	100
	<b>Πλαίσιο V.1</b> Εμπειρική διερεύνηση των επιδράσεων μιας μείωσης του συντελεστή ΦΠΑ στον πληθωρισμό και στο προϊόν της ελληνικής οικονομίας	103
3.	Θεσμικό πλαίσιο και δημοσιονομικές μεταρρυθμίσεις	107
4.	Προτάσεις πολιτικής	110
5.	Η εξέλιξη των δημοσιονομικών μεγεθών το 2024	112
5.1	Γενική κυβέρνηση (εθνικολογιστικά στοιχεία – ΕΛΣΤΑΤ)	112
5.2	Γενική κυβέρνηση (στοιχεία Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους – ΓΛΚ)	113
5.3	Κρατικός Προϋπολογισμός (δημοσιονομικά στοιχεία)	115
5.4	Κρατικός Προϋπολογισμός σε ταμειακή βάση	115
5.5	Χρέος γενικής κυβέρνησης	115

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ VI

### ΧΡΗΜΑ, ΠΙΣΤΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΕΣ

1.	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	119
2.	Τραπεζικά επιτόκια	120
3.	Τραπεζική πίστη	124
4.	Τραπεζικές καταθέσεις	126
5.	Εξελίξεις στον τραπεζικό τομέα	128

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ VII

### ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

1.	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	131
2.	Διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων	133
	<b>Πλαίσιο VII.1</b> Οι προσδοκίες των επενδυτών για τα επιτόκια και την οικονομική δραστηριότητα και η μεταβλητότητα στις διεθνείς κεφαλαιαγορές	136
3.	Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου	140
3.1	Εξελίξεις στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις	140
3.2	Εξελίξεις στις αγορές	141
4.	Ελληνικά εταιρικά ομόλογα	143
4.1	Ομόλογα ελληνικών τραπεζών	143
4.2	Ομόλογα ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων	144
	<b>Πλαίσιο VII.2</b> Οι αναβαθμίσεις των πιστοληπτικών αξιολογήσεων των ελληνικών τραπεζών	145
5.	Αγορά μετοχών	148
5.1	Τιμές μετοχών	148
5.2	Αποδοτικότητα εισηγμένων επιχειρήσεων	149

<b>ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ</b>	151
-----------------------------	-----

# ΘΕΤΙΚΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΕ ΕΝΑ ΔΙΕΘΝΕΣ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΑΥΞΗΜΕΝΗΣ ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑΣ

## 1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η παγκόσμια οικονομία παρέμεινε ανθεκτική το 2024, παρά την περιοριστική νομισματική πολιτική και την αβεβαιότητα από τις συνεχιζόμενες συγκρούσεις στην Ουκρανία και τη Μέση Ανατολή. Ο γενικός πληθωρισμός εξακολούθησε να υποχωρεί σημαντικά στις προηγμένες οικονομίες, λόγω και της ασκηθείσας περιοριστικής νομισματικής πολιτικής. Ωστόσο, ο πληθωρισμός των υπηρεσιών παραμένει υψηλός και ως εκ τούτου η διαδικασία μείωσης των βασικών επιτοκίων, την οποία ξεκίνησαν το 2024 οι νομισματικές αρχές σε πολλές οικονομίες, προχωρεί με προσεκτικά βήματα. Σε κάθε περίπτωση όμως, οι παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές συνθήκες σήμερα είναι ευνοϊκότερες σε σύγκριση με δώδεκα μήνες πριν, το παγκόσμιο εμπόριο έχει ανακάμψει και οι διεθνείς τιμές των βασικών εμπορευμάτων και της ενέργειας έχουν σε γενικές γραμμές σταθεροποιηθεί.

Όσον αφορά τη ζώνη του ευρώ, παρότι οι δείκτες οικονομικής συγκυρίας υποδηλώνουν ότι η οικονομική δραστηριότητα ήταν οριακά ασθενέστερη από ό,τι αναμενόταν, η οικονομία ανακάμπτει και θα ενισχυθεί με την πάροδο του χρόνου, καθώς η αύξηση των πραγματικών εισοδημάτων επιτρέπει στα νοικοκυριά να καταναλώνουν περισσότερο και καθώς οι επενδύσεις εκτιμάται ότι θα ανακάμψουν. Η σταδιακή άρση της περιοριστικής νομισματικής πολιτικής αναμένεται να στηρίξει την κατανάλωση και τις επενδύσεις.

Στη διάρκεια του 2024 ο γενικός πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ συνέχισε την πορεία αποκλιμάκωσης που είχε ξεκινήσει το 2023, ενώ οι περισσότεροι δείκτες μακροπρόθεσμων προσδοκιών για τον πληθωρισμό βρίσκονται περίπου στο 2%. Ως εκ τούτου, το Διοικητικό Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ), τον Ιούνιο, το Σεπτέμβριο, τον Οκτώβριο και το Δεκέμβριο μείωσε, κατά 25 μονάδες βάσης κάθε φορά, το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων. Το Διοικητικό Συμβούλιο έχει καταστήσει σαφές ότι δεν δεσμεύεται ως προς τη μελλοντική πορεία των επιτοκίων πολιτικής.

Οι προοπτικές για το παγκόσμιο και το ευρωπαϊκό ΑΕΠ παραμένουν θετικές, ωστόσο οι κίνδυνοι που περιβάλλουν τις προβλέψεις είναι αυξημένοι, εξαιτίας της έντονης γεωπολιτικής αβεβαιότητας και της ενδεχόμενης ενίσχυσης του εμπορικού προστατευτισμού. Για τη ζώνη του ευρώ, πρόσθετη αβεβαιότητα δημιουργούν οι πρόσφατες πολιτικές αναταράξεις σε μεγάλες ευρωπαϊκές οικονομίες.

Η ελληνική οικονομία συνέχισε να αναπτύσσεται και στη διάρκεια του 2024 με ικανοποιητικό ρυθμό, σημαντικά υψηλότερο από τον αντίστοιχο μέσο όρο των κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ. Ο γενικός πληθωρισμός επιβραδύνθηκε και το 2024, αλλά διαμορφώθηκε σε υψηλότερο επίπεδο στην Ελλάδα έναντι της ευρωζώνης, καθώς ο επίμονα υψηλός πληθωρισμός των υπηρεσιών περιόρισε την αποκλιμάκωσή του. Η αγορά εργασίας διατήρησε τη δυναμική της, τα δημοσιονομικά μεγέθη βελτιώθηκαν, αλλά το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αυξήθηκε. Τα μεσοσταθμικά επιτόκια χορηγήσεων υποχώρησαν και η τραπεζική χρηματοδότηση ήταν αυξημένη έναντι του 2023. Τα θεμελιώδη μεγέθη των τραπεζών βελτιώθηκαν και οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών και εταιρικών ομολόγων κινήθηκαν καθοδικά, επωφελομένους από τις διαδοχικές θετικές εξελίξεις στην κρατική πιστοληπτική αξιολόγηση και από την αποκλιμάκωση των αποδόσεων των υπόλοιπων ομολόγων της ζώνης του ευρώ.

Λαμβάνοντας υπόψη τις αβεβαιότητες και τους κινδύνους που συνδέονται με το διεθνές οικονομικό περιβάλλον, καθώς και τις νέες προκλήσεις που αντιμετωπίζει η ελληνική οικονομία, όπως η πράσινη και η ψηφιακή μετάβαση, η κλιματική κρίση και η αξιοποίηση της τεχνητής νοημοσύνης, είναι απαραίτητη η προσήλωση της οικονομικής πολιτικής στην υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων. Αυτές θα διασφαλίσουν τη δημιουργία ενός βιώσιμου παραγωγικού υποδείγματος που θα συμβάλει στην προσέλκυση επενδύσεων στη χώρα με στόχο την επιτάχυνση της οικονομικής μεγέθυνσης. Κάτι τέτοιο απαιτεί, μεταξύ άλλων, την ταχύτερη υλοποίηση των δράσεων του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας. Η επίτευξη των ανωτέρω στόχων, σε συνδυασμό με τη διαφύλαξη της δημοσιονομικής αξιοπιστίας και της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, θα ενισχύσει τις θετικές προοπτικές για την ελληνική οικονομία και θα συμβάλει σε περαιτέρω αναβαθμίσεις της πιστοληπτικής αξιολόγησης του Ελληνικού Δημοσίου. Με αυτό τον τρόπο θα μειωθεί το κόστος δανεισμού για το δημόσιο και τον ιδιωτικό τομέα, θα τονωθεί η οικονομική ανάπτυξη και θα διασφαλιστεί η μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους.

## 2 ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ: ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

### 2.1 Πραγματική οικονομία: Διατήρηση της αναπτυξιακής δυναμικής – Βραδεία αποκλιμάκωση του πληθωρισμού

**Οικονομική δραστηριότητα:** Η οικονομική δραστηριότητα συνέχισε να αναπτύσσεται με ικανοποιητικό ρυθμό το εννεάμηνο του 2024 (2,3% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2023). Βασική συνιστώσα της ανάπτυξης ήταν η εγχώρια ζήτηση, προερχόμενη κυρίως από την ιδιωτική κατανάλωση, αλλά και από τις επενδύσεις. Η άνοδος της κατανάλωσης υποστηρίχθηκε από την αύξηση των εισοδημάτων των νοικοκυριών, καθώς η απασχόληση συνέχισε να κινείται ανοδικά και οι ονομαστικοί μισθοί αυξήθηκαν σημαντικά. Θετικά κινήθηκαν και οι εξαγωγές υπηρεσιών. Ωστόσο, η καθαρή συμβολή του εξωτερικού τομέα ήταν οριακά αρνητική, καθώς οι εξαγωγές αγαθών εκτιμάται ότι επηρεάστηκαν από την υποτονική εξωτερική ζήτηση, ενώ παράλληλα καταγράφηκε σημαντική άνοδος των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών. Τέλος, η μείωση της δημόσιας κατανάλωσης συνέβαλε αρνητικά στη διαμόρφωση του ΑΕΠ.

Οι βραχυχρόνιοι δείκτες οικονομικής δραστηριότητας στη βιομηχανία, τις κατασκευές και τις υπηρεσίες παραμένουν θετικοί, με εξαίρεση τον όγκο λιανικών πωλήσεων, ο οποίος ακολούθησε ήπια καθοδική πορεία. Οι προσδοκίες των επιχειρήσεων πάντως παραμένουν, με διακυμάνσεις, σε υψηλά επίπεδα σε σύγκριση με τη ζώνη του ευρώ, σε αντίθεση με την εμπιστοσύνη των καταναλωτών που έχει υποχωρήσει. Επιπλέον, ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) διαμορφώνεται σε θετικά επίπεδα – και υψηλότερα από τον αντίστοιχο μέσο όρο της ευρωζώνης – αν και παρουσιάζει σαφή επιβράδυνση τους τελευταίους μήνες.

**Πληθωρισμός:** Ο εναρμονισμένος πληθωρισμός το 2024 αποκλιμακώθηκε σε σύγκριση με το 2023. Ειδικότερα, στο διαθέσιμο ενδεκάμηνο του 2024, διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο στο 3,0%, από 4,2% το 2023. Όσον αφορά τις συνιστώσες του, παρατηρείται σαφής αποκλιμάκωση του πληθωρισμού των ειδών διατροφής και των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών μέσα στο 2024 σε σύγκριση με το 2023. Η επιμονή του πληθωρισμού των υπηρεσιών αποτέλεσε ουσιαστικά εμπόδιο στην ταχύτερη αποκλιμάκωση του γενικού πληθωρισμού, ο οποίος ως αποτέλεσμα διαμορφώθηκε σε υψηλότερα επίπεδα έναντι της ευρωζώνης. Υπό την προϋπόθεση ότι οι γεωπολιτικές συνθήκες δεν θα επιδεινωθούν, αναμένεται περαιτέρω επιβράδυνση του γενικού πληθωρισμού μέσα στο 2025.

**Αγορά ακινήτων:** Κατά τη διάρκεια του 2024 η ελληνική αγορά ακινήτων διατήρησε τη θετική πορεία της, παρά τις αβεβαιότητες που συνδέονται με τη γεωπολιτική αστάθεια και τα αυξημένα κατασκευαστικά και λειτουργικά κόστη. Η ζήτηση παραμένει δυναμική για συγκεκριμένες χρήσεις και θέσεις ακινήτων, αν και καταγράφεται αυξημένη επιφυλακτικότητα για επενδύσεις από τους παράγοντες της αγοράς, ειδικά για κάποιες κατηγορίες ακινήτων, κυρίως επαγγελματικής χρή-

σης. Η αγορά κατοικιών ενισχύθηκε από τον τουρισμό και τη βραχυχρόνια μίσθωση, καθώς και από το επενδυτικό ενδιαφέρον, κυρίως από το εξωτερικό, για αγορά ακινήτων – συμπεριλαμβανομένου του προγράμματος Golden Visa. Η χαμηλή προσφορά ποιοτικών χώρων σε όλο το εύρος της αγοράς έχει δώσει ώθηση στην κατασκευαστική δραστηριότητα, η οποία εντούτοις δεν έχει αναπτύξει τους ρυθμούς εκείνους που θα επέτρεπαν την πλήρη αποσυμπίεση της ζήτησης, ειδικά στην περίπτωση της κατοικίας. Στις δεδομένες συνθήκες, εκτιμάται ότι η αύξηση των τιμών, ιδιαίτερα στις κατοικίες, θα συνεχιστεί – αλλά με ηπιότερους ρυθμούς σε σχέση με την προηγούμενη περίοδο – έως ότου η αύξηση της προσφοράς ποιοτικών χώρων οδηγήσει στην αποκατάσταση της σχετικής ισορροπίας.

**Αγορά εργασίας:** Η αγορά εργασίας συνέχισε να αναπτύσσεται δυναμικά και το εννεάμηνο του 2024. Η απασχόληση αυξήθηκε κατά 1,9% και το ποσοστό ανεργίας μειώθηκε περαιτέρω στο 10,3% (από 11,3% την αντίστοιχη περίοδο το προηγούμενο έτος). Σημειώνεται ότι το β' και το γ' τρίμηνο του 2024 επιταχύνθηκε η αποκλιμάκωση του ποσοστού ανεργίας, το οποίο διαμορφώθηκε σε μονοψήφιο επίπεδο για πρώτη φορά από το γ' τρίμηνο του 2009. Επιπλέον, η μισθωτή απασχόληση, σύμφωνα με το ισοζύγιο ρών μισθωτής απασχόλησης του συστήματος ΕΡΓΑΝΗ, παρέμεινε σε υψηλά επίπεδα το εννεάμηνο του 2024, αν και ήταν ελαφρώς χαμηλότερη έναντι του προηγούμενου έτους. Η αύξηση του αριθμού των εργαζομένων προήλθε σχεδόν εξίσου από τη μετακίνηση τόσο των ανέργων όσο και των μη οικονομικά ενεργών προς την απασχόληση. Οι βραχυπρόθεσμες προοπτικές απασχόλησης το ενδεκάμηνο του 2024 σημείωσαν βελτίωση στις υπηρεσίες, ενώ σε θετικό επίπεδο κινήθηκαν και οι προοπτικές απασχόλησης στις κατασκευές, στο εμπόριο και στη μεταποίηση, οι οποίες ωστόσο κατέγραψαν καθοδική πορεία. Οι κενές θέσεις εργασίας πάντως συνέχισαν να καταγράφουν άνοδο το πρώτο εξάμηνο του 2024, καθώς οι επιχειρήσεις συναντούν μεγαλύτερες δυσκολίες στην εύρεση κατάλληλου προσωπικού. Τα υψηλότερα ποσοστά κενών θέσεων καταγράφονται στις δραστηριότητες σχετικές με τον τουρισμό, στις κατασκευές, στις επαγγελματικές, επιστημονικές και τεχνικές δραστηριότητες και στη μεταποίηση.

**Ανταγωνιστικότητα:** Η διεθνής ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας κατά το 2024 επιδεινώθηκε ελαφρώς ως προς τις σχετικές τιμές, καθώς η ανατίμηση της ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας υπερκάλυψε την ευνοϊκή για την Ελλάδα διαφορά του εγχώριου πληθωρισμού συγκριτικά με τον αντίστοιχο σταθμισμένο μέσο όρο των κυριότερων εμπορικών εταίρων, κυρίως εκείνων εκτός της ζώνης του ευρώ. Ταυτόχρονα όμως ο δείκτης πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας βελτιώθηκε, καθώς ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στην Ελλάδα, αν και συνέχισε να είναι υψηλός, υπολειπόταν των επίσης υψηλών ρυθμών άλλων βασικών εμπορικών εταίρων.

Παρά τη σημαντική βελτίωση της κατάταξης της Ελλάδος στους παγκόσμιους σύνθετους δείκτες διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας τα τελευταία χρόνια, η απόκλιση σε όρους καινοτομίας, τεχνολογίας και συνολικών παραγωγικών επενδύσεων ως προς το ΑΕΠ παραμένει, διατηρώντας το υφιστάμενο χάσμα ανταγωνιστικότητας με τις περισσότερες προηγμένες οικονομίες. Στο πλαίσιο αυτό, οι ξένες άμεσες επενδύσεις (ΞΑΕ) υποχώρησαν το 2024 έναντι του 2023. Οι ΞΑΕ συνεχίζουν να κατευθύνονται, όπως και το 2023, στους κλάδους της μεταποίησης, των επικοινωνιών, των ακινήτων και των μεταφορών.

**Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών:** Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ) το δεκάμηνο του 2024 διευρύνθηκε κατά 220,6 εκατ. ευρώ σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2023 και διαμορφώθηκε σε 8,0 δισεκ. ευρώ. Η εξέλιξη αυτή είναι αποτέλεσμα της επιδείνωσης κυρίως του ισοζυγίου αγαθών και σε μικρότερο βαθμό του ισοζυγίου πρωτογενών εισοδημάτων, η οποία αντισταθμίστηκε σχεδόν εξ ολοκλήρου από τα αυξημένα πλεονάσματα των ισοζυγίων δευτερογενών εισοδημάτων και υπηρεσιών. Συγκεκριμένα, το έλλειμμα του ισοζυγίου αγαθών διευρύνθηκε, αφού η αξία των εξαγωγών μειώθηκε κατά 3,4% και η αξία των εισαγωγών αυξήθηκε κατά 1,5%. Η αύξηση του πλεονάσματος του ισοζυγίου υπηρεσιών το δεκάμηνο του

2024 συνδέεται με τη βελτίωση των ισοζυγίων ταξιδιωτικών και λοιπών υπηρεσιών, ενώ επιδείνωση κατέγραψε το ισοζύγιο μεταφορών. Σημειώνεται ότι το δεκάμηνο του 2024 οι ταξιδιωτικές αφίξεις και εισπράξεις συνέχισαν να αυξάνονται, αν και με χαμηλότερο ρυθμό σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2023, καταγράφοντας αύξηση κατά 9,2% και 5,5% αντίστοιχα, ενώ η μέση δαπάνη ανά ταξίδι μειώθηκε. Το έλλειμμα του ισοζυγίου πρωτογενών εισοδημάτων διευρύνθηκε την υπό εξέταση περίοδο, κυρίως λόγω χαμηλότερων καθαρών εισπράξεων από λοιπά πρωτογενή εισοδήματα, που προέρχονται κατά βάση από τις μειωμένες εισπράξεις αγροτικών επιδοτήσεων από την ΕΕ, παρά τη μείωση των καθαρών πληρωμών για τόκους, μερίσματα και κέρδη. Αντιθέτως, το ισοζύγιο δευτερογενών εισοδημάτων εμφάνισε αυξημένο πλεόνασμα το δεκάμηνο του 2024 σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους, καθώς οι καθарές εισπράξεις των λοιπών, πλην της γενικής κυβέρνησης, τομέων υπερέκρασαν τις καθαρές πληρωμές από τη γενική κυβέρνηση τη συγκεκριμένη περίοδο.

## **2.2 Δημοσιονομικές εξελίξεις: Μεγαλύτερο του αναμενομένου πρωτογενές πλεόνασμα λόγω της αύξησης των φορολογικών εσόδων – Σημαντική αποκλιμάκωση του λόγου δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ**

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 αποτέλεσμα το 2022. Το δημόσιο χρέος το 2023 σε ονομαστικούς όρους αυξήθηκε έναντι του 2022, λόγω μεθοδολογικής αλλαγής στον τρόπο καταγραφής του. Ωστόσο, ως ποσοστό του ΑΕΠ αποκλιμακώθηκε σημαντικά σε 163,9% του ΑΕΠ από 177,0% του ΑΕΠ το 2022. Τη μεγαλύτερη συμβολή (10,3 ποσ. μον.) στη μείωση του δημόσιου χρέους ως προς το ΑΕΠ είχε η διαφορά μεταξύ του έμμεσου επιτοκίου δανεισμού και του ρυθμού μεταβολής του ονομαστικού ΑΕΠ (snowball effect).

Την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2024 παρατηρήθηκε καλύτερη απόδοση των φορολογικών εσόδων έναντι των στόχων του Προϋπολογισμού 2024 αλλά και του Μεσοπρόθεσμου Δημοσιονομικού-Διαρθρωτικού Σχεδίου 2025-2028, λόγω κυρίως της μείωσης της φοροδιαφυγής και της βελτίωσης των εισοδημάτων, της κερδοφορίας των επιχειρήσεων και της αύξησης της απασχόλησης.

Σύμφωνα με την Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού του 2025, 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 154,0% του ΑΕΠ, χάρη κυρίως στη μειωτική συμβολή της διαφοράς μεταξύ του έμμεσου επιτοκίου δανεισμού και του ρυθμού μεταβολής του ονομαστικού ΑΕΠ.

Σύμφωνα με την πρόβλεψη της Τράπεζας της Ελλάδος, το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης το 2024 αναμένεται να διαμορφωθεί σε πλεόνασμα 2,5% του ΑΕΠ και το δημόσιο χρέος σε 154,2% του ΑΕΠ.

## **2.3 Χρηματοπιστωτικές εξελίξεις: Ευνοϊκότερες χρηματοπιστωτικές συνθήκες**

Οι προσδοκίες των επενδυτών για τον πληθωρισμό στην ευρωζώνη και τις ΗΠΑ έχουν κινηθεί καθοδικά και συγκλίνουν προς τους αντίστοιχους στόχους της ΕΚΤ και της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ (Fed). Ειδικότερα, οι επενδυτές διαμόρφωσαν, ήδη από το τέλος του γ' τριμήνου του 2023, προσδοκίες για μειώσεις επιτοκίων από τις μεγάλες κεντρικές τράπεζες διεθνώς. Όντως, από το β' τρίμηνο του τρέχοντος έτους έχουν ξεκινήσει οι μειώσεις επιτοκίων από την ΕΚΤ και από τα μέσα Σεπτεμβρίου από τη Fed. Κατά συνέπεια, οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες διεθνώς σήμερα είναι ευνοϊκότερες σε σύγκριση με δώδεκα μήνες πριν. Σε αυτό το πλαίσιο, οι αποδόσεις των κρατικών και εταιρικών ομολόγων έχουν μειωθεί, περισσότερο για τα ομόλογα βραχύτερης διάρκειας, συμβάλλοντας στη σημαντική βελτίωση των χρηματοπιστωτικών συν-

θηκών διεθνώς. Εντούτοις, οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες ενδέχεται να επηρεαστούν δυσμενώς από την αυξημένη διεθνή γεωπολιτική και μακροοικονομική αβεβαιότητα.

Οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων έχουν ακολουθήσει σε μεγάλο βαθμό τις εξελίξεις των αποδόσεων των υπόλοιπων κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ. Ταυτόχρονα, οι αναβαθμίσεις των πιστοληπτικών αξιολογήσεων για την ελληνική οικονομία οδηγούν σε σημαντικά αυξημένη συμμετοχή των επενδυτών στις νέες εκδόσεις ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου, με αποτέλεσμα τη συνεχιζόμενη πτώση του κόστους δανεισμού του.

Κατά τη διάρκεια του 2024 παρατηρήθηκαν αναβαθμίσεις των πιστοληπτικών αξιολογήσεων των ελληνικών τραπεζών. Το γεγονός αυτό οδηγεί στη μείωση του κόστους δανεισμού των ελληνικών τραπεζών από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές και άρα συμβάλλει θετικά στα καθαρά επιτοκιακά τους έσοδα. Αντίστοιχα, οι αποδόσεις των ομολόγων των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων καταγράφουν μείωση από τις αρχές του 2024, επωφελούμενες από τις διαδοχικές θετικές εξελίξεις στην κρατική πιστοληπτική αξιολόγηση, σε συνδυασμό με τις προσδοκίες για μείωση των βασικών επιτοκίων νομισματικής πολιτικής.

Από τις αρχές του 2024 έως τα τέλη Οκτωβρίου οι τιμές στις αγορές μετοχών διεθνώς, έπειτα από σημαντικές αυξήσεις το προηγούμενο έτος, συνέχισαν την ανοδική τους πορεία, οδηγούμενες κυρίως από τον κλάδο της τεχνολογίας στις ΗΠΑ και τους κλάδους των τραπεζών και της βιομηχανίας στην ευρωζώνη, και ωθούμενες, μεταξύ άλλων, από τις προσδοκίες των επενδυτών για μειώσεις των βασικών επιτοκίων νομισματικής πολιτικής. Σημειώνεται όμως, όπως κατέδειξε και το επεισόδιο μεταβλητότητας στις αγορές τον Αύγουστο, ότι οι αποτιμήσεις επηρεάζονται από ενδεχόμενες απροσδόκητες γεωπολιτικές και οικονομικές εξελίξεις. Σε αυτό το περιβάλλον, οι τιμές των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ) σημείωσαν ισχυρή άνοδο έως τα τέλη Οκτωβρίου. Οι τραπεζικές μετοχές παρουσίασαν υψηλότερες αποδόσεις σε σχέση με το γενικό δείκτη του ΧΑ, σε συνάφεια κυρίως με την αναβάθμιση της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος στην επενδυτική κατηγορία, την αυξημένη κερδοφορία και τις αναβαθμίσεις των πιστοληπτικών αξιολογήσεων των ίδιων των τραπεζών.

#### **2.4 Τραπεζικός τομέας: Αύξηση των καταθέσεων, υποχώρηση των επιτοκίων δανεισμού και αύξηση των χορηγήσεων**

Τα επιτόκια καταθέσεων προθεσμίας, μετά την ανοδική τάση που ακολουθούσαν επί ένα έτος περίπου, παρέμειναν σχεδόν αμετάβλητα κατά το δ' τρίμηνο του 2023 και τους πρώτους δέκα μήνες του 2024 στην πλειονότητα των κατηγοριών, παρά τις πραγματοποιηθείσες μειώσεις στα επιτόκια πολιτικής του Ευρωσυστήματος. Εκτιμάται ότι τα πιστωτικά ιδρύματα, προκειμένου να περιορίσουν τις εκροές αποταμιευτικών πόρων από τους λογαριασμούς προθεσμίας προς εναλλακτικές τοποθετήσεις, αναβάλλουν την καθοδική προσαρμογή των επιτοκίων που προσφέρουν στους καταθέτες. Το μεσοσταθμικό επιτόκιο στο σύνολο των καταθέσεων προθεσμίας των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (ΜΧΕ) διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο το δεκάμηνο του 2024 σε 3,1% (δεκάμηνο 2023: 2,1%), κατά 1,3 ποσ. μον. υψηλότερο από το αντίστοιχο επιτόκιο προς τα νοικοκυριά. Στη σημαντικότερη σε όρους όγκου κατηγορία, τις καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια έως 1 έτος, το επιτόκιο στην Ελλάδα το δεκάμηνο του 2024 ήταν κατά 0,9 ποσ. μον. χαμηλότερο έναντι του αντίστοιχου ευρωπαϊκού μέσου όρου.

Κατά τους πρώτους δέκα μήνες του 2024 το υπόλοιπο των καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα κατέγραψε σωρευτική αύξηση κατά 0,7 δισεκ. ευρώ, λόγω της ανάκαμψης των επιχειρηματικών καταθέσεων, ενώ η άνοδος των καταθέσεων των νοικοκυριών ήταν πιο περιορισμένη. Ως αποτέλεσμα, το υπόλοιπο των ιδιωτικών καταθέσεων διαμορφώθηκε τον Οκτώβριο του 2024 σε 195,5 δισεκ. ευρώ. Σημειώνεται ότι πραγματοποιήθηκαν μετατοπίσεις αποταμιευτικών πόρων από καταθέσεις (ιδίως καταθέσεις προθεσμίας) προς τοποθετήσεις σε έντοκα γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου, καθώς και σε άλλα επενδυτικά μέσα με προσδοκώμενες αποδόσεις που υπερτερούν έναντι των επιτοκίων καταθέσεων.

Το κόστος τραπεζικού δανεισμού των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών υποχώρησε το τρέχον έτος, σε συνέπεια με τη μείωση των επιτοκίων πολιτικής του Ευρωσυστήματος και την παρατηρηθείσα αποκλιμάκωση του κόστους αναχρηματοδότησης των τραπεζών από τις αγορές κεφαλαίων και ομολόγων. Ειδικότερα, τα επιτόκια στις περισσότερες κατηγορίες τραπεζικών χορηγήσεων προς τις ΜΧΕ κατέγραψαν τάσεις σταθεροποίησης ή και υποχώρησης, με αποτέλεσμα το μεσοσταθμικό επιτόκιο στα επιχειρηματικά δάνεια τακτής λήξης να μειωθεί κατά μέσο όρο το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου σε 5,5% (μέση τιμή του 2023: 5,8%). Τα επιτόκια των καταναλωτικών δανείων στην πλειονότητά τους υποχωρούσαν ήδη από το γ' τρίμηνο του 2023. Ως αποτέλεσμα, το μεσοσταθμικό επιτόκιο στα δάνεια τακτής λήξης αυτής της κατηγορίας μειώθηκε περίπου μισή ποσοστιαία μονάδα έναντι του 2023 και διαμορφώθηκε σε 10,8% κατά μέσο όρο το δεκάμηνο του τρέχοντος έτους. Τα επιτόκια των στεγαστικών δανείων επίσης υποχώρησαν, ωστόσο οι μειώσεις τους ξεκίνησαν πιο πρόσφατα – από τις αρχές του τρέχοντος έτους – και έτσι η μέχρι στιγμής σωρευτική μείωσή τους δεν επαρκεί ώστε να αναστρέψει τις αυξήσεις επιτοκίων που είχαν προηγηθεί. Ως εκ τούτου, το μεσοσταθμικό επιτόκιο στεγαστικών δανείων παρέμεινε κατά μέσο όρο το δεκάμηνο του 2024 σε 4,1%, στο ίδιο επίπεδο με τη μέση τιμή του 2023. Η επί σειρά ετών σύγκλιση των ονομαστικών επιτοκίων δανεισμού στην Ελλάδα προς τον ευρωπαϊκό μέσο όρο συνεχίστηκε και το τρέχον έτος, με αποτέλεσμα η μεταξύ τους διαφορά να έχει πλέον περιοριστεί σε λιγότερο από μία ποσοστιαία μονάδα και στους δύο τομείς (ΜΧΕ και νοικοκυριά).

Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των τραπεζικών δανείων προς τις ΜΧΕ το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2024 ενισχύθηκε και διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο σε 8,5%, έναντι μέσης τιμής 6,5% το 2023. Η επιτάχυνση της πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις συνδέεται με την ενίσχυση της ζήτησης τραπεζικών δανείων, ιδίως εκ μέρους των μεγάλων επιχειρήσεων. Την παροχή επιχειρηματικών πιστώσεων υποβοήθησαν τα προγράμματα συγχρηματοδότησης και εγγυοδοσίας αναπτυξιακών φορέων, καθώς και τα τραπεζικά δάνεια συγχρηματοδότησης των επενδυτικών σχεδίων τα οποία εντάσσονται στο Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF). Ειδικότερα, οι εκταμιεύσεις επιχειρηματικών δανείων που σχετίζονται με τα προγράμματα συγχρηματοδότησης και εγγυοδοσίας αναπτυξιακών φορέων ανήλθαν το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου του τρέχοντος έτους σε ποσό που ισοδυναμεί με το 14% των νέων δανείων καθορισμένης διάρκειας (τακτής λήξης) προς ΜΧΕ για την ίδια περίοδο, ενώ οι εκταμιεύσεις επιχειρηματικών δανείων που συνδέονται με τον RRF αντιπροσώπευαν περίπου το 10% αντίστοιχα. Ιδιαίτερα ωφελημένες υπήρξαν οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις (ΜΜΕ), καθώς πάνω από το 40% της τραπεζικής χρηματοδότησής τους την επισκοπούμενη περίοδο υποστηρίχθηκε από τα εν λόγω προγράμματα.

Ο μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής των τραπεζικών δανείων προς τα νοικοκυριά έγινε λιγότερο αρνητικός τους δέκα πρώτους μήνες του 2024 (-1,1%) σε σύγκριση με τη μέση τιμή του 2023 (-2,4%). Αυτή η εξέλιξη οφείλεται αφενός στα στεγαστικά δάνεια, τα οποία κατέγραψαν ηπιότερο ρυθμό συρρίκνωσης, και αφετέρου στην καταναλωτική πίστη, ο ρυθμός μεταβολής της οποίας ήταν θετικός και συνέχισε να επιταχύνεται. Η διαρκώς ανοδική τάση της καταναλωτικής πίστης είναι συνεπής με την πορεία της ιδιωτικής κατανάλωσης. Όσον αφορά τα στεγαστικά δάνεια, η ανοδική πορεία του δείκτη τιμών των κατοικιών εξακολουθεί να επηρεάζει θετικά την ετήσια αύξηση της μέσης ακαθάριστης ροής στεγαστικών δανείων. Αντίθετα, καθώς τα τραπεζικά επιτόκια των στεγαστικών δανείων παρέμειναν σε σχετικά υψηλά μέσα επίπεδα το δεκάμηνο του τρέχοντος έτους, η επίδρασή τους στη ζήτηση στεγαστικής πίστης ήταν αρνητική. Ωστόσο, πολλοί δανειολήπτες ωφελήθηκαν από το συγχρηματοδοτούμενο πρόγραμμα “Σπίτι μου”, για το οποίο το 75% του δανείου ήταν άτοκο.

Ως προς τις προοπτικές της πιστωτικής επέκτασης, το προσεχές διάστημα ο ετήσιος ρυθμός ανόδου της χρηματοδότησης προς τις ΜΧΕ αναμένεται να παραμείνει σε υψηλά επίπεδα, υποστηριζόμενος από την αύξηση του ΑΕΠ. Ιδιαίτερα σημαντική υπήρξε, και αναμένεται να παραμείνει και στο εγγύς μέλλον, η συμβολή των χαμηλότοκων δανείων του RRF και των προγραμμάτων συγχρηματοδότησης και εγγυοδοσίας της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας (ΕΑΤ)



και του Ομίλου της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων (ΕΤΕπ) στους όρους και στη διαθεσιμότητα επιχειρηματικής και στεγαστικής πίστης. Επίσης, το 2025 αναμένεται να ξεκινήσει το συγχρηματοδοτούμενο στεγαστικό πρόγραμμα “Σπίτι μου II”, με άτοκο το 50% του δανείου, το οποίο θα τονώσει τη στεγαστική πίστη. Τέλος, παράλληλα με την υπό εξέλιξη μεταβολή της ενιαίας νομισματικής πολιτικής σε λιγότερο περιοριστική, προσδοκάται νέος κύκλος μειώσεων στα επιτόκια χορηγήσεων και περαιτέρω ελάφρυνση στο κόστος τραπεζικού δανεισμού του εγχώριου ιδιωτικού τομέα.

### **Τραπεζικό σύστημα: Βελτίωση των θεμελιωδών μεγεθών**

Τα θεμελιώδη μεγέθη των τραπεζών βελτιώθηκαν περαιτέρω το εννεάμηνο του 2024. Συγκεκριμένα, οι δείκτες ρευστότητας και κεφαλαιακής επάρκειας, καθώς και η ποιότητα του δανειακού χαρτοφυλακίου βελτιώθηκαν, ενώ η κερδοφορία των τραπεζικών ομίλων παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητη σε ετήσια βάση. Σε αυτό συνετέλεσαν, μεταξύ άλλων, η καλή επίδοση της ελληνικής οικονομίας και η αναβάθμιση της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος στην επενδυτική κατηγορία το 2023. Ως αποτέλεσμα, οι οίκοι αξιολόγησης προχώρησαν πρόσφατα σε αναβαθμίσεις των σημαντικών τραπεζών, διατηρώντας τις προοπτικές θετικές.

Η κερδοφορία σε επίπεδο τραπεζικού τομέα παρέμεινε το εννεάμηνο του 2024 σχεδόν αμετάβλητη σε ετήσια βάση, καθώς η βελτίωση της οργανικής κερδοφορίας λόγω της ενίσχυσης των καθαρών εσόδων από τόκους και προμήθειες αντισταθμίστηκε από την αύξηση των προβλέψεων, η οποία οφείλεται κυρίως στην εξυγίανση του δανειακού χαρτοφυλακίου της Τράπεζας Αττικής.

Οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών βελτιώθηκαν, χάρη στην αύξηση των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων, ως αποτέλεσμα της εσωτερικής δημιουργίας κεφαλαίου και της έκδοσης τίτλων που προσμετρούνται στα εποπτικά ίδια κεφάλαια, ενώ το σταθμισμένο ως προς τον κίνδυνο ενεργητικό παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητο. Σημειώνεται ότι τα εποπτικά ίδια κεφάλαια των ελληνικών τραπεζικών ομίλων απαρτίζονται κατά 40% από οριστικές και εκκαθαρισμένες αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις (deferred tax credits – DTCs), ωστόσο η ποιότητα των κεφαλαίων αναμένεται να βελτιωθεί μεσοπρόθεσμα εν μέσω προσδοκώμενης υψηλής κερδοφορίας και λαμβάνοντας υπόψη τις ανακοινώσεις τους για επιτάχυνση της απόσβεσης των DTCs.

Ο δείκτης μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ) σε ατομική βάση μειώθηκε σημαντικά το Σεπτέμβριο του 2024 σε σύγκριση με το Δεκέμβριο του 2023 και διαμορφώθηκε στο χαμηλότερο επίπεδο από την ένταξη της Ελλάδος στη ζώνη του ευρώ. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στις ενέργειες για την εξυγίανση του δανειακού χαρτοφυλακίου ορισμένων τραπεζών στο πλαίσιο της επικείμενης ένταξης τιτλοποιήσεων ΜΕΔ στο πρόγραμμα κρατικών εγγυήσεων “Ηρακλής”.

Όσον αφορά τη ρευστότητα των τραπεζών, οι δείκτες κάλυψης ρευστότητας (Liquidity Coverage Ratio – LCR) και καθαρής σταθερής χρηματοδότησης (Net Stable Funding Ratio – NSFR) αυξήθηκαν κατά το ίδιο διάστημα, παραμένοντας πολύ υψηλότεροι από την υποχρεωτική εποπτική απαίτηση και από τους αντίστοιχους δείκτες των τραπεζών της ευρωζώνης. Οι ελληνικές τράπεζες διατηρούν επαρκή ρευστότητα, παρά την περαιτέρω μείωση της χρηματοδότησης από το Ευρωσύστημα (αποπληρωμή πράξεων TLTRO), ενώ και ο λόγος δανείων προς καταθέσεις είναι σημαντικά χαμηλότερος σε σύγκριση με τις τράπεζες στην ευρωζώνη.

### **2.5 Προβλέψεις: Επιτάχυνση της ανάπτυξης και περαιτέρω αποκλιμάκωση του πληθωρισμού το 2025 – Νέα σημαντική υποχώρηση του δημόσιου χρέους**

Σύμφωνα με τις τρέχουσες προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ το 2024 αναμένεται να διαμορφωθεί στο 2,3%, να επιταχυνθεί το 2025 στο 2,5% και να υποχωρήσει ελαφρά στο 2,3% το 2026 και στο 2,0% το 2027. Η βασικότερη συνιστώσα της μεγέθυνσης εκτιμάται ότι θα είναι η ιδιωτική κατανάλωση, ενώ οι επενδύσεις και οι εξαγωγές θα συνεχίσουν να συμβάλλουν θετικά. Συνολικά, η καθαρή συμβολή του εξωτερικού τομέα στο

ΑΕΠ θα είναι ελαφρώς αρνητική τα επόμενα έτη, καθώς η έντονη επενδυτική δραστηριότητα αναμένεται να προκαλέσει αύξηση των εισαγωγών με ρυθμούς αντίστοιχους με εκείνους των εξαγωγών.

Το ποσοστό ανεργίας εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί στο 10,6% το 2024, ενώ θα συνεχίσει να αποκλιμακώνεται με γρήγορο ρυθμό και θα φθάσει στο 8,5% το 2027, αντανakλώντας τη συνεχιζόμενη ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας τα επόμενα έτη. Όσον αφορά το κόστος εργασίας για το σύνολο της οικονομίας, οι ονομαστικές αμοιβές ανά απασχολούμενο θα αυξάνονται με υψηλούς ρυθμούς γύρω στο 4,5% κατά μέσο όρο τα επόμενα έτη, κυρίως ως αποτέλεσμα της εντεινόμενης στενότητας στην αγορά εργασίας, αλλά και με βάση τις πρόσφατες συλλογικές συμβάσεις εργασίας σε διάφορους κλάδους του ιδιωτικού τομέα. Η παραγωγικότητα της εργασίας για την οικονομία συνολικά εκτιμάται ότι θα αυξάνεται με μικρότερους ρυθμούς σε σχέση με τις πραγματικές αμοιβές ανά μισθωτό, εξέλιξη που επιδρά αρνητικά στη διεθνή ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας.

Ο πληθωρισμός, βάσει του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ), το 2024 αναμένεται να διαμορφωθεί σε 3,0%, από 4,2% το 2023, αντανakλώντας τη μεγάλη επιβράδυνση του πληθωρισμού των ειδών διατροφής. Μέχρι το 2026 ο πληθωρισμός θα συγκλίνει προς το στόχο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (2%), αλλά θα παραμείνει ελαφρά πάνω από αυτόν. Ωστόσο, το 2027 αναμένεται μια πρόσκαιρη επιτάχυνση του ΕνΔΤΚ στο 2,5%, λόγω ενσωμάτωσης της επίδρασης του συστήματος εμπορίας εκπομπών ρύπων στην ενεργειακή συνιστώσα του ΕνΔΤΚ. Ο πληθωρισμός των υπηρεσιών αναμένεται να είναι πιο επίμονος σε σχέση με τον πληθωρισμό των λοιπών συνιστωσών του ΕνΔΤΚ, αντανakλώντας κυρίως τις αναμενόμενες αυξήσεις στις αμοιβές εργασίας. Τέλος, ο πυρήνας του πληθωρισμού αναμένεται να μειωθεί σημαντικά στο 3,5% το 2024 και στο 3,1% το 2025, αντικατοπτρίζοντας την αποκλιμάκωση κυρίως του πληθωρισμού των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών.

Για το 2024, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ) εκτιμάται ότι κατέγραψε επιδείνωση σε σχέση με το 2023 ως ποσοστό του ΑΕΠ, ενώ για το 2025 αναμένεται μικρή συρρίκνωση του ελλείμματος του ΙΤΣ ως ποσοστού του ΑΕΠ. Ο αναιμικός ρυθμός ανάπτυξης της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ), η οποία αποτελεί την κύρια αγορά των ελληνικών εξαγωγών, δεν θα επιτρέψει τη σημαντική αύξηση των εξαγωγών αγαθών. Επιπροσθέτως, η ενίσχυση των εγχώριων επενδύσεων, επικουρούμενων και από τα έργα που χρηματοδοτούνται από τον RRF, θα συντελέσει στην αύξηση των εισαγωγών επενδυτικών αγαθών και συνεπώς στην επιδείνωση του ισοζυγίου αγαθών. Το πλεόνασμα του ισοζυγίου υπηρεσιών αναμένεται να αυξηθεί περαιτέρω το 2025, καθώς η εκτιμώμενη αύξηση των αφίξεων, λόγω και της επέκτασης της τουριστικής περιόδου, και η συνέχιση της δυναμικής στην κρουαζιέρα θα συμβάλουν στην αύξηση – αν και με χαμηλότερο ρυθμό – των ταξιδιωτικών εισπράξεων. Θετικές παραμένουν οι προοπτικές για τις εισπράξεις από θαλάσσιες μεταφορές, αφού οι ναύλοι αναμένεται να διαμορφωθούν σε υψηλότερα επίπεδα, λόγω αφενός της ενίσχυσης του διεθνούς εμπορίου και αφετέρου των μακρότερων διαδρομών εξαιτίας των γεωπολιτικών εξελίξεων. Τέλος, οι εισροές από το Πολυετές Δημοσιονομικό Πλαίσιο 2021-2027 και από τον RRF θα έχουν θετική επίδραση στο ΙΤΣ.

Όσον αφορά τα δημοσιονομικά μεγέθη, σύμφωνα με την Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2025, προβλέπεται πρωτογενές πλεόνασμα της γενικής κυβέρνησης ύψους 2,4% του ΑΕΠ το 2025, εξαιτίας της προβλεπόμενης αύξησης των εσόδων από φόρους και ασφαλιστικές εισφορές χάρη στη συνεχιζόμενη οικονομική ανάπτυξη και στην αναμενόμενη νέα αύξηση του κατώτατου μισθού, καθώς και της συγκράτησης της αύξησης των πρωτογενών δαπανών (εντός των ορίων που διασφαλίζουν τη συμμόρφωση με τους νέους ευρωπαϊκούς δημοσιονομικούς κανόνες). Το 2025 το χρέος της γενικής κυβέρνησης προβλέπεται ότι θα διαμορφωθεί στα 365 δισεκ. ευρώ ή 147,5% του ΑΕΠ, παρουσιάζοντας μείωση κατά 6,5 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ έναντι του 2024, χάρη κυρίως στη μειωτική συμβολή της διαφοράς μεταξύ του έμμεσου επιτοκίου δανεισμού και του ρυθμού μεταβολής του ονομαστικού ΑΕΠ. Οι προβλέψεις αυτές ικανοποιούν με ασφάλεια τα κριτήρια δημοσιονομικής βιωσιμότητας του αναθεωρημένου Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης.

Σύμφωνα με την πρόβλεψη της Τράπεζας της Ελλάδος, το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης το 2025 αναμένεται να διαμορφωθεί σε πλεόνασμα 2,4% του ΑΕΠ και το δημόσιο χρέος σε 145,9% του ΑΕΠ.

## 2.6 Κίνδυνοι και αβεβαιότητες: Αυξημένοι εξωτερικοί κίνδυνοι

Οι κίνδυνοι που περιβάλλουν τις μακροοικονομικές προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος για την ανάπτυξη είναι κυρίως καθοδικοί και συνδέονται με: (α) τυχόν επιδείνωση της γεωπολιτικής κρίσης στην Ουκρανία και τη Μέση Ανατολή και τις επιπτώσεις της στο διεθνές οικονομικό περιβάλλον, (β) ενίσχυση του εμπορικού προστατευτισμού διεθνώς, (γ) χαμηλότερο του αναμενομένου ρυθμό απορρόφησης και αξιοποίησης των κονδυλίων του RRF, (δ) εντεινόμενη στενότητα στην αγορά εργασίας και ενδεχόμενες μισθολογικές πιέσεις, (ε) βραδύτερη του αναμενομένου υλοποίηση των απαραίτητων μεταρρυθμίσεων και (στ) ενδεχόμενες φυσικές καταστροφές λόγω της κλιματικής κρίσης.

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. 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.

## 3 ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

### 3.1 Εξελίξεις και προοπτικές εκτός της ευρωζώνης: Ανάκαμψη του διεθνούς εμπορίου, διατήρηση της αναπτυξιακής δυναμικής με σημαντικές διαφοροποιήσεις μεταξύ των χωρών

Η παγκόσμια οικονομία, αντιμέτωπη με αλληπάλληλες κρίσεις, εμφάνισε αξιοσημείωτη ανθεκτικότητα. Το παγκόσμιο ΑΕΠ αυξήθηκε με ρυθμό 3,2% σε ετήσια βάση το πρώτο εξάμηνο του 2024, με τις εξελίξεις να συνεχίζουν να διαφοροποιούνται μεταξύ των μεγάλων οικονομιών. Βραχυχρόνιοι δείκτες οικονομικής δραστηριότητας παραπέμπουν στη διατήρηση αντίστοιχων ρυθμών το δεύτερο εξάμηνο του έτους, με τις υπηρεσίες να συνεχίζουν να επιδεικνύουν περισσότερο δυναμισμό. Το διεθνές εμπόριο, που ανέκαμψε ταχύτερα των προσδοκιών παρά τα αυξημένα κόστη μεταφοράς, αναμένεται να δώσει σταδιακά ώθηση και στον τομέα των αγαθών. Συνολικά, το παγκόσμιο ΑΕΠ εκτιμάται από το ΔΝΤ (Οκτώβριος 2024) ότι θα αυξηθεί κατά 3,2% ετησίως τόσο το 2024 όσο και το 2025, έναντι 3,3% το 2023.

Ο ρυθμός ανάπτυξης το 2024, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του ΔΝΤ, θα επιταχυνθεί ελαφρά στις προηγμένες οικονομίες σε 1,8% (και αναμένεται να διατηρηθεί σε αυτά τα επίπεδα και το 2025) από 1,7% το 2023, καθώς η οικονομία των ΗΠΑ επιβραδύνθηκε λιγότερο σε σχέση με τις αρχικές προβλέψεις, η ανάκαμψη του Ηνωμένου Βασιλείου υπήρξε ισχυρότερη των προβλέψεων, η οικονομία της ζώνης του ευρώ παρουσίασε σημάδια ανάκαμψης και παρότι η ιαπωνική οικονομία επιβραδύνθηκε σημαντικά. Στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες ως σύνολο ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ εκτιμάται από το ΔΝΤ ότι θα επιβραδυνθεί σε 4,2% το 2024 (και αναμένεται να διατηρηθεί σε αυτά τα επίπεδα και το 2025) από 4,4% το 2023, κυρίως λόγω του χαμηλότερου ρυθμού ανάπτυξης της Κίνας και της Ινδίας. Στην Κίνα η οικονομική επιβράδυνση αναμένεται να συνεχιστεί και το 2025, καθώς η ανάκαμψη της βιομηχανικής παραγωγής και των εξαγωγών δεν μπορεί να αντισταθμίσει την εξασθένηση της ιδιωτικής κατανάλωσης, η οποία επιβαρύνεται από την εν εξελίξει διόρθωση της αγοράς ακινήτων.

Οι επιπτώσεις του επίμονα υψηλού πληθωρισμού, της αυστηρότερης νομισματικής πολιτικής και της ενισχυμένης ζήτησης υπηρεσιών έναντι των αγαθών επιβράδυναν τις παγκόσμιες εμπορικές ροές το 2023. Αντιθέτως, το 2024 οι προοπτικές του διεθνούς εμπορίου βελτιώθηκαν

και η μεταβολή του αναμένεται να ακολουθήσει εκείνη της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του ΔΝΤ, ο όγκος του διεθνούς εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών θα αυξηθεί κατά 3,1% το 2024 και 3,4% το 2025, έναντι μόλις 0,8% το 2023, ωστόσο θα συνεχίσει να υπολείπεται του πρόσφατου ιστορικού μέσου όρου (έτη 2000-2022: 4,6%). Παρά την επιβολή αυστηρότερων εμπορικών περιορισμών μεταξύ γεωπολιτικά απομακρυσμένων συνασπισμών κρατών, το αυξημένο εμπόριο εντός του ίδιου συνασπισμού χωρών και το εμπόριο με τρίτες, ουδέτερες, χώρες αντισταθμίζει τις αρνητικές συνέπειες μέχρι στιγμής. Η πιθανότητα γενικευμένης πολεμικής σύρραξης στη Μέση Ανατολή ή κλιμάκωσης του πολέμου στην Ουκρανία και το ενδεχόμενο αύξησης του εμπορικού προστατευτισμού αποτελούν τους κυριότερους κινδύνους για το διεθνές εμπόριο μεσοπρόθεσμα. Από την άλλη πλευρά, η σταδιακή αποκατάσταση της διέλευσης των εμπορικών πλοίων από τη διώρυγα του Παναμά από το Σεπτέμβριο του 2024 και τα πρόσφατα μέτρα (Οκτώβριος 2024) για την ενίσχυση της οικονομίας της Κίνας επηρεάζουν θετικά τις διεθνείς εμπορικές ροές.

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 λόγω της ενεργειακής κρίσης. Η υποχώρηση του ρυθμού ανόδου των τιμών ήταν μεγαλύτερη στις προηγμένες οικονομίες, παρά την εκτιμώμενη ελαφρά επιτάχυνση του ρυθμού ανάπτυξής τους, ενώ ο πυρήνας του πληθωρισμού υποχωρεί βραδύτερα, κυρίως λόγω του πληθωρισμού των υπηρεσιών, που παραμένει υψηλός σε πολλές μεγάλες οικονομίες. Ο παγκόσμιος πληθωρισμός αναμένεται να μειωθεί σε 5,8% το 2024 και σε 4,3% το 2025 από 6,7% το 2023 (ΔΝΤ, Οκτώβριος 2024). Η αποκλιμάκωση θα είναι ταχύτερη στις προηγμένες οικονομίες, εξαιτίας της αποφασιστικότητας της νομισματικής πολιτικής να καταπολεμήσει τον πληθωρισμό.

### **3.2 Εξελίξεις και προοπτικές της ευρωζώνης: Ανθεκτικότητα, υποτονική ανάκαμψη, αποκλιμάκωση του πληθωρισμού**

Η οικονομία της ευρωζώνης επιδεικνύει ανθεκτικότητα, ανακάμποντας το 2024 από τις προκλήσεις που προέκυψαν κυρίως από την ενεργειακή κρίση και τις γεωπολιτικές εξελίξεις. Το ΑΕΠ παρουσίασε ανοδική πορεία το πρώτο εξάμηνο του 2024, κυρίως λόγω της βελτίωσης της εξωτερικής ζήτησης και του διεθνούς εμπορίου, και επιταχύνθηκε το γ' τρίμηνο, καταγράφοντας ρυθμό αύξησης 0,4% σε τριμηνιαία βάση, υποστηριζόμενο από την ανάκαμψη της εγχώριας ζήτησης. Ενώ οι υπηρεσίες στήριξαν την ανάπτυξη, η βιομηχανία συνέβαλε αρνητικά. Η αγορά εργασίας παραμένει ανθεκτική, με το ποσοστό ανεργίας να βρίσκεται σε ιστορικά χαμηλό επίπεδο. Μεσοπρόθεσμα, το πραγματικό ΑΕΠ αναμένεται να αυξηθεί με ρυθμούς παρόμοιους με τους ιστορικούς μέσους όρους, υποστηριζόμενο από την αύξηση των πραγματικών εισοδημάτων, την ενίσχυση της εξωτερικής ζήτησης και την εξασθένηση των αρνητικών επιδράσεων της περιοριστικής νομισματικής πολιτικής. Σύμφωνα με το βασικό σενάριο των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Δεκέμβριος 2024), το ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 0,7% το 2024, έναντι 0,5% το 2023. Για το 2025 προβλέπεται ότι το ΑΕΠ θα επιταχυνθεί σε 1,1%.

Ο πληθωρισμός στην ευρωζώνη εξακολουθεί να αποκλιμακώνεται. Μετά από την αναμενόμενη πρόσκαιρη αύξησή του το δ' τρίμηνο του 2024, εκτιμάται ότι θα υποχωρήσει σταδιακά κάτω από 2,0% το 2026. Ο πληθωρισμός, μετρούμενος με τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ), επιταχύνθηκε σε 2,3% το Νοέμβριο, από 2,0% τον Οκτώβριο. Αυτή η αύξηση αντικατοπτρίζει επιδράσεις βάσης, καθώς και σταθερά υψηλούς ρυθμούς πληθωρισμού για τα είδη διατροφής και τις υπηρεσίες. Σύμφωνα με τις προβλέψεις των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Δεκέμβριος 2024), ο πληθωρισμός με βάση τον ΕνΔΤΚ θα μειωθεί στο 2,4% το 2024 και στο 2,1% το 2025, από 5,4% το 2023. Σε μεγάλο βαθμό η προβλεπόμενη μείωση του πληθωρισμού θα οφείλεται στην άμβλυνση των πιέσεων που προέρχονται από το κόστος εργασίας, στην οποία θα συμβάλει και η αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας, καθώς και στην εξάλειψη των δευτερογενών πιέσεων λόγω της ενεργειακής κρίσης και της πανδημίας. Ο πυρήνας του πληθωρισμού στην ευρωζώνη εκτιμάται ότι θα συνεχίσει να αποκλιμακώνεται, αλλά θα διαμορφωθεί σε επίπεδα υψηλότερα από εκείνα του συνολικού πληθωρισμού.

### 3.3 Κίνδυνοι και αβεβαιότητες: Πολεμικές συγκρούσεις, γεωπολιτικός κατακερματισμός και τάσεις εμπορικού προστατευτισμού

Οι κίνδυνοι για την ανάπτυξη και τον πληθωρισμό στην παγκόσμια και την ευρωπαϊκή οικονομία παραμένουν αυξημένοι. Ο πόλεμος στην Ουκρανία και οι συγκρούσεις στη Μέση Ανατολή αποτελούν σοβαρούς γεωπολιτικούς κινδύνους, που μπορούν να διαταράξουν το παγκόσμιο εμπόριο και να περιορίσουν την οικονομική δραστηριότητα των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών. Τα γεωπολιτικά ρήγματα, ο γεωοικονομικός κατακερματισμός και οι τάσεις εμπορικού προστατευτισμού, εάν ενταθούν, 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. Επιπλέον, τα ακραία καιρικά φαινόμενα και ευρύτερα η κλιματική αλλαγή θα μπορούσαν να οδηγήσουν σε υψηλότερες τιμές τροφίμων. Η ανάπτυξη θα μπορούσε να επηρεαστεί δυσμενώς σε περίπτωση βραδύτερης υποχώρησης του πληθωρισμού, που θα οδηγούσε σε μικρότερη αποκλιμάκωση των βασικών επιτοκίων έναντι των αρχικών εκτιμήσεων. Αντίθετα, η ανάπτυξη μπορεί να υπερβεί τις προσδοκίες εάν ο πληθωρισμός μειωθεί ταχύτερα, ενισχύοντας την εμπιστοσύνη, τα πραγματικά εισοδήματα και τις καταναλωτικές δαπάνες. Σημαντικές προκλήσεις για την οικονομική πολιτική των περισσότερων οικονομιών αποτελούν (α) η επιστροφή στη δημοσιονομική σταθερότητα με σκοπό την εξασφάλιση της βιωσιμότητας των δημόσιων οικονομικών και τη συσσώρευση επαρκών αποθεμάτων για την αντιμετώπιση πιθανών κινδύνων στο μέλλον, αλλά και, ιδίως στην ΕΕ, (β) η υλοποίηση διαρθρωτικών αλλαγών και η ενίσχυση των παραγωγικών επενδύσεων στην έρευνα και την καινοτομία με σκοπό την αντιμετώπιση του χαμηλού ρυθμού αύξησης της παραγωγικότητας.

## 4 ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

### *Μείωση των επιτοκίων νομισματικής πολιτικής καθώς η διαδικασία αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού προχωρεί ομαλά*

Μετά το Σεπτέμβριο του 2023 και μέχρι και το Μάιο του 2024 τα βασικά επιτόκια του Ευρωσυστήματος παρέμειναν αμετάβλητα. Τον Ιούνιο του 2024 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ μείωσε τα βασικά επιτόκια κατά 25 μονάδες βάσης, καθώς κρίθηκε ότι είχε φθάσει πλέον η κατάλληλη στιγμή να ελαττωθεί ο βαθμός νομισματικού περιορισμού, δεδομένου ότι σε σύγκριση με το Σεπτέμβριο του 2023 ο ρυθμός πληθωρισμού είχε επιβραδυνθεί πάνω από 2,5 ποσοστιαίες μονάδες και οι προοπτικές για το μέγεθος αυτό είχαν βελτιωθεί σημαντικά.

Ακολούθησαν περαιτέρω μειώσεις του επιτοκίου στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων το Σεπτέμβριο, τον Οκτώβριο και το Δεκέμβριο του 2024, κατά 25 μονάδες βάσης κάθε φορά. Οι αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ να μειώσει τα βασικά επιτόκια βασίζονται στην επικαιροποιημένη αξιολόγησή του για τις προοπτικές του πληθωρισμού, για τη δυναμική του υποκείμενου πληθωρισμού και για την ένταση με την οποία μεταδίδεται η νομισματική πολιτική.

Ειδικότερα, κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2024 ο καταγραφόμενος πληθωρισμός και πολλοί από τους δείκτες του υποκείμενου πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ υποχώρησαν περαιτέρω, ενώ και οι περισσότεροι δείκτες μακροπρόθεσμων πληθωριστικών προσδοκιών διατηρήθηκαν περί το 2%. Το Διοικητικό Συμβούλιο επιβεβαίωσε ότι εντός του 2025 ο ρυθμός πληθωρισμού θα σταθεροποιηθεί στο στόχο του 2% σε διατηρήσιμη βάση. Στη σύγκλιση του πληθωρισμού στο στόχο θα συμβάλουν η συγκράτηση των μισθολογικών αυξήσεων, η συνεχιζόμενη περιοριστική επίδραση στις συνθήκες χρηματοδότησης στη ζώνη του ευρώ από την αυστηροποίηση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής κατά τα προηγούμενα έτη (δεδομένων των χρονικών υστερήσεων με τις οποίες επενεργεί), όπως επίσης και η μείωση των επιδράσεων στις τιμές από την ενεργειακή κρίση, τις ελλείψεις εισροών και την επανεκκίνηση της οικονομίας μετά την πανδημία.

Οι αποφάσεις πολιτικής επιτοκίων βασίζονται σε συνεκτίμηση ποικιλίας διαθέσιμων οικονομικών στοιχείων και αφορούν ορίζοντα μέχρι την επόμενη συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου, οπότε και επανεξετάζονται οι οικονομικές εξελίξεις και αξιολογούνται εκ νέου οι προοπτικές του πληθωρισμού.

Υπενθυμίζεται ότι το Μάρτιο του 2024 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αναθεώρησε το λειτουργικό πλαίσιο εφαρμογής της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Με βάση την εν λόγω αναθεώρηση, το επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων στις εθνικές κεντρικές τράπεζες αναγνωρίζεται ως το επιτόκιο που προσδιορίζει την κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Το επιτόκιο στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης τίθεται, από τις 18 Σεπτεμβρίου 2024 και εξής, 15 μονάδες βάσης πάνω από το προαναφερθέν επιτόκιο πολιτικής, το δε επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης με τη σειρά του διατηρείται 25 μονάδες βάσης πάνω από το επιτόκιο στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης.

Όσον αφορά μέτρα νομισματικής πολιτικής εκτός των μεταβολών των βασικών επιτοκίων, κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2024 το ύψος του χαρτοφυλακίου χρεογράφων τα οποία είχαν αποκτηθεί από το Ευρωσύστημα μέσω του έκτακτου προγράμματος αγοράς τίτλων λόγω της πανδημίας (PEPP) ελαττωνόταν πλέον κατά 7,5 δισεκ. ευρώ κατά μέσο όρο ανά μήνα, καθώς δεν επανεπενδύονταν ολόκληρο το προϊόν της λήξης υφισταμένων τίτλων, αλλά μόνο μέρος αυτού. Στο τέλος του 2024 οι εν λόγω επανεπενδύσεις θα μηδενιστούν.

## 5 ΠΡΟΟΔΟΣ, ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

### *Πρόοδος*

Η ελληνική οικονομία έχει σημειώσει αξιόλογες επιτυχίες τα τελευταία χρόνια και έχει αποδειχθεί ιδιαίτερα ανθεκτική σε διάφορες εξωτερικές διαταραχές, όπως η πανδημία COVID-19, η ενεργειακή κρίση και ο πόλεμος στην Ουκρανία και η επακόλουθη άνοδος του πληθωρισμού. Ο ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας είναι υψηλότερος του αντίστοιχου μέσου ρυθμού της ΕΕ από το 2019 και έπειτα, με αποτέλεσμα την επιτάχυνση της πραγματικής σύγκλισης του κατά κεφαλήν ΑΕΠ προς τα μέσα ευρωπαϊκά επίπεδα. Η απασχόληση αυξάνεται και το ποσοστό ανεργίας έχει υποχωρήσει σε μονοψήφια επίπεδα παρά την πολύ σημαντική αύξηση του κατώτατου μισθού. Ως συνέπεια, το διαθέσιμο εισόδημα αυξάνεται και το ποσοστό του πληθυσμού που αντιμετωπίζει κίνδυνο φτώχειας και κοινωνικού αποκλεισμού έχει μειωθεί μεταξύ 2019 και 2023.

Οι επενδύσεις ως ποσοστό του ΑΕΠ έχουν αυξηθεί σημαντικά τα τελευταία χρόνια, ενώ οι επιχειρηματικές επενδύσεις έχουν επιστρέψει στα προ κρίσης χρέους επίπεδά τους. Επιπλέον, η σύνθεση των επενδύσεων ευνοεί την ενίσχυση του δυναμικού ρυθμού μεγέθυνσης, καθώς το μεγαλύτερο μέρος τους πλέον αφορά παραγωγικές επενδύσεις και όχι επενδύσεις σε κατοικίες όπως στο παρελθόν. Η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας κόστους, η υλοποίηση εμβληματικών μεταρρυθμίσεων στην αγορά εργασίας και η αύξηση της εξωστρέφειας είχαν ως αποτέλεσμα τη σημαντική αύξηση των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών τα τελευταία χρόνια, ενώ έχει αυξηθεί και το μερίδιο των εξαγωγών υψηλής τεχνολογίας στο σύνολο των εξαγωγών αγαθών.

Η συνετή δημοσιονομική πολιτική που ακολουθείται τα τελευταία χρόνια και οι προσπάθειες καταπολέμησης της φοροδιαφυγής αποδίδουν καρπούς, καθώς επιτυγχάνονται υψηλά πρωτογενή πλεονάσματα χωρίς την ανάγκη λήψης περιοριστικών μέτρων και αποκλιμακώνεται το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ. Παράλληλα, οι συνταξιοδοτικές μεταρρυθμίσεις της προηγούμενης δεκαετίας έχουν διασφαλίσει τη μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα του ασφαλιστικού συστήματος. Επιπλέον, παρατηρείται βελτίωση των θεμελιωδών μεγεθών στο τραπεζικό σύστημα και υποχώρηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων.

Η θετική πορεία της οικονομίας τα τελευταία χρόνια είχε ως αποτέλεσμα την αναβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας του Ελληνικού Δημοσίου στην επενδυτική κατηγορία. Η επιβεβαίωση της προόδου που έχει συντελεστεί αντανακλάται και στην πρόσφατη αναβάθμιση του αξιόχρεου των ελληνικών κρατικών ομολόγων στη βαθμίδα BBB από BBB- από τον οίκο πιστοληπτικής αξιολόγησης Scope Ratings. Οι ευνοϊκές αυτές εξελίξεις οδήγησαν σε αναβαθμίσεις μεγάλων ελληνικών τραπεζών και μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, καθώς το ευρύτερο μακροοικονομικό περιβάλλον θεωρείται βασικός παράγοντας των αξιολογήσεων των οίκων. Συνολικά, οι αναβαθμίσεις ενίσχυσαν την εμπιστοσύνη των εγχώριων και ξένων επενδυτών στις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας και βελτίωσαν τόσο τη διαθεσιμότητα όσο και τους όρους χρηματοδότησης για τον ιδιωτικό και το δημόσιο τομέα.

### Προκλήσεις

Παρά την αναμφίβολα θετική πορεία της οικονομίας έως τώρα και τις ευνοϊκές προοπτικές που διαγράφονται για το μέλλον, δεν υπάρχει περιθώριο εφησυχασμού. Οι επιτυχίες που καταγράφονται τα τελευταία χρόνια αποτελούν ένδειξη ότι η οικονομία είναι στο σωστό δρόμο. Το ονομαστικό επίπεδο του ΑΕΠ αναμένεται να επιστρέψει στα προ κρίσης επίπεδα το 2024, ενώ το κατά κεφαλήν ΑΕΠ σε ονομαστικούς όρους έχει ήδη επιστρέψει στο επίπεδο του 2008 ήδη από το 2023. Ωστόσο, η προσπάθεια οικονομικής ανάκαμψης από τη δεκαετή κρίση χρέους δεν έχει ολοκληρωθεί. Σε πραγματικούς όρους, τόσο το επίπεδο του ΑΕΠ όσο και το κατά κεφαλήν ΑΕΠ υπολείπονται ακόμη των προ της κρίσης επιπέδων, ενώ η προσπάθεια σύγκλισης με τον ευρωπαϊκό μέσο όρο, η οποία έχει ξεκινήσει τα τελευταία πέντε χρόνια, απαιτεί ακόμη ισχυρότερους ρυθμούς ανάπτυξης. Ενδεικτικό είναι ότι, παρά τις πρόσφατες αναβαθμίσεις, η πιστοληπτική αξιολόγηση των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου υπολείπεται αισθητά της μέσης πιστοληπτικής αξιολόγησης (A) των ομολόγων των χωρών της ευρωζώνης.

Επιπλέον, η εξωτερική ζήτηση εκ μέρους των κυριότερων εμπορικών εταίρων παραμένει υποτονική. Το γεγονός αυτό αντανακλάται στην υποχώρηση των εξαγωγών αγαθών και την επιδείνωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, ενώ, λόγω της διεθνούς αβεβαιότητας, υποχώρηση παρουσίασαν και οι ξένες άμεσες επενδύσεις. Επίσης, οι επενδύσεις, παρά τους ικανοποιητικούς ρυθμούς απορρόφησης των πόρων του RRF, εξακολουθούν να αυξάνονται, όπως και πέρυσι, με χαμηλότερο ρυθμό έναντι των αρχικών προβλέψεων λόγω της καθυστέρησης εκτέλεσης των σχετικών δαπανών και της εκταμίευσης των κονδυλίων προς τους τελικούς δικαιούχους.

Παράλληλα, παρά τη σταδιακή αποκλιμάκωση του πληθωρισμού, οι πληθωριστικές πιέσεις των τελευταίων ετών επηρέασαν αρνητικά περισσότερο τα νοικοκυριά με χαμηλότερα εισοδήματα, τα οποία καταναλώνουν μεγαλύτερο ποσοστό του εισοδήματός τους και πλήττονται πιο πολύ από τις ανατιμήσεις στην ενέργεια και στα είδη πρώτης ανάγκης. Ομοίως, η άνοδος στις τιμές των ακινήτων και των ενοικίων μετά το 2017 οξύνει το πρόβλημα της στέγασης για τα ελληνικά νοικοκυριά.

Επιπρόσθετα, αρκετές εγχώριες διαρθρωτικές αδυναμίες, κάποιες από τις οποίες προϋπήρχαν της κρίσης χρέους, παραμένουν. Για παράδειγμα, η έλλειψη ανταγωνισμού σε αρκετούς κλάδους της οικονομίας, η οποία επιτείνει το διεθνές πρόβλημα της ακρίβειας, το υψηλό δημόσιο χρέος, το μεγάλο επενδυτικό κενό, η χαμηλή αποταμίευση, η χαμηλή διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα που επιδεινώνει το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, το χαμηλό ποσοστό συμμετοχής των γυναικών και των νέων στο εργατικό δυναμικό και η γήρανση του πληθυσμού, που επιτείνουν τη στενότητα της αγοράς εργασίας διαχρονικά, αποτελούν παράγοντες που περιορίζουν την αναπτυξιακή δυναμική της οικονομίας.

Σε αυτές τις εγχώριες αδυναμίες έρχονται να προστεθούν και παγκόσμιες προκλήσεις, όπως η ένταση των γεωπολιτικών αντιπαραθέσεων, ο γεωοικονομικός κατακερματισμός και η αναβίωση της τάσης προς τον εμπορικό προστατευτισμό, η κλιματική κρίση, η ενεργειακή ασφάλεια, η μετάβαση προς μια βιώσιμη και κυκλική οικονομία, καθώς και η επέλαση των νέων ψηφιακών τεχνολογιών και ειδικότερα της τεχνητής νοημοσύνης.

### Προτάσεις πολιτικής

Λαμβάνοντας υπόψη τα ανωτέρω, η οικονομική πολιτική θα πρέπει να παραμείνει προσηλωμένη στη διαφύλαξη της δημοσιονομικής αξιοπιστίας και σταθερότητας, καθώς και στην υλοποίηση των απαιτούμενων επενδύσεων και μεταρρυθμίσεων που προβλέπονται στο Εθνικό Σχέδιο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας “Ελλάδα 2.0” και οι οποίες θα διευκολύνουν την πράσινη και ψηφιακή μετάβαση της οικονομίας και την επιτάχυνση του αναπτυξιακού ρυθμού τα επόμενα χρόνια. Αυτό αποτελεί τη βασική προϋπόθεση για την ενίσχυση των εισοδημάτων, την ανακούφιση των φτωχότερων νοικοκυριών και την περαιτέρω μείωση των ανισοτήτων, ενώ ταυτόχρονα θα διασφαλίσει τη βαθμιαία βελτίωση της πιστοληπτικής αξιολόγησης της ελληνικής οικονομίας.

Ωστόσο, παρότι η έγκαιρη απορρόφηση και η αποτελεσματική αξιοποίηση των πόρων του RRF είναι αποφασιστικής σημασίας για την πορεία της οικονομίας τα επόμενα χρόνια, δεν θα πρέπει να δημιουργείται η εντύπωση ότι αυτό από μόνο του επαρκεί για να καλύψουμε, με διατηρήσιμο τρόπο, το χαμένο έδαφος της δεκαετούς κρίσης χρέους. Κατά συνέπεια, απαιτούνται πρόσθετες προσπάθειες για την ενίσχυση του μεσομακροπρόθεσμου ρυθμού δυναμικής ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας. Κάτι τέτοιο προϋποθέτει την έγκαιρη αντιμετώπιση των εγγενών αδυναμιών της ελληνικής οικονομίας.

Ενδεικτικά, η δημογραφική γήρανση αναμένεται να συρρικνώσει το ποσοστό του πληθυσμού σε ηλικία εργασίας. Αυτό απαιτεί την υιοθέτηση ενεργητικών πολιτικών και προγραμμάτων εκπαίδευσης και κατάρτισης στην αγορά εργασίας που θα έχουν ως στόχο την αύξηση της συμμετοχής των γυναικών και των νέων στο εργατικό δυναμικό, τον περιορισμό του αριθμού των μακροχρόνια ανέργων και την επανένταξη στο εργατικό δυναμικό όσων έχουν αποθαρρυνθεί. Παράλληλα όμως, απαιτούνται και στοχευμένες πολιτικές όσον αφορά την ένταξη των μεταναστών και την προσέλκυση ξένων εργαζομένων για να αντιμετωπιστούν οι ήδη παρατηρούμενες ελλείψεις στον αγροτικό τομέα και στους κλάδους που σχετίζονται με τον τουρισμό και τις κατασκευές.

Δεδομένων των περιορισμών που θέτουν οι δημογραφικές εξελίξεις, απαιτείται η αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας προκειμένου να διατηρηθεί η αναπτυξιακή δυναμική. Η παραγωγικότητα της εργασίας ακολούθησε αυξητική τάση κατά την πορεία ένταξης της χώρας στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ΟΝΕ) έως και την περίοδο πριν το ξέσπασμα της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008-2009. Έπειτα, κινήθηκε καθοδικά λόγω της κρίσης χρέους, φθάνοντας στο κατώτατο επίπεδο της το 2020. Τα τελευταία χρόνια η παραγωγικότητα της εργασίας ανέκαμψε, επανερχόμενη σε πορεία σύγκλισης με τα μέσα ευρωπαϊκά επίπεδα. Ειδικότερα, εκτιμάται ότι το 2024 θα διαμορφωθεί στο 57,9% (63,3%) της παραγωγικότητας της εργασίας στην ευρωζώνη (στην ΕΕ-27). Παρ’ όλα αυτά, η απόσταση που πρέπει να καλύψει η ελληνική οικονομία όσον αφορά την παραγωγικότητα της εργασίας είναι πολύ μεγάλη και θα απαιτήσει μακρόχρονη προσπάθεια.

Λαμβάνοντας υπόψη το επενδυτικό κενό που αντιμετωπίζει η ελληνική οικονομία, η αύξηση των επενδύσεων αποτελεί καθοριστικό παράγοντα για την ενίσχυση της παραγωγικότητας της εργασίας και την επιτάχυνση των ρυθμών μεγέθυνσης. Κάτι τέτοιο προϋποθέτει την πλήρη απορρόφηση και παραγωγική αξιοποίηση των πόρων του RRF καθώς του Πολυετούς Δημοσιονομικού Πλαισίου της ΕΕ 2021-2027.

Ταυτόχρονα όμως προϋποθέτει και την ενίσχυση του τραπεζικού τομέα, ώστε να μπορεί να αντιμετωπίσει τις υφιστάμενες προκλήσεις και να χρηματοδοτήσει αποτελεσματικά τις επενδύσεις και τη μεγέθυνση της οικονομίας. Συνεπώς, χρειάζεται εγρήγορση ώστε να επιτευχθεί περαιτέρω εξυγίανση του ενεργητικού των τραπεζών, να αποφευχθούν νέες καθαρές εισροές μη εξυπηρετούμενων δανείων, γεγονός που αναμένεται να συμβάλει στην περαιτέρω βελτίωση των κεφαλαιακών δεικτών, και να περιοριστούν οι οριστικές και εκκαθαρισμένες αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις (DTCs), οι οποίες επί του παρόντος αποτελούν 40% των εποπτικών κεφαλαίων των τραπεζών.



Λόγω των μελλοντικών περιορισμών που προκύπτουν από τα δημογραφικά δεδομένα αλλά και των περιβαλλοντικών προκλήσεων και της κλιματικής αλλαγής, καθίσταται ιδιαίτερα σημαντική η έννοια της συνολικής παραγωγικότητας των συντελεστών παραγωγής (total factor productivity – TFP). Η υψηλότερη συνολική παραγωγικότητα επιτρέπει σε μια οικονομία είτε να αυξάνει το συνολικό της εισόδημα χωρίς να χρησιμοποιεί περισσότερες εισροές είτε εναλλακτικά να διατηρεί το επίπεδο εισοδήματός της χρησιμοποιώντας λιγότερες εισροές παραγωγής. Συνεπώς, η βελτίωση της συνολικής παραγωγικότητας επιτρέπει τη διατήρηση ή την αύξηση του βιοτικού επιπέδου, προστατεύοντας παράλληλα τους φυσικούς πόρους και το περιβάλλον.

Προκειμένου να ενισχυθεί η συνολική παραγωγικότητα της οικονομίας, απαιτείται η βελτίωση της εκπαίδευσης και κατάρτισης ειδικά σε νέες τεχνολογίες, ούτως ώστε να αυξηθεί το ανθρώπινο κεφάλαιο. Παράλληλα, απαιτείται η ενίσχυση της εξωστρέφειας της οικονομίας, καθώς η πρόσβαση των επιχειρήσεων στην παγκόσμια αγορά τούς δίνει την ευκαιρία να εκμεταλλευθούν οικονομίες κλίμακας και να ενισχύσουν το τεχνολογικό τους περιεχόμενο, ενώ ο διεθνής ανταγωνισμός τείνει να επιβραβεύει τις πλέον παραγωγικές επιχειρήσεις.

Επιπλέον, οι αγορές εργασίας και κεφαλαίων θα πρέπει να λειτουργούν με τέτοιο τρόπο ώστε οι πιο παραγωγικές επιχειρήσεις σε κάθε τομέα να είναι σε θέση να προσελκύουν το μεγαλύτερο μέρος της εργασίας και του κεφαλαίου. Αυτή η διαδικασία διασφαλίζει ότι οι καλύτερες επιχειρήσεις θα ευδοκίμουν, ενώ οι λιγότερο αποτελεσματικές θα εξέρχονται από την αγορά. Πρόκειται για τη λεγόμενη “κατανομική αποδοτικότητα”, η οποία συνεπάγεται την αύξηση της συνολικής παραγωγικότητας και την οικονομική πρόοδο. Αντίθετα, αν η εργασία και το κεφάλαιο παραμένουν στις σχετικά μη παραγωγικές επιχειρήσεις, η οικονομία και η παραγωγικότητα σταδιακά υποχωρούν. Κάτι τέτοιο μπορεί να προκύψει αν, για παράδειγμα, η αγορά εργασίας χαρακτηρίζεται από υπερβολικές ρυθμίσεις, αν οι μη βιώσιμες επιχειρήσεις συνεχίζουν να λειτουργούν, χάρη σε ευνοϊκές διατάξεις ή φραγμούς στην είσοδο νέων επιχειρήσεων, ή αν οι νέες πιο δυναμικές επιχειρήσεις έχουν δυσκολία πρόσβασης σε χρηματοδότηση. Συνεπώς, τα ρυθμιστικά εμπόδια, οι δύσκαμπτες αγορές εργασίας, οι χρηματοδοτικοί περιορισμοί και η έλλειψη πρόσβασης στις διεθνείς αγορές είναι παράγοντες που οδηγούν σε κακή κατανομή των πόρων, έλλειψη κατανομικής αποδοτικότητας και χαμηλή παραγωγικότητα. Άρα, η υιοθέτηση στοχευμένων παρεμβάσεων πολιτικής και η προώθηση κατάλληλων μεταρρυθμίσεων για την αντιμετώπιση αυτών των στρεβλώσεων θα μπορούσαν να ενισχύσουν σημαντικά την παραγωγικότητα και να τονώσουν την ανάπτυξη. Πολιτικές που υποστηρίζουν αυτόν το στόχο σχετίζονται με τη μείωση των φραγμών εισόδου στις αγορές αγαθών και υπηρεσιών και με την αύξηση του ανταγωνισμού. Προς την ίδια κατεύθυνση μπορεί να συμβάλει η καλύτερη λειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών, η οποία επιτρέπει στις επιχειρήσεις να έχουν πρόσβαση στη χρηματοδότηση που χρειάζονται για να αναπτυχθούν και να καινοτομήσουν. Οι επιχειρήσεις με υψηλές δυνατότητες παραγωγικότητας δύνανται, επομένως, να αποκτήσουν το απαραίτητο κεφάλαιο για να επεκτείνουν τις δραστηριότητές τους, αντί να παραμείνουν σε μικρό μέγεθος εξαιτίας των χρηματοδοτικών περιορισμών. Εξίσου σημαντική είναι η μείωση των δυσκαμψιών στην αγορά εργασίας προκειμένου να ενισχυθούν ο δυναμισμός και η προσαρμοστικότητα του εργατικού δυναμικού. Αυτό μπορεί να οδηγήσει σε καλύτερη αντιστοίχιση μεταξύ προσφοράς και ζήτησης εργασίας, ενισχύοντας έτσι τη συνολική παραγωγικότητα.

Ζωτικής σημασίας για τη μακροπρόθεσμη ανάπτυξη είναι επίσης η αντιμετώπιση άλλων ζητημάτων που εμποδίζουν την αποτελεσματική κατανομή των πόρων. Τέτοια ζητήματα είναι η διαφθορά, η πολυνομία και η κακονομία, οι καθυστερήσεις στην απονομή της δικαιοσύνης, το ασαφές χωροταξικό πλαίσιο, η ελλιπής διασύνδεση εκπαίδευσης και αγοράς εργασίας, οι ελλείψεις σε υποδομές, το υψηλό κόστος ηλεκτρικής ενέργειας, η μεγάλη φορολογική επιβάρυνση του εισοδήματος από εργασία, οι αυξημένοι έμμεσοι φόροι, οι ελλείψεις εργατικού δυναμικού και η ανεπαρκής πρόσβαση των μικρομεσαίων επιχειρήσεων (ΜΜΕ) σε τραπεζική χρηματοδότηση. Αυτά πρέπει να αντιμετωπιστούν μέσω καλύτερης διακυβέρνησης και θεσμικών μεταρρυθμίσεων. Η βελτίωση του νομοθετικού και ρυθμιστικού πλαισίου και η διασφάλιση διαφανών και δίκαιων πρακτικών της αγοράς μπορούν να δημιουργήσουν ένα πιο δυναμικό και παραγωγικό οικονομικό τοπίο. Βασική

προϋπόθεση όμως είναι η διαφοροποίηση των πηγών χρηματοδότησης με διεύρυνση των μικροπιστώσεων και πρόσβαση σε εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης μέσω των κεφαλαιαγορών για την κάλυψη των επενδυτικών αναγκών των ΜΜΕ, ιδίως των νεοφυών και καινοτόμων, που δεν διαθέτουν εμπράγματα εξασφαλίσεις για τη λήψη τραπεζικών δανείων.

Οι μεταρρυθμίσεις αυτές θα επιτρέψουν στους πιο δυναμικούς και εξωστρεφείς κλάδους της οικονομίας να ευδοκιμήσουν και να συμβάλουν στην αύξηση της απασχόλησης και συνολικά της οικονομικής δραστηριότητας. Τέτοιοι κλάδοι είναι η βιομηχανία, τα logistics, οι κατασκευές, οι εταιρίες τεχνολογίας, οι εταιρίες παροχής υπηρεσιών, ο χρηματοπιστωτικός τομέας, το εμπόριο, οι μεταφορές και ο τουρισμός. Ιδιαίτερη έμφαση θα πρέπει να δοθεί, όπως προτείνει και η έκθεση Draghi, στην ενίσχυση της βιομηχανίας, η οποία έχει σημαντική συμβολή τα τελευταία χρόνια στην αύξηση της απασχόλησης, των εξαγωγών, της καινοτομίας και στη συνολική προστιθέμενη αξία. Ενδεικτικά επισημαίνεται ότι η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία (ΑΠΑ) της βιομηχανίας, σε σταθερές τιμές προηγούμενου έτους, αυξήθηκε κατά 43,3% την περίοδο 2019-2023, έναντι 13,3% στους υπόλοιπους κλάδους της οικονομίας την ίδια περίοδο. Ως αποτέλεσμα, το ποσοστό συμμετοχής της βιομηχανίας στη συνολική ΑΠΑ της οικονομίας αυξήθηκε την περίοδο 2019-2023 από 14,3% το 2019 σε 15,4% το 2023. Αντίστοιχα, η παραγωγικότητα της εργασίας στη βιομηχανία αυξήθηκε την περίοδο 2019-2023 κατά 27,8%, έναντι αύξησης κατά 7,4% στο σύνολο των υπόλοιπων κλάδων της οικονομίας. Η αξιοποίηση των διαθέσιμων ευρωπαϊκών πόρων, σε συνδυασμό με την κινητοποίηση αυξημένων ιδιωτικών επενδύσεων, μπορεί να βοηθήσει στον πράσινο και ψηφιακό μετασχηματισμό και στην περαιτέρω αύξηση της ανταγωνιστικότητας και της εξωστρέφειας της ελληνικής βιομηχανίας.

Ωστόσο, πέρα από τα ανωτέρω, η βελτίωση της συνολικής παραγωγικότητας προέρχεται από την αυξημένη παραγωγικότητα που επιτυγχάνεται σε επίπεδο επιχείρησης μέσω υιοθέτησης καλύτερης τεχνολογίας, βελτιωμένων πρακτικών διαχείρισης και καινοτόμων διαδικασιών. Η καινοτομία, ειδικά όταν αφορά αναδυόμενες τεχνολογίες, όπως η βιοτεχνολογία και οι πράσινες τεχνολογίες, η τεχνολογία πληροφορικής και επικοινωνιών, οι υπερυπολογιστές, ο αυτοματισμός και η τεχνητή νοημοσύνη, έχει τη δυνατότητα να αυξήσει την παραγωγικότητα και να τονώσει την οικονομική ανάπτυξη. Ειδικότερα, η έλευση της τεχνητής νοημοσύνης θα επηρεάσει θετικά την επιστήμη και την τεχνολογική έρευνα, από τη βιολογία μέχρι τη φυσική και την επιστήμη των υλικών, και θα τις αναδείξει σε κύριες κινητήριες δυνάμεις της ενεργειακής μετάβασης.

Συνεπώς, οι επιχειρήσεις που υιοθετούν τεχνολογίες αιχμής και προσελκύουν κορυφαία ταλέντα μπορούν να βελτιώσουν σημαντικά την παραγωγικότητά τους. Για παράδειγμα, μια εταιρία τεχνολογίας που επενδύει σε έρευνα και ανάπτυξη αιχμής μπορεί να δημιουργήσει νέα προϊόντα ή να βελτιώσει τα υπάρχοντα, διευρύνοντας έτσι το μερίδιο αγοράς της και αυξάνοντας την ανταγωνιστικότητά της. Συνολικά, οι τεχνολογικές εξελίξεις είναι ζωτικής σημασίας για την ενίσχυση της παραγωγικότητας, επειδή επιτρέπουν στις επιχειρήσεις να λειτουργούν πιο αποτελεσματικά και να ανταγωνίζονται στην παγκόσμια αγορά.

Πέρα όμως από τις δράσεις των ίδιων των ενδιαφερόμενων επιχειρήσεων, απαιτείται κρατική παρέμβαση με επιδοτήσεις και φορολογικά κίνητρα ώστε να ενθαρρυνθεί η δημιουργία ενός οικοσυστήματος καινοτομίας με συνεργασίες μεταξύ επιχειρήσεων, ερευνητικών ιδρυμάτων και πανεπιστημίων για να προωθηθεί η βασική έρευνα αλλά και η εμπορική της αξιοποίηση. Ταυτόχρονα, κρίνεται απαραίτητο να προωθηθούν πολιτικές που ενισχύουν τις ψηφιακές δεξιότητες των εργαζομένων και διασφαλίζουν τη διάχυση και την προσβασιμότητα των νέων τεχνολογιών.

\*\*\*

Εν κατακλείδι, η αύξηση της συνολικής παραγωγικότητας μέσω των μεταρρυθμίσεων και της καινοτομίας, μαζί με την αύξηση των επενδύσεων και του ποσοστού συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό, είναι καθοριστικής σημασίας για την ενίσχυση της οικονομικής ανάπτυξης, τη βελτίωση του βιοτικού επιπέδου και τη σύγκλιση του κατά κεφαλήν ΑΕΠ προς τα μέσα ευρωπαϊκά

επίπεδα. Με υψηλότερη παραγωγικότητα, προκλήσεις όπως το υψηλό δημόσιο χρέος, το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και οι πιέσεις στη συνταξιοδοτική δαπάνη και στις δαπάνες υγειονομικής περίθαλψης λόγω της δημογραφικής γήρανσης γίνονται πολύ πιο διαχειρίσιμες. Επίσης διευκολύνεται η υλοποίηση αυξημένων επενδύσεων σε νέες τεχνολογίες, σε έργα μετριασμού των επιπτώσεων της κλιματικής αλλαγής, αλλά και σε έργα που προωθούν την πράσινη μετάβαση.

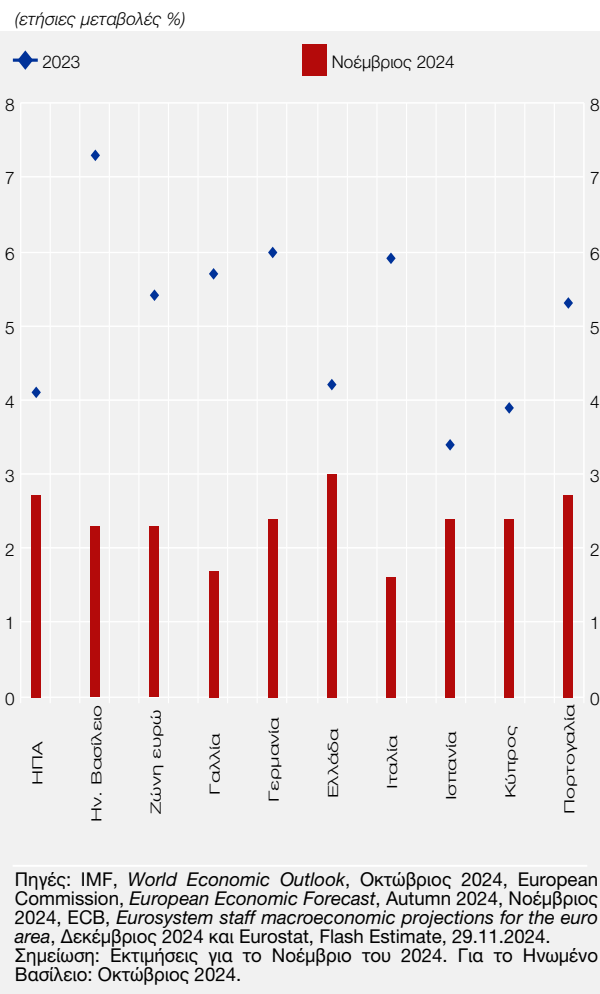
Ωστόσο, θα πρέπει να επισημανθεί ότι πλέον το παγκόσμιο οικονομικό περιβάλλον στο οποίο λειτουργούμε διαφέρει αισθητά σε σχέση με μερικά χρόνια πριν. Πολεμικές συγκρούσεις, γεωπολιτικές εντάσεις, γεωπολιτικός κατακερματισμός και έντονος οικονομικός ανταγωνισμός, ακόμη και μεταξύ εταίρων, συνθέτουν ορισμένες από τις προκλήσεις που θα πρέπει διαχειριστεί η Ελλάδα καθώς και οι ευρωπαϊκές χώρες. Η Ευρώπη συνολικά αντιμετωπίζει προκλήσεις, οι οποίες είναι τεχνολογικές, περιβαλλοντικές, ενεργειακές καθώς και σε θέματα ασφάλειας. Παρά την προσήλωση που πρέπει να επιδείξουμε ως χώρα στην υλοποίηση των απαιτούμενων μεταρρυθμίσεων, η απάντηση σε αυτά τα προβλήματα και τις παγκόσμιες τάσεις δεν μπορεί να προέλθει από καθεμία χώρα μεμονωμένα. Αντίθετα, χρειάζεται κοινή προσέγγιση, σύμπλευση και συνεργασία με βάση τις προτάσεις της πρόσφατης έκθεσης Letta για την αναγκαιότητα ολοκλήρωσης της Ενιαίας Αγοράς και της έκθεσης Draghi για το μέλλον της ευρωπαϊκής ανταγωνιστικότητας. Βασική προϋπόθεση για να αντιμετωπιστεί το κενό καινοτομίας, παραγωγικότητας και ανταγωνιστικότητας και να κατοχυρωθεί η κυριαρχία, ασφάλεια και ανθεκτικότητα της Ευρώπης είναι ο συντονισμός και η κοινή δράση των Ευρωπαίων εταίρων, αξιοποιώντας και την επιτυχημένη εμπειρία του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης NextGenerationEU.



# ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Η παγκόσμια οικονομία παρέμεινε ανθεκτική το πρώτο εξάμηνο του 2024, παρά την περιοριστική νομισματική πολιτική και την αβεβαιότητα από τις συνεχιζόμενες ένοπλες συγκρούσεις στην Ουκρανία και τη Μέση Ανατολή. Ο γενικός πληθωρισμός εξακολούθησε να υποχωρεί σημαντικά στις προηγμένες οικονομίες (βλ. Διάγραμμα II.1), καθώς τα υψηλά επιτόκια συγκράτησαν την εγχώρια ζήτηση. Ωστόσο, ο πληθωρισμός των υπηρεσιών παραμένει γενικά υψηλός και ως εκ τούτου η διαδικασία μείωσης των βασικών επιτοκίων, την οποία ξεκίνησαν το 2024 οι νομισματικές αρχές σε πολλές οικονομίες, προχωρεί με προσεκτικά βήματα. Η εξωτερική ζήτηση και το διεθνές εμπόριο ανέκαμψαν το 2024, αντισταθμίζοντας τη χαμηλή συμβολή της εγχώριας ζήτησης στο ΑΕΠ, ενώ οι διεθνείς τιμές των βασικών εμπορευμάτων και της ενέργειας σε γενικές γραμμές σταθεροποιήθηκαν. Οι άμεσες προοπτικές για το παγκόσμιο ΑΕΠ παραμένουν θετικές, ωστόσο οι κίνδυνοι που περιβάλλουν τις προβλέψεις είναι αυξημένοι. Για το 2024 συνολικά εκτιμάται οριακή επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας, με συνέχιση των αποκλίσεων στις επιδόσεις και στην ασκούμενη οικονομική πολιτική στις επιμέρους μεγαλύτερες οικονομίες. Για το 2025, εν μέσω αβεβαιοτήτων, κυρίως σχετικά με το διεθνές εμπόριο, αναμένεται περαιτέρω υποχώρηση του πληθωρισμού των προηγμένων οικονομιών στο επίπεδο του 2%, ενίσχυση των πραγματικών εισοδημάτων και μεταβολή του μίγματος της οικονομικής πολιτικής με αυστηρότερη πλέον τη δημοσιονομική και χαλαρότερη τη νομισματική πολιτική.

Διάγραμμα II.1 Γενικός πληθωρισμός



## 1 ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ<sup>1</sup>

Η παγκόσμια οικονομία, αντιμέτωπη με αλληπάλληλες κρίσεις (τη σοβαρότερη πανδημία του τελευταίου αιώνα, πολέμους και ακραία καιρικά φαινόμενα), εμφάνισε αξιοσημείωτη ανθεκτικότητα. Κυβερνήσεις και νομισματικές αρχές αναγκάστηκαν από το 2020 και μετά να λάβουν μέτρα πρωτοφανούς έκτασης για την αντιμετώπιση των κρίσεων στη δημόσια υγεία, στην ενέργεια και τις εφοδιαστικές αλυσίδες. Οι άμεσες συνέπειες των κρίσεων μετριάστηκαν, ωστόσο οι επιπτώσεις σε όρους εισοδήματος, επιπέδου τιμών και δημόσιων οικονομικών παραμένουν.

<sup>1</sup> Η ανάλυση βασίζεται σε πληροφορίες και στοιχεία διαθέσιμα μέχρι τις 13.12.2024.

Ο ρυθμός ανόδου του παγκόσμιου ΑΕΠ, αν και εκτιμάται ότι επιβραδύνθηκε οριακά το 2024, συνεχίζει να κινείται σε ικανοποιητικά επίπεδα. Παρατηρούνται όμως σημαντικές αποκλίσεις μεταξύ των μεγάλων οικονομιών. Οι προηγμένες οικονομίες εκτιμάται ότι επιταχύνθηκαν, ενώ οι αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες επιβραδύνθηκαν. Το διεθνές εμπόριο ανέκαμψε το πρώτο εξάμηνο του 2024, καθώς η αβεβαιότητα υποχώρησε παρά τη συνεχιζόμενη ανασχετική επίδραση του γεωοικονομικού κατακερματισμού, εξέλιξη που βοήθησε ιδιαίτερα τη ζώνη του ευρώ να ανακάμψει από τη στασιμότητα του δεύτερου εξαμήνου του 2023.

Ο πληθωρισμός υποχώρησε σημαντικά το 2024, με τον πληθωρισμό στα αγαθά να έχει σχεδόν μηδενιστεί, ενώ ο πληθωρισμός στις υπηρεσίες παραμένει υψηλός. Ο μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής αποδείχθηκε αποτελεσματικός. Η συντονισμένη και αποφασιστική αποπληθωριστική προσπάθεια των κεντρικών τραπεζών, μέσω της αυστηροποίησης της νομισματικής πολιτικής τους, φαίνεται ότι είχε έως τώρα μικρή μόνο επίπτωση στην αγορά εργασίας, γεγονός που επιβεβαιώνει τα ευρήματα για μια πιο απότομη κλίση της καμπύλης Phillips.<sup>2</sup>

Οι περισσότερες κεντρικές τράπεζες σταμάτησαν να αυξάνουν τα βασικά τους επιτόκια το πρώτο εξάμηνο του 2023, ωστόσο τα πραγματικά επιτόκια συνέχισαν να αυξάνονται καθώς ο πληθωρισμός και οι πληθωριστικές προσδοκίες σταδιακά υποχωρούσαν. Αντιθέτως, η δημοσιονομική πολιτική ακολούθησε επεκτατική κατεύθυνση για την αντιμετώπιση των συνεπειών της ενεργειακής κρίσης σε νοικοκυριά και επιχειρήσεις, υπό συνθήκες αύξησης του κόστους εξυπηρέτησης των δανειακών υποχρεώσεων για όλους, περιπλέκοντας το έργο των νομισματικών αρχών. Το μίγμα της ασκούμενης οικονομικής πολιτικής εκτιμάται ότι άρχισε ήδη εντός του 2024 να αντιστρέφεται, με τη δημοσιονομική πολιτική να λαμβάνει περιοριστική κατεύθυνση και τη νομισματική πολιτική να έχει ξεκινήσει μειώσεις επιτοκίων.

Για το 2025 αναμένεται αμετάβλητος ρυθμός ανάπτυξης τόσο στις προηγμένες όσο και στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες, επιτάχυνση του διεθνούς εμπορίου και περαιτέρω μείωση του πληθωρισμού (βλ. Πίνακα II.1). Εντούτοις, οι γεωπολιτικές εντάσεις και η ενδεχόμενη μεταβολή της δασμολογικής και εν γένει διεθνούς εμπορικής πολιτικής των ΗΠΑ θα συνεχίσουν να αποτελούν πηγή κινδύνων για την ανάπτυξη και τον πληθωρισμό διεθνώς.

Η παγκόσμια ευημερία εξαρτάται όλο και περισσότερο από τον τρόπο με τον οποίο θα αντιμετωπιστούν σε εθνικό και διεθνές/πολυμερές πλαίσιο οι νέες προκλήσεις που συνδέονται με την ενεργειακή και πράσινη μετάβαση και με την ανάγκη ενίσχυσης της ανταγωνιστικότητας αλλά και της στρατηγικής αυτονομίας, εν όψει του κινδύνου ορισμένα κράτη να εργαλειοποιήσουν κρίσιμες πρώτες ύλες και προϊόντα. Από την άλλη πλευρά, η ανάγκη μείωσης της ευπάθειας των οικονομιών σε διαταράξεις των διεθνών εφοδιαστικών αλυσίδων και σε γεωπολιτικούς κινδύνους, ο εμπορικός προστατευτισμός και ο ανταγωνισμός επιδοτήσεων μεταξύ μεγάλων οικονομιών μπορεί να οδηγήσουν σε μια αλληλουχία αυξανόμενων φραγμών στις διεθνείς εμπορικές ροές, που θα ήταν επιζήμια για την παγκόσμια ευημερία και θα υπονόμει τη σταθερότητα των τιμών (βλ. Πλαίσιο II.1). Παράλληλα, με βάση ευρήματα προσομοιώσεων, η εφαρμογή μεταρρυθμίσεων στην αγορά εργασίας που επιτρέπουν στους μισθούς να ανταποκρίνονται ταχύτερα στις μεταβαλλόμενες οικονομικές συνθήκες με βάση την παραγωγικότητα της εργασίας, μπορεί να συμβάλει στην αποκλιμάκωση των πληθωριστικών πιέσεων και στη θωράκιση της οικονομίας σε εξωγενείς διαταραχές που αυξάνουν το κόστος παραγωγής των επιχειρήσεων (βλ. Πλαίσιο II.2). Στα κράτη-μέλη της ΕΕ η διατήρηση της ανταγωνιστικότητας, της παραγωγικότητας και της ευημερίας αναδείχθηκε σε μείζονα προτεραιότητα ευρωπαϊκής πολιτικής το 2024. Τις βασικές κατευθύνσεις δράσης θέτουν η έκθεση Letta για την ολοκλήρωση της Ενιαίας Αγοράς τον Απρίλιο του 2024 και η έκθεση Draghi για το μέλλον της ευρωπαϊκής ανταγωνιστικότητας το Σεπτέμβριο του 2024 (βλ. Πλαίσιο II.3).

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

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

### 2.1 Παγκόσμια οικονομία

Το παγκόσμιο ΑΕΠ αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό 3,2% το πρώτο εξάμηνο του 2024, με τις εξελίξεις να συνεχίζουν να διαφοροποιούνται μεταξύ των μεγάλων οικονομιών. Βραχυχρόνιοι δείκτες οικονομικής δραστηριότητας παραπέμπουν στη διατήρηση αντίστοιχων ρυθμών για το υπόλοιπο του έτους, με τις υπηρεσίες να συνεχίζουν να επιδεικνύουν περισσότερο δυναμισμό. Το διεθνές εμπόριο, που ανέκαμψε ταχύτερα των προσδοκιών παρά το αυξημένο μεταφορικό κόστος, αναμένεται να δώσει σταδιακά ώθηση και στον τομέα των αγαθών. Ο ρυθμός ανάπτυξης για το σύνολο του 2024, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του ΔΝΤ, επιταχύνθηκε ελαφρά **στις προηγμένες οικονομίες** σε 1,8%, καθώς η οικονομία των ΗΠΑ επιβραδύνθηκε λιγότερο των αρχικών προβλέψεων και η ανάκαμψη του Ηνωμένου Βασιλείου υπήρξε ισχυρότερη των προβλέψεων. Η ιαπωνική οικονομία επιβραδύνθηκε σημαντικά, ενώ η γερμανική, αν και εξήλθε της ελαφράς ύφεσης του 2023 και το γ' τρίμηνο το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 0,2% έναντι του προηγούμενου τριμήνου, εκτιμάται ότι για το σύνολο του έτους κατέγραψε μηδενικό ρυθμό ανάπτυξης, αποτελώντας ανασχετικό παράγοντα στο ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ.

Στις **ΗΠΑ** το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 3,0% σε ετησιοποιημένη βάση (0,7% σε τριμηνιαία) το β' τρίμηνο του 2024, έναντι 1,6% (0,4%) το α' τρίμηνο, υποστηριζόμενο κυρίως από την ισχυρή ιδιωτική κατανάλωση, λόγω της υποχώρησης του πληθωρισμού και της αύξησης των πραγματικών εισοδημάτων, και από τις επενδύσεις. Το γ' τρίμηνο το ΑΕΠ επιβραδύνθηκε ελαφρώς σε 2,8%, λόγω κυρίως της μείωσης των ιδιωτικών αποθεμάτων και των επενδύσεων σε κατοικίες. 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. Ο δωδεκάμηνος ρυθμός μεταβολής του δείκτη τιμών καταναλωτή (ΔΤΚ) αυξήθηκε ελαφρώς στο 2,7% το Νοέμβριο του 2024, μετά από έξι συναπτούς μήνες υποχώρησης και έχοντας διαμορφωθεί το Σεπτέμβριο στο χαμηλότερο επίπεδο (2,4%) από το Φεβρουάριο του 2021. Γενικά αναμένεται περαιτέρω αποκλιμάκωση του πληθωρισμού, αλλά με αργό ρυθμό. Το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος παρέμεινε σταθερό έως τα μέσα του 2024, εξαιτίας της υψηλής παραγωγικότητας της εργασίας. Ο πυρήνας του πληθωρισμού παρέμεινε στο 3,3% το Νοέμβριο, αμετάβλητος από τον Οκτώβριο, παρά τη μικρή υποχώρηση του πληθωρισμού των υπηρεσιών. Σύμφωνα με το ΔΝΤ (Οκτώβριος 2024), η αύξηση του ΑΕΠ εκτιμάται σε 2,8% το 2024, έναντι 2,9% το 2023, υποστηριζόμενη από την αύξηση στους πραγματικούς μισθούς, την κατανάλωση και τις επενδύσεις, ενώ θα υποχωρήσει στο 2,2% το 2025, κυρίως εξαιτίας της εξασθένησης της αγοράς εργασίας. Η γεωπολιτική ένταση στη Μέση Ανατολή και οι εμπορικές διαμάχες, σε συνδυασμό με την αβεβαιότητα λόγω των ενδεχόμενων μεταβολών στη διεθνή εμπορική πολιτική της νέας αμερικανικής ηγεσίας, αποτελούν σημαντικούς βραχυπρόθεσμους καθοδικούς κινδύνους για την ανάπτυξη, ενώ θετικά μπορεί να επιδράσει η κατ' αρχήν δέσμευση για παράταση της ισχύος των φορολογικών ελαφρύνσεων που είχαν αποφασιστεί το 2017.

Το ΑΕΠ στο **Ηνωμένο Βασίλειο**, μετά τη συρρίκνωσή του το δεύτερο εξάμηνο του 2023, αυξήθηκε με επιβραδυνόμενο ρυθμό κατά τη διάρκεια του 2024, κατά 0,7% το α' τρίμηνο, 0,5% το β' τρίμηνο και μόλις 0,1% το γ' τρίμηνο (σε τριμηνιαία βάση). Υποστηρίχθηκε από την ανάκαμψη των επιχειρηματικών επενδύσεων και της καταναλωτικής δαπάνης, η οποία όμως παρέμεινε συγκρατημένη, ως αποτέλεσμα της συσταλτικής δημοσιονομικής πολιτικής, της χαμηλής εμπιστοσύνης και του υψηλού ποσοστού αποταμίευσης των νοικοκυριών. Η χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής εκτιμάται ότι θα ενισχύσει περαιτέρω τις επιχειρηματικές επενδύσεις τα επόμενα τρίμηνα. Το ποσοστό ανεργίας μειώθηκε σε 4,0% τον Αύγουστο του 2024, το χαμηλότερο από τον Ιανουάριο, αλλά έφθασε στο 4,3% το Σεπτέμβριο κυρίως λόγω της αύξησης της βραχυχρόνιας ανεργίας. Ο ετήσιος πληθωρισμός βάσει του ΔΤΚ μειώθηκε σε 1,7% το Σεπτέμβριο, ενώ επιταχύνθηκε σε υψηλά επίπεδα εξαμήνου σε 2,3% τον Οκτώβριο από 4,6% τον Οκτώβριο του 2023. Ο πληθωρισμός των υπηρεσιών, μετά τη σημαντική αύξησή του τον Αύ-

Πίνακας II.1 Βασικά μακροοικονομικά μεγέθη της παγκόσμιας οικονομίας

	Αριθμός κρατών	Μερίδιο στο ΑΕΠ <sup>1</sup> %	ΑΕΠ (ετήσιες % μεταβολές όγκου)			Πληθωρισμός <sup>2</sup> (ετήσιες % μεταβολές)			Δημοσιονομικό αποτέλεσμα <sup>3</sup> (% 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	3,2	6,7	5,8	4,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1. Προηγμένες οικονομίες	41	40,7	1,7	1,8	1,8	4,6	2,6	2,0	-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	2,2	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	1,7	0,3	1,1	3,3	2,2	2,0	-4,2	-6,1	-3,0	249,7	251,2	248,7	3,6	3,8	3,6
Ην. Βασίλειο		2,2	0,3	1,0	1,4	6,8	3,1	2,4	-5,7	-5,1	-4,4	100,0	101,6	102,6	-2,0	-2,3	-2,3
Ζώνη του ευρώ	20	11,9	0,5	0,7	1,1	5,4	2,4	2,1	-3,6	-3,2	-3,1	87,4	87,8	88,3	1,7	2,7	2,6
2. Αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες	155	59,3	4,4	4,2	4,2	8,1	7,9	5,9	-5,3	-5,6	-5,5	68,5	70,0	72,0	0,6	0,4	0,3
Κίνα		18,7	5,2	4,8	4,5	0,2	0,4	1,7	-7,0	-7,4	-7,6	84,4	90,1	93,8	1,4	1,4	1,6
Ινδία		7,9	8,2	7,0	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: IMF, *World Economic Outlook database* και *Fiscal Monitor*, Οκτώβριος 2024. Για το Ηνωμένο Βασίλειο: European Commission, *European Economic Forecast*, Autumn 2024, Νοέμβριος 2024. Για τη ζώνη του ευρώ: ECB, *Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area*, Δεκέμβριος 2024.

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.

γουστο κυρίως λόγω επιδράσεων βάσης, υποχώρησε το Σεπτέμβριο και σημείωσε μικρή άνοδο τον Οκτώβριο, οδηγώντας τον πυρήνα του πληθωρισμού στο 3,3%. Σύμφωνα με τις πιο πρόσφατες προβλέψεις του ΔΝΤ (Οκτώβριος 2024), ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ αναμένεται να ανακτήσει δυναμική και να διαμορφωθεί σε 1,1% το 2024 και 1,5% το 2025, έναντι 0,3% το 2023, κυρίως χάρη στην ενίσχυση των επενδύσεων και της κατανάλωσης εν μέσω χαμηλότερου πληθωρισμού και πιο ευνοϊκών χρηματοπιστωτικών συνθηκών.

Στην **Ιαπωνία** ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης επιβραδύνθηκε σε 0,3% το γ' τρίμηνο του 2024, από 0,5% το β' τρίμηνο (σε τριμηνιαία βάση) και -0,6% το α' τρίμηνο, λόγω εξασθένησης πρόσκαιρων διαταραχών από την πλευρά της προσφοράς. Στις αρχές του 2024 η συμφωνία για ετήσια αύξηση των μισθών άνω του 5%, που είναι η υψηλότερη από το 1976, συνέβαλε στην προσωρινή άνοδο των πραγματικών μισθών τον Ιούνιο και τον Ιούλιο του 2024, έναντι διαδοχικών μειώσεων τους από το Μάρτιο του 2022. Οι μισθολογικές αυξήσεις αναμένεται να στηρίξουν την ιδιωτική κατανάλωση από το δεύτερο εξάμηνο του 2024, αντισταθμίζοντας εν μέρει τις επιπτώσεις από την περιοριστική δημοσιονομική και νομισματική πολιτική. Ωστόσο, τον Αύγουστο και το Σεπτέμβριο οι πραγματικοί μισθοί μειώθηκαν εκ νέου, εν μέσω πληθωριστικών πιέσεων, ενώ τον Οκτώβριο παρέμειναν σταθεροί. Σύμφωνα με το ΔΝΤ (Οκτώβριος 2024), ο ρυθμός ανάπτυξης εκτιμάται ότι θα υποχωρήσει στο 0,3% το 2024, από 1,7% το 2023, εξαιτίας παροδικών διαταραχών στην αυτοκινητοβιομηχανία και κάμψης του τουρισμού, ενώ θα ενισχυθεί στο 1,1% το 2025, αντανακλώντας την άνοδο των πραγματικών μισθών και της κατανάλωσης.

Στις **αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες** ως σύνολο ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ εκτιμάται από το ΔΝΤ ότι θα επιβραδυνθεί σε 4,2% το 2024 από 4,4% το 2023, κυρίως λόγω του χαμηλότερου ρυθμού ανάπτυξης της Κίνας και της Ινδίας. Οι εξελίξεις το 2024 διαφέρουν σημαντικά στις μεγαλύτερες από αυτές τις οικονομίες. Στο Μεξικό εκτιμάται ότι θα σημειωθεί αισθητή επιβράδυνση σε 1,4%, ενώ στην Αργεντινή η ύφεση θα βαθύνει περισσότερο σε -4,0%. Αντιθέτως, η Βραζιλία και η Ινδονησία εκτιμάται ότι διατηρούν τους ισχυρούς ρυθμούς αύξησης του ΑΕΠ. Στην Κίνα η οικονομική επιβράδυνση λαμβάνει χαρακτηριστικά τάσης, δεδομένου ότι αναμένεται να συνεχιστεί και το 2025, καθώς η ανάκαμψη της βιομηχανικής παραγωγής και



των εξαγωγών δεν μπορεί να αντισταθμίσει την εξασθένηση της ιδιωτικής κατανάλωσης, η οποία επιβαρύνεται από την εν εξελίξει διόρθωση της αγοράς ακινήτων.

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 λόγω της ενεργειακής κρίσης. Η υποχώρηση του ρυθμού ανόδου των τιμών ήταν μεγαλύτερη στις προηγμένες οικονομίες, παρά την εκτιμώμενη ελαφρά επιτάχυνση του ρυθμού ανάπτυξής τους, ενώ ο πυρήνας του πληθωρισμού υποχωρεί βραδύτερα, 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 πρώτο εξάμηνο του 2024 με ρυθμό περί το 4% στις μεγαλύτερες προηγμένες οικονομίες, προκειμένου να αποκατασταθεί το πραγματικό εισόδημα, που επλήγη κατά την περίοδο 2021-2023. Ο πληθωρισμός στις προηγμένες οικονομίες βάσει του ΔΤΚ εκτιμάται από το ΔΝΤ ότι θα υποχωρήσει περαιτέρω από 2,6% το 2024 σε 2,0% το 2025.

Οι **κίνδυνοι** για την παγκόσμια οικονομία παραμένουν σοβαροί. Τα γεωπολιτικά ρήγματα, ο γεωοικονομικός κατακερματισμός και οι τάσεις προστατευτισμού, εάν ενταθούν, μπορεί να προκαλέσουν εκ νέου άνοδο στις τιμές των εισαγόμενων προϊόντων, πλήττοντας το διεθνές εμπόριο και τις επενδύσεις και υπονομεύοντας την παραγωγικότητα και την ανθεκτικότητα των οικονομιών μακροπρόθεσμα. Η αποπληθωριστική προσπάθεια και τα αυξανόμενα πραγματικά επιτόκια ενδέχεται να έχουν μεγαλύτερη του αναμενομένου επίπτωση στην απασχόληση και την ανάπτυξη. Αντιστρόφως, θετικά ενδέχεται να επιδράσει η σταδιακή αύξηση των πραγματικών εισοδημάτων, ενισχύοντας την καταναλωτική εμπιστοσύνη και την ιδιωτική κατανάλωση. Σημαντικές **προκλήσεις** για την οικονομική πολιτική των περισσότερων οικονομιών 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, αλλά και, ιδίως στην ΕΕ, (β) η υλοποίηση διαρθρωτικών 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.

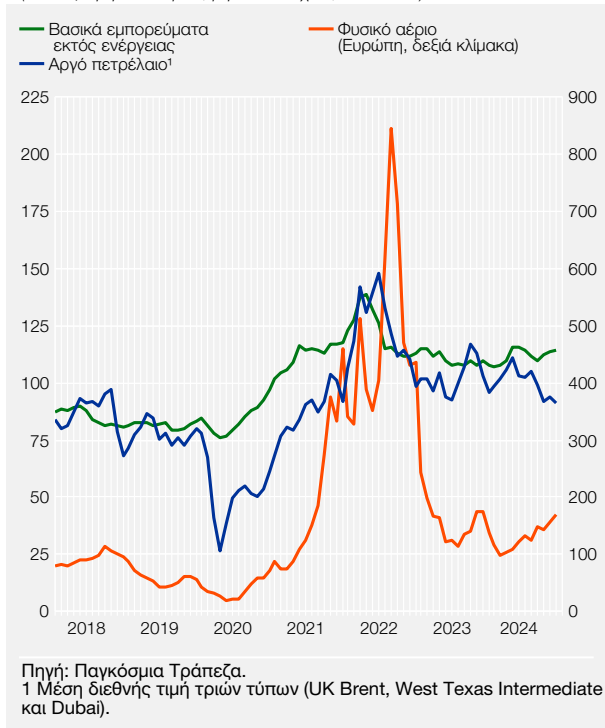
#### **Διεθνές εμπόριο και διεθνείς τιμές βασικών εμπορευμάτων**

Οι επιπτώσεις του επίμονα υψηλού πληθωρισμού, της αυστηρότερης νομισματικής πολιτικής και της ενισχυμένης ζήτησης υπηρεσιών έναντι των αγαθών επιβράδυναν τις παγκόσμιες εμπορικές ροές το 2023. Αντιθέτως, το 2024 οι προοπτικές του **διεθνούς εμπορίου** βελτιώθηκαν και η μεταβολή του αναμένεται να ακολουθήσει εκείνη της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας. Ωστόσο, η εντεινόμενη γεωπολιτική αστάθεια και συνακόλουθα οι συχνότερες διαταραχές της προσφοράς συνέβαλαν στην αναδιάρθρωση των παγκόσμιων εφοδιαστικών αλυσίδων και την περιφερειοποίηση των εμπορικών ροών, ενώ κατέστησαν πιο πιθανή την υιοθέτηση πολιτικών που δύνανται να ενισχύσουν τον εμπορικό κατακερματισμό και κατ' επέκταση τις πληθωριστικές πιέσεις (βλ. Πλαίσιο ΙΙ.1).

Η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού το 2024, σε συνδυασμό με την αύξηση των μισθών σε παγκόσμιο επίπεδο και την υποχώρηση της υψηλής αβεβαιότητας του προηγούμενου έτους, ενίσχυσε τη διεθνή ζήτηση αγαθών. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του ΔΝΤ (Οκτώβριος 2024), ο **όγκος του διεθνούς εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών** θα αυξηθεί κατά 3,1% το 2024 και 3,4% το 2025, έναντι μόλις 0,8% το 2023, ωστόσο θα συνεχίσει να υπολείπεται του πρόσφατου ιστορικού μέσου όρου 4,6% των ετών 2000-2022. Παρά την επιβολή αυστηρότερων εμπορικών περιορισμών μεταξύ γεωπολιτικά απομακρυσμένων συνασπισμών κρατών, το αυξημένο εμπόριο εντός του ίδιου συνασπισμού και το εμπόριο με τρίτες χώρες αντισταθμίζει τις αρνητικές συνέπειες μέχρι στιγμής. Η πιθανότητα γενικευμένης πολεμικής σύρραξης στη Μέση Ανατολή ή κλιμάκωσης του πολέμου στην Ουκρανία καθώς και το ενδεχόμενο αύξησης του εμπορικού προστατευτισμού διεθνώς αποτελούν τους κυριότερους καθοδικούς κινδύνους για το διεθνές εμπόριο μεσοπρόθεσμα. Από την άλλη πλευρά, η σταδιακή αποκατάσταση της διέλευσης των

**Διάγραμμα II.2 Διεθνείς τιμές βασικών εμπορευμάτων (Ιανουάριος 2018-Νοέμβριος 2024)**

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



εμπορικών πλοίων από τη διώρυγα του Παναμά από το Σεπτέμβριο του 2024 και τα πρόσφατα μέτρα (Οκτώβριος 2024) για την ενίσχυση της οικονομίας της Κίνας αποτελούν παράγοντες ενίσχυσης των διεθνών εμπορικών ροών.

Οι τιμές του αργού πετρελαίου όλων των τύπων έφθασαν προσωρινά στο υψηλότερο επίπεδο τετραμήνου τον Απρίλιο του 2024, αντανακλώνοντας κυρίως τις προσδοκίες για αυξημένη ζήτηση εκ μέρους της Κίνας και τα μέτρα περιορισμού της προσφοράς αργού πετρελαίου από τον OPEC+. Προς την ίδια κατεύθυνση συνετέλεσαν επίσης οι διακοπές στη λειτουργία διυλιστηρίων στη Ρωσία, ως άμεση επίπτωση του πολέμου με την Ουκρανία. Στο εξάμηνο που ακολούθησε, η αποδυνάμωση της ζήτησης πετρελαιοειδών, λόγω της επιδείνωσης των προοπτικών για την οικονομία της Κίνας και της αυξημένης επάρκειας ενεργειακών αποθεμάτων, άσκησαν καθοδικές πιέσεις στη μέση **τιμή του αργού πετρελαίου** όλων των τύπων, η οποία υποχώρησε στα 72,3 δολ. ΗΠΑ ανά βαρέλι το Νοέμβριο του 2024 (-17,9% έναντι του Απριλίου).

Σύμφωνα με εκτιμήσεις του ΔΝΤ (Οκτώβριος 2024) για το σύνολο του 2024, η μέση τιμή του αργού πετρελαίου αναμένεται να φθάσει στα 81,3 δολ. ΗΠΑ ανά βαρέλι, έναντι 80,6 δολ. ΗΠΑ το 2023. Ο κίνδυνος διαμόρφωσης ακόμη υψηλότερων τιμών πετρελαίου παραμένει σημαντικός και συνδέεται με την κλιμάκωση της γεωπολιτικής αναταραχής στη Μέση Ανατολή και με την ασφάλεια της εφοδιαστικής αλυσίδας – πιο συγκεκριμένα την ενδεχόμενη διακοπή της ροής αργού πετρελαίου στα στενά του Ορμούζ. Παρότι τα παγκόσμια αποθέματα αργού πετρελαίου και φυσικού αερίου είναι σε πολύ υψηλά επίπεδα, δεν θα μπορούσαν να αντισταθμίσουν έναν παρατεταμένο αποκλεισμό στην περιοχή, από την οποία διακινείται περισσότερο από το 1/5 των διεθνών εξαγωγών αργού πετρελαίου και υγροποιημένου φυσικού αερίου (LNG).

Οι ανησυχίες για διακοπές στην εφοδιαστική αλυσίδα και η ενίσχυση της γεωπολιτικής αστάθειας αύξησαν εκ νέου την **τιμή του φυσικού αερίου στην Ευρώπη**, η οποία το Νοέμβριο του 2024 έφθασε στο υψηλότερο μέσο μηνιαίο επίπεδο των τελευταίων δώδεκα μηνών. Πιο συγκεκριμένα, την τιμή ώθησαν ανοδικά τα πλήγματα στις ενεργειακές εγκαταστάσεις της Ουκρανίας, η επιβολή νέων κυρώσεων από την ΕΕ στο ρωσικό LNG, με την απαγόρευση της επαναφόρτωσής του εντός ΕΕ, οι απροσδόκητες διακοπές στην άντληση φυσικού αερίου που αντιμετώπισε η Νορβηγία και, τέλος, το εκτεταμένο πρόγραμμα συντήρησης στις ενεργειακές δομές της Νορβηγίας. Η τιμή του φυσικού αερίου στην Ευρώπη αυξήθηκε κατά 37,6% από το Μάιο μέχρι το Νοέμβριο του 2024, αλλά μειώθηκε κατά 3,9% σε ετήσια βάση (βλ. Διάγραμμα II.2). Ο κίνδυνος για περαιτέρω αύξηση της τιμής του είναι σημαντικός και συνδέεται με την πιθανότητα ψυχρότερου χειμώνα στην Ευρώπη, καθώς και με το ενδεχόμενο κλιμάκωσης των προβλημάτων στο ενεργειακό ευρωπαϊκό δίκτυο και ευρύτερης περιφερειακής σύγκρουσης στην Ουκρανία και τη Μέση Ανατολή.

Από το Μάιο έως και τον Αύγουστο του 2024 οι **τιμές των μετάλλων** ακολούθησαν καθοδική πορεία, επηρεαζόμενες κυρίως από την κρίση στον κατασκευαστικό τομέα της Κίνας και την κάμψη της βιομηχανικής δραστηριότητας στις προηγμένες οικονομίες. Το Νοέμβριο του 2024 η μέση τιμή των βασικών μετάλλων ήταν αυξημένη κατά 11,2% έναντι του Δεκεμβρίου του 2023, λόγω κυρίως των προσδοκιών για αύξηση της επενδυτικής δραστηριότητας από τα επικείμενα εκτεταμένα μέτρα

στήριξης της οικονομίας της Κίνας αλλά και από τη μείωση των επιτοκίων στις ΗΠΑ. Την ίδια περίοδο (Δεκέμβριος 2023-Νοέμβριος 2024) οι διεθνείς **τιμές των τροφίμων** σημείωσαν πτώση κατά 3,2%, κυρίως εξαιτίας της αύξησης της παραγωγής και των αποθεμάτων. Οι επιπτώσεις στην παραγωγή τροφίμων λόγω ακραίων καιρικών φαινομένων και περιφερειακών συγκρούσεων συνιστούν τους σημαντικότερους ανοδικούς κινδύνους για τις τιμές των τροφίμων. Σύμφωνα με το ΔΝΤ (Οκτώβριος 2024), η **μέση τιμή των βασικών εμπορευμάτων πλην των καυσίμων** εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 2,9% το 2024 (σε δολ. ΗΠΑ) και θα υποχωρήσει κατά 0,2% το 2025.

### **Δημοσιονομική πολιτική**

Το 2024 η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής, μετρούμενη από το διαρθρωτικό πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης, αντιστράφηκε σε περιοριστική στις προηγμένες οικονομίες και σε επεκτατική στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες (ΔΝΤ, Οκτώβριος 2024). Το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης (τόσο το συνολικό όσο και το πρωτογενές), αφού χειροτέρευσε ελαφρώς το 2024, εκτιμάται ότι θα βελτιωθεί το 2025 και στις δύο ομάδες οικονομιών, παραμένοντας ωστόσο σε υψηλότερα από τα προπανδημικά επίπεδα. Το ακαθάριστο χρέος της γενικής κυβέρνησης στις προηγμένες οικονομίες, αν και έχει υποχωρήσει από τα ιστορικά υψηλά του 2020, επίσης φαίνεται ότι σταθεροποιείται σε επίπεδα υψηλότερα σε σχέση με την προπανδημική περίοδο, εκτιμώμενο σε 109% του ΑΕΠ το 2024. Οι μεσοπρόθεσμες προοπτικές για το παγκόσμιο δημόσιο χρέος περιβάλλονται από έντονα ανοδικούς κινδύνους, με το ΔΝΤ να εκτιμά ότι αυτό θα υπερβεί το 100% του παγκόσμιου ΑΕΠ μέχρι το 2030 (από 93% του ΑΕΠ το 2024), λόγω των αυξανόμενων πιέσεων για δημόσιες δαπάνες που σχετίζονται με την πράσινη μετάβαση, τη γήρανση του πληθυσμού, την εθνική ασφάλεια και τις μακροχρόνιες αναπτυξιακές προκλήσεις.

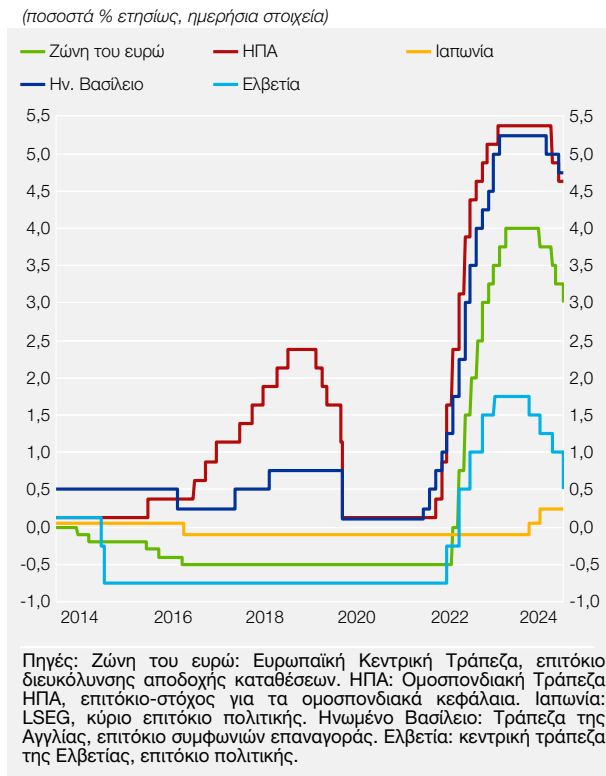
Σε ένα περιβάλλον υψηλών δημοσιονομικών ελλειμμάτων και υψηλού και αυξανόμενου λόγου δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ, η ανάγκη για μεγαλύτερη από την προγραμματισμένη δημοσιονομική προσαρμογή τα επόμενα έτη γίνεται ολοένα πιο επιτακτική. Για το 2025 αναμένεται συνέχιση της δημοσιονομικής εξυγίανσης στις περισσότερες οικονομίες με εντατικοποίηση των προσπάθειών τόσο για περιορισμό των δαπανών όσο και για ενίσχυση των εσόδων στο πλαίσιο αξιόπιστων μεσοπρόθεσμων σχεδίων. Μολονότι ο ενδεξιγμένος ρυθμός δημοσιονομικής προσαρμογής ποικίλλει ανάλογα με τις συνθήκες σε κάθε χώρα, τα βασικά ζητούμενα σε πολλές οικονομίες παραμένουν η δημιουργία δημοσιονομικών αποθεμάτων ασφαλείας με τρόπο φιλικό προς την ανάπτυξη, δηλ. διατήρηση των δαπανών για παραγωγικές επενδύσεις, και η βελτίωση των προοπτικών της βιωσιμότητας του χρέους.

### **Νομισματική πολιτική**

Το δεύτερο εξάμηνο του 2024 οι κεντρικές τράπεζες των περισσότερων μεγάλων προηγμένων οικονομιών προέβησαν σε μειώσεις επιτοκίων, καθώς ο πληθωρισμός αποκλιμακώθηκε περαιτέρω και προσέγγισε το στόχο του 2%. Παρ' όλα αυτά, η νομισματική πολιτική παρέμεινε περιοριστική. Ο επίμονος πληθωρισμός των τιμών των υπηρεσιών και ο κίνδυνος νέων διαταραχών από την πλευρά της προσφοράς λόγω γεωπολιτικών εντάσεων δημιουργούν αβεβαιότητα όσον αφορά το χρόνο, το μέγεθος και το ρυθμό μείωσης των επιτοκίων πολιτικής. Ταυτόχρονα, η ποσοτική σύσφιξη (quantitative tightening) από τις κεντρικές τράπεζες των μεγάλων προηγμένων οικονομιών προχώρησε ομαλά. Ωστόσο, καθώς οι αγορές εκτιμούν περαιτέρω μειώσεις των επιτοκίων πολιτικής το 2025 εν μέσω επιβραδυνόμενης ή υποτονικής ανάπτυξης, η έγκαιρη και σαφής επικοινωνία από τις νομισματικές αρχές σχετικά με την ποσοτική σύσφιξη θα πρέπει να συνεχιστεί, ώστε να είναι ξεκάθαρες οι επιδιώξεις των δύο μέτρων νομισματικής πολιτικής με δυνητικά αποκλίνουσες επιδράσεις στις χρηματοπιστωτικές συνθήκες και την πραγματική οικονομία.

Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ, για πρώτη φορά από το 2020, περιόρισε το εύρος-στόχο του βασικού της επιτοκίου κατά 50 μονάδες βάσης το Σεπτέμβριο και κατά 25 μονάδες βάσης το Νοέμβριο του 2024 σε 4,50%-4,75%. Η Τράπεζα της Αγγλίας μείωσε το βασικό της επιτόκιο κατά 25 μονάδες βάσης κάθε φορά τον Αύγουστο και το Νοέμβριο σε 4,75%. Στην ευρωζώνη

**Διάγραμμα II.3 Βασικά επιτόκια κεντρικών τραπεζών  
(1 Ιανουαρίου 2014-13 Δεκεμβρίου 2024)**



το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ μείωσε τον Ιούνιο, το Σεπτέμβριο, τον Οκτώβριο και το Δεκέμβριο το επιτόκιο της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων κατά 25 μονάδες βάσης κάθε φορά, διαμορφώνοντάς το σε 3,00% (βλ. Διάγραμμα II.3). Επίσης, το Σεπτέμβριο τέθηκαν σε ισχύ ορισμένες αλλαγές στο λειτουργικό πλαίσιο για την εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής, με τη μείωση της διαφοράς μεταξύ του επιτοκίου των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης και του επιτοκίου της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων στις 15 μονάδες βάσης. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ σκοπεύει να τερματίσει στο τέλος του 2024 τις επανεπενδύσεις στο πλαίσιο του έκτακτου προγράμματος αγοράς στοιχείων ενεργητικού λόγω πανδημίας (PEPP) επιταχύνοντας με αυτό τον τρόπο τη μείωση του συναφούς χαρτοφυλακίου. Η κεντρική τράπεζα της Ελβετίας συνέχισε τη μείωση του επιτοκίου πολιτικής της τον Ιούνιο, το Σεπτέμβριο και το Δεκέμβριο του 2024, διαμορφώνοντάς το σε 0,5%. Σε αντίθεση με τις λοιπές προηγμένες οικονομίες, η Τράπεζα της Ιαπωνίας αύξησε περαιτέρω το επιτόκιο πολιτικής της από 0,10% σε 0,25% τον Ιούλιο του 2024, το υψηλότερο από το 2008.

## 2.2 Ζώνη του ευρώ

Η οικονομία της ευρωζώνης επιδεικνύει σχετική ανθεκτικότητα. Οι σοβαρές εξωτερικές διαταραχές που έπληξαν την οικονομία, όπως η ενεργειακή κρίση και οι μεταβολές στις ροές εμπορίου λόγω των γεωπολιτικών εντάσεων, οδήγησαν σε σχεδόν μηδενική ανάπτυξη το δεύτερο εξάμηνο του 2023. Το ΑΕΠ παρουσίασε ανοδική πορεία το πρώτο εξάμηνο του 2024, κυρίως λόγω της βελτίωσης της εξωτερικής ζήτησης και του διεθνούς εμπορίου, και επιταχύνθηκε το γ' τρίμηνο (0,4%, από 0,3% και 0,2% το α' και β' τρίμηνο αντίστοιχα). Η αγορά εργασίας παραμένει ανθεκτική, με το ποσοστό ανεργίας να βρίσκεται σε ιστορικά χαμηλό επίπεδο.

Οι οικονομικές προοπτικές για την ευρωζώνη παραμένουν γενικά θετικές, κυρίως λόγω της άνοδου του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος, υποστηριζόμενου από την αύξηση των μισθών και την αποκλιμάκωση του πληθωρισμού, η οποία ενισχύει την αγοραστική δύναμη των νοικοκυριών. Ωστόσο, η καταναλωτική εμπιστοσύνη παραμένει υποτονική και η πρόθεση των νοικοκυριών για αποταμίευση εξακολουθεί να είναι αυξημένη. Οι επενδύσεις εκτιμάται ότι υποχώρησαν το 2024, αναμένεται ωστόσο ότι θα ανακάμψουν στον ορίζοντα των προβλέψεων. Προκειμένου να υποβοηθήσουν την οικονομική ανάπτυξη και τη μείωση των τιμών, οι δημοσιονομικές και διαρθρωτικές πολιτικές θα πρέπει να επικεντρωθούν στην αύξηση της παραγωγικότητας και της ανταγωνιστικότητας, όπως υποστηρίζεται και από την πρόσφατη έκθεση Draghi. Η ολοκλήρωση της ενιαίας αγοράς και της ένωσης κεφαλαιαγορών (Capital Markets Union – CMU) θα συμβάλει επίσης στην ίδια κατεύθυνση. Παράλληλα, το αναθεωρημένο πλαίσιο οικονομικής διακυβέρνησης της ΕΕ, εάν εφαρμοστεί πλήρως, με διαφάνεια και χωρίς καθυστερήσεις, θα βοηθήσει τις κυβερνήσεις να μειώσουν τα δημοσιονομικά ελλείμματα και τα επίπεδα χρέους σε διατηρήσιμη βάση.

Μεσοπρόθεσμα, το πραγματικό ΑΕΠ αναμένεται να αυξηθεί, υποστηριζόμενο από την αύξηση των πραγματικών εισοδημάτων, την ενίσχυση της εξωτερικής ζήτησης και την εξασθένιση των επιδράσεων της νομισματικής πολιτικής. Σύμφωνα με το βασικό σενάριο των εμπειρογνομόνων

του Ευρωσυστήματος (Δεκέμβριος 2024), το ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 0,7% το 2024, έναντι 0,5% το 2023. Για το 2025 προβλέπεται ότι το ΑΕΠ θα επιταχυνθεί σε 1,1%.

Μετά το πρώτο εξάμηνο του 2024 όπου η ιδιωτική κατανάλωση ήταν υποτονική, ο ρυθμός αύξησής της επιταχύνθηκε έντονα το γ' τρίμηνο του 2024 (0,7% έναντι του προηγούμενου τριμήνου). Η ανάκαμψη της ιδιωτικής κατανάλωσης αντανακλά τη σταδιακή εξομάλυνση του ποσοστού αποταμίευσης των νοικοκυριών και την αύξηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος, κυρίως λόγω της ισχυρής αύξησης των μισθών και του εισοδήματος πλην εργασίας, ιδίως του εισοδήματος από αυτοαπασχόληση και από χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία. Η ιδιωτική κατανάλωση αναμένεται να αυξηθεί κατά 0,9% το 2024 και να επιταχυνθεί σε 1,3% το 2025 από 0,8% το 2023. Παρά τη δημοσιονομική περιστολή, με περαιτέρω μειώσεις των μέτρων αντιμετώπισης του πληθωρισμού και αυξήσεις των άμεσων φόρων και των εισφορών κοινωνικής ασφάλισης, η δημόσια κατανάλωση εκτιμάται ότι θα έχει θετική συμβολή στην ανάπτυξη, καταγράφοντας αύξηση κατά 2,3% το 2024, σε σύγκριση με 1,5% το 2023. Το 2025 η δημόσια κατανάλωση προβλέπεται ότι θα αυξηθεί πιο συγκρατημένα, κατά 1,2%.

Για το 2024 συνολικά, εν μέσω αυξημένης αβεβαιότητας και υψηλών επιτοκίων, οι συνολικές ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου εκτιμάται ότι θα υποχωρήσουν περισσότερο από τις αρχικές εκτιμήσεις, κατά 1,7%, έναντι αύξησης κατά 1,8% το 2023, και προβλέπεται να ανακάμψουν το 2025 (+1,2%). Ως προς τις επιχειρηματικές επενδύσεις, αυτές συρρικνώθηκαν το πρώτο εξάμηνο του 2024, παρουσιάζοντας υψηλή μεταβλητότητα λόγω των δραστηριοτήτων πολυεθνικών εταιριών, και επηρεάστηκαν από την αδύναμη ζήτηση και την αυξημένη αβεβαιότητα. Ωστόσο, αναμένεται ανάκαμψη μεσοπρόθεσμα, με κινητήρια δύναμη τη βελτίωση της ζήτησης, τη χαλάρωση των συνθηκών χρηματοδότησης και τις αυξανόμενες πράσινες και ψηφιακές επενδύσεις. Οι επενδύσεις σε κατοικίες επίσης συνέχισαν να υποχωρούν το πρώτο εξάμηνο του 2024 και αναμένεται να εξακολουθήσουν να μειώνονται βραχυπρόθεσμα, αν και με βραδύτερο ρυθμό. Τα στοιχεία υποδηλώνουν ότι θα ανακάμψουν από το δεύτερο εξάμηνο του 2025, καθώς οι επιπτώσεις των αυστηρότερων συνθηκών χρηματοδότησης σταδιακά θα εξασθενούν και τα πραγματικά εισοδήματα των νοικοκυριών θα αυξάνονται.

Οι εξαγωγές της ζώνης του ευρώ, μετά την ισχυρή ανοδική πορεία που κατέγραψαν το πρώτο εξάμηνο του 2024 ωθούμενες κυρίως από τις εξαγωγές υπηρεσιών, υποχώρησαν το γ' τρίμηνο και αναμένεται να αυξηθούν με χαμηλούς ρυθμούς τα επόμενα τρίμηνα. Διάφοροι παράγοντες θα εμποδίζουν βραχυπρόθεσμα την ανάκαμψη των εξαγωγών της ζώνης του ευρώ, όπως η προηγηθείσα ανατίμηση της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ και οι χαμηλότερες, αλλά ακόμη συγκριτικά υψηλές, τιμές ενέργειας, που επιβαρύνουν το κόστος εξαγομένων. Σύμφωνα με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Δεκέμβριος 2024), οι συνολικές εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ εκτιμάται ότι θα αυξηθούν σε πραγματικούς όρους κατά 1,0% το 2024 και 1,6% το 2025, έναντι μείωσης κατά 0,2% το 2023, καθώς αναμένονται ανάκαμψη του διεθνούς εμπορίου και επιτάχυνση της εξωτερικής ζήτησης υπό την επίδραση της αποκλιμάκωσης των επιτοκίων. Από την άλλη πλευρά, οι εισαγωγές, οι οποίες υποχώρησαν το 2023, εκτιμάται ότι θα παραμείνουν σχεδόν αμετάβλητες το 2024 (0,1%) και θα αυξηθούν το 2025 (2,3%), υποστηριζόμενες από την αναμενόμενη υψηλότερη εγχώρια ζήτηση. Κατά συνέπεια, η συμβολή των καθαρών εξαγωγών στο ΑΕΠ αναμένεται να αυξηθεί από 0,3% το 2023 σε 0,5% το 2024 και θα είναι αρνητική το 2025 (-0,2%) και οριακά θετική (0,1%) το 2026.

Η αγορά εργασίας της ευρωζώνης αναμένεται να παραμείνει ανθεκτική, αν και η αύξηση της απασχόλησης εκτιμάται ότι θα επιβραδυνθεί σε σχέση με τα προηγούμενα χρόνια, καθώς οι επιχειρήσεις ανακοινώνουν λιγότερες κενές θέσεις εργασίας. Η απασχόληση αυξήθηκε με χαμηλό ρυθμό, 0,2% το γ' τρίμηνο του 2024, έναντι 0,1% το β' τρίμηνο. Οι εκτιμήσεις των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Δεκέμβριος 2024) προβλέπουν ότι ο ρυθμός αύξησης της απασχόλησης, από 1,4% το 2023, θα υποχωρήσει σε 0,8% το 2024 και 0,4% το 2025. Το ποσοστό ανεργίας αναμένεται να βρεθεί στο ιστορικό χαμηλό του 6,4% το 2024 και περίπου στο

ίδιο επίπεδο (6,5%) το 2025. Στις επιμέρους χώρες-μέλη το ποσοστό ανεργίας, σύμφωνα με τα πιο πρόσφατα μηνιαία στοιχεία (Οκτώβριος 2024), κυμάνθηκε από 3,0% στη Μάλτα και 3,4% στη Γερμανία έως 9,8% στην Ελλάδα και 11,2% στην Ισπανία. Η παραγωγικότητα της εργασίας στο σύνολο της ευρωζώνης αναμένεται να ανακάμψει το 2024 και το 2025 και συνεπώς να αντισταθμίσει τις πιέσεις από την αύξηση του κόστους εργασίας.

Ο πληθωρισμός στην ευρωζώνη εξακολουθεί να αποκλιμακώνεται. Μετά την αναμενόμενη πρόσκαιρη αύξησή του στα τέλη του 2024, προβλέπεται να υποχωρήσει οριακά κάτω από 2,0% το 2026. Ο πληθωρισμός, μετρούμενος με τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ), επιταχύνθηκε το Νοέμβριο, φθάνοντας στο 2,3% από 2,0% τον Οκτώβριο. Αυτή η αύξηση αντικατοπτρίζει επιδράσεις βάσης, καθώς και σταθερά υψηλούς ρυθμούς πληθωρισμού για τα είδη διατροφής και τις υπηρεσίες. Σύμφωνα με τις προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Δεκέμβριος 2024), ο πληθωρισμός με βάση τον ΕνΔΤΚ θα μειωθεί στο 2,4% το 2024 και στο 2,1% το 2025, από 5,4% το 2023. Ο πληθωρισμός της ενέργειας αναμένεται να παρουσιάσει κάποια μεταβλητότητα στο εγγύς μέλλον, λόγω της σταδιακής κατάργησης ορισμένων δημοσιονομικών μέτρων που σχετίζονται με την ενέργεια. Ο πληθωρισμός των ειδών διατροφής προβλέπεται να αυξηθεί έως τα μέσα του 2025, αλλά ενδέχεται να μειωθεί συγκρατημένα στο μέλλον λόγω της αποκλιμάκωσης του κόστους των εισροών. Πάντως, η ζώνη του ευρώ αναμένεται να επιτύχει το στόχο της για πληθωρισμό 2% από το β' τρίμηνο του 2025. Σε μεγάλο βαθμό η προβλεπόμενη μείωση του πληθωρισμού θα προκύψει από την άμβλυση των πιέσεων που προέρχονται από το κόστος εργασίας, στην οποία θα συμβάλει και η αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας, καθώς και από την εξάλειψη των δευτερογενών πιέσεων που προήλθαν από την ενεργειακή κρίση και την πανδημία. Ο πυρήνας του πληθωρισμού στην ευρωζώνη το 2024 εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί σε επίπεδα υψηλότερα από εκείνα του συνολικού πληθωρισμού. Ο πληθωρισμός χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής εκτιμάται ότι θα μειωθεί σε 2,9% το 2024 και 2,3% το 2025, από 4,9% το 2023, εξαιτίας κυρίως της υποτονικής οικονομικής δραστηριότητας και της επιβραδυνόμενης αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος.

Το 2024 ο ρυθμός αύξησης των τραπεζικών δανείων προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά συνέχισε να είναι υποτονικός, αντανακλώντας τα υψηλά επιτόκια δανεισμού, την αδύναμη οικονομική ανάπτυξη και τα αυστηρά πιστοδοτικά κριτήρια των τραπεζών. Συνολικά, το κόστος χρηματοδότησης παραμένει περιοριστικό, με τα μέσα επιτόκια των νέων δανείων προς επιχειρήσεις και των νέων στεγαστικών δανείων να παραμένουν υψηλά τον Ιούλιο, σε 5,1% και 3,8% αντίστοιχα. Η πιστωτική επέκταση διατηρείται σε χαμηλά επίπεδα, εν μέσω αδύναμης εγχώριας ζήτησης. Ο τραπεζικός δανεισμός προς τις επιχειρήσεις αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό 0,6% τον Ιούλιο, παρουσιάζοντας ελαφρά επιβράδυνση σε σχέση με τον Ιούνιο, και τα δάνεια προς τα νοικοκυριά αυξήθηκαν κατά 0,5%. Σύμφωνα με την Έρευνα Τραπεζικών Χορηγήσεων του Ευρωσυστήματος (Οκτώβριος 2024), οι τράπεζες της ζώνης του ευρώ διατήρησαν αμετάβλητα τα πιστοδοτικά τους κριτήρια για τις επιχειρήσεις, μετά από συνεχή αυστηροποίησή τους επί μία διετία και πλέον. Τα πιστοδοτικά κριτήρια για τα στεγαστικά δάνεια χαλάρωσαν, λόγω του ανταγωνισμού μεταξύ των τραπεζικών ιδρυμάτων, ενώ για την καταναλωτική πίστη έγιναν αυστηρότερα λόγω ανησυχιών για τον ακάλυπτο πιστωτικό κίνδυνο. Η ζήτηση δανείων εκ μέρους των επιχειρήσεων παρουσίασε κάποια συγκρατημένη αύξηση, κυρίως λόγω των χαμηλότερων επιτοκίων, με έντονες διαφοροποιήσεις μεταξύ των χωρών. Η ζήτηση στεγαστικών δανείων ανέκαμψε απότομα, ενώ η ζήτηση καταναλωτικής πίστης αυξήθηκε πιο ήπια. Οι τράπεζες αναμένουν περαιτέρω αύξηση της ζήτησης τόσο για στεγαστικά όσο και για καταναλωτικά δάνεια το δ' τρίμηνο. Όσον αφορά τους όρους χορήγησης δανείων, αναμένουν χαλάρωση για τα στεγαστικά δάνεια αλλά αυστηροποίηση για τα καταναλωτικά δάνεια.

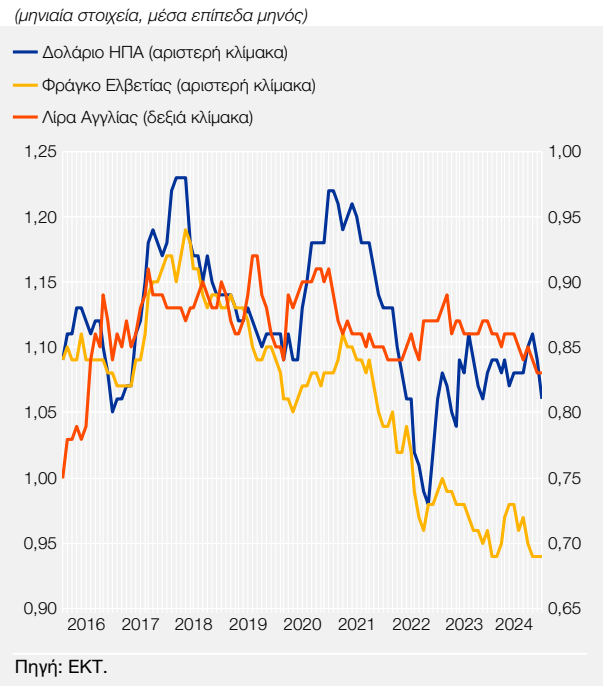
Η δημοσιονομική πολιτική, μετά από μια ήπια χαλάρωση το 2023, εκτιμάται ότι έλαβε έντονα περιοριστική κατεύθυνση το 2024, κυρίως λόγω της απόσυρσης μεγάλου μέρους των μέτρων στήριξης για την αντιμετώπιση του υψηλού κόστους της ενέργειας και του πληθωρισμού. Για το 2025 και το 2026 αναμένεται να συνεχίσει, αν και με ηπιότερο ρυθμό, να κινείται προς περιοριστική κατεύθυνση, ενώ το 2027 θα είναι έντονα περιοριστική, όταν οι δαπάνες που χρη-

ματοδοτούνται από το NextGenerationEU θα σταματήσουν. Αυτό οφείλεται στην περαιτέρω μείωση των υπόλοιπων μέτρων στήριξης έναντι της ενεργειακής κρίσης, στις αυξήσεις των άμεσων φόρων και των εισφορών κοινωνικής ασφάλισης, καθώς και στη βραδύτερη αύξηση των δημοσιονομικών μεταβιβάσεων, παράγοντες που αντισταθμίζονται εν μέρει από τις αυξήσεις της δημόσιας κατανάλωσης και των δημόσιων επενδύσεων. Για πρώτη φορά εφέτος οι κυβερνήσεις θα παρουσιάσουν τα μεσοπρόθεσμα δημοσιονομικά τους σχέδια με βάση το αναθεωρημένο πλαίσιο οικονομικής διακυβέρνησης της ΕΕ. Η πλήρης, διαφανής και χωρίς καθυστερήσεις εφαρμογή του αναθεωρημένου πλαισίου θα βοηθήσει τις κυβερνήσεις να μειώσουν σταθερά τα δημοσιονομικά ελλείμματα και το δημόσιο χρέος. Σύμφωνα με τις προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Δεκέμβριος 2024), το δημοσιονομικό έλλειμμα συνολικά στην ευρωζώνη εκτιμάται ότι θα μειωθεί σε 3,2% του ΑΕΠ το 2024 από 3,6% το 2023 και σε διαρθρωτικούς όρους το έλλειμμα αναμένεται να βελτιωθεί κατά 0,7% του ΑΕΠ το 2024. Αντίστοιχα, το δημόσιο χρέος αναμένεται να αυξηθεί στο 87,8% του ΑΕΠ το 2024, από 87,4% το 2023, και εν γένει θα παρουσιάσει οριακά αυξητική τάση τα επόμενα χρόνια, καθώς τα συνεχή αν και μειούμενα πρωτογενή δημοσιονομικά ελλείμματα ξεπερνούν τα οφέλη που προκύπτουν από την ευνοϊκή διαφορά μεταξύ του επιτοκίου δανεισμού και του ρυθμού αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ. Αντίθετα με το δημόσιο χρέος, το δημοσιονομικό έλλειμμα προβλέπεται ότι θα καταγράψει περαιτέρω μείωση τα δύο επόμενα έτη.

Με δεδομένες τις νέες συνθήκες, η ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ (έναντι 41 εμπορικών εταίρων) το Νοέμβριο του 2024 ανατιμήθηκε οριακά κατά 0,3% σε σχέση με το Δεκέμβριο του 2023 σε μέσα μηνιαία επίπεδα και κατά 0,1% σε ετήσια βάση. Το Νοέμβριο η ισοτιμία του ευρώ προς το δολάριο ΗΠΑ υποχωρούσε κατά 2,5% σε σύγκριση με το Δεκέμβριο του 2023 (μέσα επίπεδα μηνός). Το ευρώ επίσης υποχωρούσε το Νοέμβριο κατά 3,2% και 0,9% έναντι της λίρας Αγγλίας και του ελβετικού φράγκου αντίστοιχα σε σχέση με το Δεκέμβριο του 2023 (βλ. Διάγραμμα ΙΙ.4). Η πτωτική τάση του ευρώ αντανάκλα την αδύναμη οικονομική δραστηριότητα της Ευρώπης, τις χαμηλότερες προσδοκίες για την πορεία της ευρωπαϊκής οικονομίας, όπως αποτυπώθηκαν στις τελευταίες προβλέψεις του ΔΝΤ, καθώς και την αναμενόμενη εισαγωγή δασμών από τις ΗΠΑ, που θα έχουν επίπτωση στις εξαγωγές και στις μακροοικονομικές προοπτικές της ευρωζώνης.

Οι προοπτικές για την οικονομική δραστηριότητα και τον πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ περιβάλλονται από κινδύνους και αβεβαιότητες που προκύπτουν τόσο από διεθνείς όσο και από εγχώριους παράγοντες. Ο πόλεμος στην Ουκρανία και οι συγκρούσεις στη Μέση Ανατολή αποτελούν σοβαρούς γεωπολιτικούς κινδύνους, που μπορούν να διαταράξουν το παγκόσμιο εμπόριο και να περιορίσουν την οικονομική δραστηριότητα των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών. Ταυτόχρονα, υπάρχει κίνδυνος για του προστατευτισμού διεθνώς, με επιπτώσεις στο διεθνές εμπόριο και την ανάπτυξη των οικονομιών. Επιπλέον, η ανάπτυξη θα μπορούσε να επιβραδυνθεί περαιτέρω εάν οι επιπτώσεις της αυστηροποίησης της νομισματικής πολιτικής, οι οποίες εκδηλώνονται με χρονική υστέρηση, είναι ισχυρότερες από τις αναμενόμενες. Αντίθετα, η ανάπτυξη μπορεί να υπερβεί τις προσδοκίες εάν ο πληθωρισμός μειωθεί ταχύτερα, ενισχύοντας την εμπιστοσύνη, τα

**Διάγραμμα ΙΙ.4** Ισοτιμίες δολαρίου ΗΠΑ, λίρας Αγγλίας και φράγκου Ελβετίας έναντι του ευρώ (Ιανουάριος 2016-Νοέμβριος 2024)



πραγματικά εισοδήματα και τις δαπάνες, ή εάν η παγκόσμια οικονομία έχει καλύτερες επιδόσεις από τις προβλεπόμενες. Όσον αφορά τον πληθωρισμό, οι τιμές θα μπορούσαν να αυξηθούν περισσότερο από το αναμενόμενο εάν οι μισθοί ή τα εταιρικά κέρδη αυξηθούν ταχύτερα από ό,τι προβλέπεται. Οι γεωπολιτικές εντάσεις ενδέχεται να αυξήσουν τις τιμές της ενέργειας και το κόστος μεταφορών, δυσχεραίνοντας τις προσπάθειες των κεντρικών τραπεζών να μειώσουν τον πληθωρισμό. Επιπλέον, τα ακραία καιρικά φαινόμενα και ευρύτερα η κλιματική αλλαγή θα μπορούσαν να οδηγήσουν σε υψηλότερες τιμές τροφίμων. Από την άλλη πλευρά, ο πληθωρισμός ενδέχεται να υποχωρήσει σε επίπεδα κάτω των προσδοκιών, εάν η νομισματική πολιτική περιορίσει τη ζήτηση περισσότερο από ό,τι προβλέπεται ή εάν το παγκόσμιο οικονομικό περιβάλλον επιδεινωθεί απροσδόκητα.

### 2.3 ΕΕ και ζώνη του ευρώ: παρεμβάσεις πολιτικής Το μέλλον της ευρωπαϊκής ανταγωνιστικότητας

Η διατήρηση της ανταγωνιστικότητας, της παραγωγικότητας και της ευημερίας της ΕΕ αναδείχθηκε σε μείζονα προτεραιότητα ευρωπαϊκής πολιτικής το 2024. Η έκθεση Letta για την ολοκλήρωση της Ενιαίας Αγοράς τον Απρίλιο του 2024 και η έκθεση Draghi για το μέλλον της ευρωπαϊκής ανταγωνιστικότητας το Σεπτέμβριο του 2024 (βλ. Πλαίσιο ΙΙ.3) έθεσαν τις βάσεις για την εκπόνηση ενός νέου Ευρωπαϊκού Σχεδίου Ευημερίας (European Prosperity Plan) που θα περιλαμβάνει και μια νέα Συμφωνία για Καθαρή Βιομηχανία (Clean Industry Deal), σε συνέπεια με το στρατηγικό προγραμματισμό της Ευρωπαϊκής Επιτροπής υπό τη δεύτερη θητεία της Προέδρου von der Leyen και τη Δήλωση της Βουδαπέστης στην άτυπη Σύνοδο των αρχηγών κρατών ή κυβερνήσεων της ΕΕ στις 8 Νοεμβρίου.

#### Χρηματοδοτική συνδρομή προς την Ουκρανία

Τον Οκτώβριο του 2024 το Συμβούλιο της ΕΕ υιοθέτησε 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 (ή 50 δισεκ. δολαρίων ΗΠΑ) στην Ουκρανία, όπως συμφωνήθηκε στη G7 τον Ιούνιο του 2024 με τη θέσπιση της πρωτοβουλίας “Δάνεια επιτάχυνσης των έκτακτων εσόδων” (Extraordinary Revenue Acceleration Loans)<sup>3</sup> 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 των παραπάνω 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 μέγιστης περιόδου 45 ετών. Από την έναρξη του πολέμου η ΕΕ, τα κράτη-μέλη της και τα ευρωπαϊκά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα έχουν παράσχει συνολικά 124 δισεκ. ευρώ σε επιχορηγήσεις και δάνεια προς την Ουκρανία.

## 3 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΙΚΕΣ ΣΤΙΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΕΣ ΧΩΡΩΝ ΤΗΣ ΝΟΤΙΟΑΝΑΤΟΛΙΚΗΣ (ΝΑ) ΕΥΡΩΠΗΣ

Στις οικονομίες της **Νοτιοανατολικής (ΝΑ) Ευρώπης** ο μέσος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ το 2024 εκτιμάται ότι θα επιβραδυνθεί. Στις μεγαλύτερες οικονομίες οι εξελίξεις υπήρξαν ανομοιογενείς, με την οικονομία της Βουλγαρίας να εκτιμάται ότι επιταχύνθηκε, σε αντίθεση με τη Ρουμανία και την Τουρκία, όπου αναμένεται επιβράδυνση. Η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού υπήρξε έντονη το 2024 σε όλες τις οικονομίες της περιοχής, πλην της Τουρκίας όπου ο υψηλός πληθωρισμός αυξήθηκε περαιτέρω. Αντιθέτως, τα ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ) και τα δημοσιονομικά ελλείμματα εκτιμάται ότι γενικά επιδεινώθηκαν. Για το 2025 ο μέσος ρυθμός ανάπτυξης στις οικονομίες της περιοχής αναμένεται ότι θα επιταχυνθεί σε 3,2%, ενώ ο πληθωρισμός θα υποχωρήσει περαιτέρω (βλ. Πίνακα ΙΙ.2).

3 Βλ. Apulia G7 Leaders' Communiqué, 14.6.2024.



Η οικονομική δραστηριότητα της **Βουλγαρίας** εκτιμάται ότι επιταχύνθηκε το 2024, αλλά παραμένει αδύναμη, κυρίως λόγω του υποτονικού ακόμη διεθνούς εμπορίου και της αβεβαιότητας που προκαλεί η έλλειψη πολιτικής σταθερότητας.<sup>4</sup> Η επιτάχυνση του ΑΕΠ το β' τρίμηνο (2,1% σε ετήσια βάση, έναντι 1,9% το α' τρίμηνο) αντανάκλα κυρίως τη μείωση της αρνητικής συμβολής των αποθεμάτων,<sup>5</sup> τη συνέχιση της θετικής συμβολής της εγχώριας ζήτησης και τη μεταστροφή σε θετική της συμβολής των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών. Η καταναλωτική δαπάνη των νοικοκυριών αναμένεται να ενισχυθεί περαιτέρω στο υπόλοιπο του έτους, αν και με βραδύτερο ρυθμό, υποστηριζόμενη από την αύξηση της απασχόλησης, του πραγματικού εισοδήματος και των κοινωνικών μεταβιβάσεων προς τα νοικοκυριά. Οι κίνδυνοι και οι αβεβαιότητες που περιβάλλουν τις προοπτικές της βουλγαρικής οικονομίας συνδέονται κυρίως με: (α) την πιθανότητα ασθενέστερης εξωτερικής ζήτησης, (β) την πολιτική αβεβαιότητα και (γ) καθυστερήσεις στην υλοποίηση των επενδυτικών σχεδίων που χρηματοδοτούνται τόσο από εθνικά όσο και από ευρωπαϊκά κονδύλια.

Το ΙΤΣ της Βουλγαρίας υπήρξε πλεονασματικό το 2023, για πρώτη φορά μετά από πολλά χρόνια, και το 2024 καταγράφει και πάλι πλεόνασμα, αν και μικρότερο (0,3% του ΑΕΠ, έναντι 0,9% το 2023). Σημαντική συμβολή σε αυτό έχει το πλεονασματικό ισοζύγιο υπηρεσιών, εξαιτίας της ανάκαμψης του αριθμού των τουριστών στη χώρα. Ο πληθωρισμός στη Βουλγαρία αποκλιμακώθηκε σημαντικά το 2024, αλλά δεν έχει σημειωθεί πρόοδος στις προσπάθειες της χώρας να ενταχθεί στη ζώνη του ευρώ, ενώ υπήρξαν περαιτέρω καθυστερήσεις στην υλοποίηση του εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας.

Η **Ρουμανία** κατέγραψε χαμηλότερη από την αναμενόμενη οικονομική ανάπτυξη (αύξηση του ΑΕΠ το πρώτο εξάμηνο κατά 1,3% σε ετήσια βάση), λόγω της έντονης υποχώρησης του ρυθμού αύξησης του ακαθάριστου σχηματισμού πάγιου κεφαλαίου.<sup>6</sup> Ωστόσο, η εγχώρια ζήτηση παραμένει δυναμική και τροφοδοτείται από την ταχεία ενίσχυση των πραγματικών μισθών και την αύξηση της πιστωτικής επέκτασης προς τα νοικοκυριά. Για το 2024 ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ εκτιμάται αρκετά χαμηλότερος έναντι του προηγούμενου έτους, ενώ για το 2025 θα εξαρτηθεί από την εξέλιξη του εξωτερικού ισοζυγίου και το ύψος των επενδύσεων, καθώς και από τα κονδύλια της ΕΕ. Οι κίνδυνοι και οι αβεβαιότητες που περιβάλλουν τις προοπτικές της ρουμανικής οικονομίας συνδέονται με: (α) τη δημοσιονομική πολιτική, δεδομένων των πρόσθετων μέτρων που θα απαιτηθούν στο άμεσο μέλλον για τη δημοσιονομική προσαρμογή,<sup>7</sup> (β) την έκτακτη ενίσχυση των μισθών του δημόσιου τομέα και τη μεταρρύθμιση του συνταξιοδοτικού συστήματος που εφαρμόστηκε το Σεπτέμβριο και (γ) την απορρόφηση των κονδυλίων της ΕΕ και ειδικότερα αυτών που παρέχονται από το ευρωπαϊκό μέσο ανάκαμψης NextGenerationEU.

Το ΙΤΣ της **Ρουμανίας** παραμένει από το 2021 έντονα ελλειμματικό και εκτιμάται ότι ως ποσοστό του ΑΕΠ θα διευρυνθεί ακόμη περισσότερο το 2024 (-8,3%). Κύρια αιτία της επιδείνωσης αποτελεί το αυξανόμενο εμπορικό έλλειμμα. Οι εξαγωγές υπηρεσιών παρέμειναν ουσιαστικά στάσιμες το πρώτο εξάμηνο του 2024, αντανάκλωντας την υποτονική εξωτερική ζήτηση, ιδίως για μεταφορές και προϊόντα πληροφορικής, και τη χειροτέρευση της ανταγωνιστικότητας. Για το 2025 η συρρίκνωση του εξωτερικού ελλείμματος θα εξαρτηθεί σε μεγάλο βαθμό από το ρυθμό ανάκαμψης της οικονομικής δραστηριότητας των κύριων εμπορικών εταίρων της χώρας. Ο πληθωρισμός στη Ρουμανία αποκλιμακώθηκε σημαντικά το 2024. Η κεντρική τράπεζα της Ρουμανίας προχώρησε σε δύο διαδοχικές μειώσεις του βασικού επιτοκίου (στο 6,75% τον Ιούλιο και στο 6,5% τον Αύγουστο). Η συναλλαγματική ισοτιμία παρέμεινε σχετικά σταθερή τα τελευταία χρόνια, συμβάλλοντας έτσι στις αντιπληθωριστικές προσπάθειες.

4 Τον Οκτώβριο έγιναν πρόωρες εκλογές στη Βουλγαρία, για έβδομη φορά από το 2021.

5 Παρότι η συσσώρευση αποθεμάτων συνεχίζει την πτωτική τάση που ξεκίνησε το 2023, το 2024 αναμένεται σχετική αποκλιμάκωση του ρυθμού μείωσής τους, λόγω κυρίως της σταθεροποίησης των διεθνών τιμών των μη ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων και της βελτίωσης της λειτουργίας των παγκόσμιων εφοδιαστικών αλυσίδων.

6 Από 15,2% το πρώτο εξάμηνο του 2023 σε 5,2% το πρώτο εξάμηνο του 2024, ενώ για το σύνολο του 2024 εκτιμάται σε 4%.

7 Το δημοσιονομικό έλλειμμα παραμένει σταθερά μεγαλύτερο του 6% του ΑΕΠ τα δύο τελευταία χρόνια.

Η οικονομική δραστηριότητα στην **Τουρκία** επιβραδύνθηκε το β' τρίμηνο του 2024 (2,5% σε ετήσια βάση) σε σύγκριση με το α' τρίμηνο του 2024 (5,3%) και το δ' τρίμηνο του 2023 (4,6%), λόγω της απότομης συρρίκνωσης της κατανάλωσης και των επενδύσεων, ειδικά σε μηχανήματα και εξοπλισμό. Οι καθαρές εξαγωγές συνέχισαν να συμβάλλουν θετικά και να αποτελούν την κύρια συνιστώσα της αύξησης του ΑΕΠ, καθώς υποστηρίζονται από τις βελτιωμένες συνθήκες της εξωτερικής ζήτησης. Σύμφωνα με πρόσφατες προβλέψεις της ΕΕ (βλ. Πίνακα II.2), η τουρκική οικονομία για το 2024-2025 εκτιμάται ότι θα συνεχίσει να επιβραδύνεται. Το έλλειμμα του ΙΤΣ της Τουρκίας κατά το πρώτο επτάμηνο του 2024 συρρικνώθηκε, αντανάκλωντας την επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας, τη σχετική σταθεροποίηση της τουρκικής λίρας στο β' τρίμηνο<sup>8</sup> και την πώση των τιμών της ενέργειας. Αντίθετα, το γ' τρίμηνο η τουρκική λίρα υποχώρησε κατά 8,1% έναντι του ευρώ και 4,4% έναντι του δολαρίου ΗΠΑ. Για το σύνολο του έτους το έλλειμμα του ΙΤΣ εκτιμάται ότι θα υποχωρήσει στο 1,3% του ΑΕΠ από 3,6% του ΑΕΠ το 2023.

Ο γενικός πληθωρισμός στην Τουρκία, αφού αυξανόταν τους πρώτους μήνες του έτους και έφθασε σε 75,5% το Μάιο, στη συνέχεια άρχισε να υποχωρεί και το Νοέμβριο διαμορφώθηκε σε 47,1%. Οι εξελίξεις αυτές οδήγησαν στην προς τα άνω αναθεώρηση των προβλέψεων για τον πληθωρισμό του 2024, ο οποίος πλέον προβλέπεται να ενισχυθεί και όχι να μειωθεί. Η κεντρική τράπεζα διατηρεί το επιτόκιο παρέμβασης σταθερό στο 50% από το Μάρτιο και πιθανόν να λάβει επιπλέον περιοριστικά μέτρα για την περαιτέρω συγκράτηση της πιστωτικής επέκτασης, με σκοπό κυρίως τον έλεγχο της καταναλωτικής πίστης (ιδιαίτερα των πιστωτικών καρτών). Το δημοσιονομικό έλλειμμα ως ποσοστό του ΑΕΠ εκτιμάται ότι παρέμεινε υψηλό στο 4,5% και το 2024. Παράγοντες που δύνανται να επηρεάσουν δυσμενώς τις προοπτικές της τουρκικής οικονομίας είναι οι υψηλοί γεωπολιτικοί κίνδυνοι που προέρχονται κυρίως από τη Μέση Ανατολή και η αργή ανάκαμψη της εξωτερικής ζήτησης, κυρίως εκ μέρους της Γερμανίας, που είναι ο μεγαλύτερος εξαγωγικός εταίρος της.

Στις χώρες των **Δυτικών Βαλκανίων**<sup>9</sup> (με εξαίρεση την Αλβανία και το Μαυροβούνιο), ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης εκτιμάται ότι επιταχύνθηκε το 2024, ενώ προβλέπεται ότι θα παραμείνει ικανοποιητικός το 2025. Με κύριο προωθητικό παράγοντα την ανάκαμψη της κατανάλωσης, η μεγαλύτερη οικονομία της περιοχής, η **Σερβία**, καταγράφει σημαντικούς ρυθμούς ανάπτυξης, 4,6% και 4,1% αντίστοιχα σε ετήσια βάση τα δύο πρώτα τρίμηνα του 2024. Πέραν της κατανάλωσης, οι δημόσιες επενδύσεις και οι ξένες άμεσες επενδύσεις σταθερά τροφοδοτούν τους επιταχυνόμενους ρυθμούς αύξησης του σερβικού ΑΕΠ. Όμως, παρά τη δυναμική εικόνα που παρουσιάζει στην τρέχουσα χρονική περίοδο η σερβική οικονομία, πολλοί αναλυτές αμφιβάλλουν κατά πόσον αυτή η οικονομική άνοδος μπορεί να διατηρηθεί μακροχρόνια. Ο προβληματισμός τους σχετίζεται κυρίως με το βαθμό υιοθέτησης των διαρθρωτικών-θεσμικών μεταρρυθμίσεων που έχει ανάγκη η χώρα σε οικονομικό και κοινωνικοπολιτικό επίπεδο. Στην **Αλβανία**, με βασικές συνιστώσες κυρίως την κατανάλωση και τους τομείς των κατασκευών, των ακινήτων και των τουριστικών υπηρεσιών, ο ρυθμός οικονομικής μεγέθυνσης αναμένεται να υποχωρήσει ελαφρώς σε 3,8% το 2024 από 3,9% το προηγούμενο έτος.<sup>10</sup> Η οικονομία της **Βοσνίας-Ερζεγοβίνης**, μετά από πρόσκαιρη επιβράδυνση το 2023, αναμένεται να ανακάμψει τη διετία 2024-2025, σημειώνοντας όχι ιδιαίτερα υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Η σημαντική υποχώρηση του πληθωρισμού και η βελτίωση των πραγματικών μισθών δίνουν ώθηση στην εγχώρια ζήτηση. Θετική θα είναι και η συμβολή των ξένων άμεσων επενδύσεων. Στο **Μαυροβούνιο**, μετά τον ιδιαίτερα υψηλό ρυθμό ανάπτυξης του 2023 (6,3%), η οικονομική δραστηριότητα επιβραδύνθηκε έντονα στο 3,4% το πρώτο εξάμηνο του 2024 σε ετήσια βάση. Σύμ-

8 Το 2023 η τουρκική λίρα υποχώρησε κατά 28,4% έναντι του ευρώ και 22,4% έναντι του δολαρίου ΗΠΑ. Εντός του 2024, το α' τρίμηνο υποχώρησε κατά 26,3% έναντι του ευρώ και 27,9% έναντι του δολαρίου ΗΠΑ, ενώ το β' τρίμηνο υποχώρησε μόλις κατά 0,7% έναντι του ευρώ και ανατιμήθηκε κατά 1,1% έναντι του δολαρίου ΗΠΑ.

9 Αλβανία, Βοσνία-Ερζεγοβίνη, Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας, Μαυροβούνιο και Σερβία.

10 Ο δείκτης βιομηχανικής παραγωγής της αλβανικής οικονομίας, μετά τη σημαντική μείωση που κατέγραψε το 2023 (-11,4%), συνεχίζει να υποχωρεί, με ετήσιο ρυθμό -3,4% το α' τρίμηνο του 2024 και -5,0% το β' τρίμηνο.

φωνα και με τα στοιχεία του πρώτου επταμήνου, η προσγείωση αυτή εξηγείται κυρίως από την πτώση των εξαγωγών (ηλεκτρισμού και αλουμινίου), καθώς και από τη σχετική κάμψη των τουριστικών ροών. Αντίθετα, η ιδιωτική κατανάλωση και οι επενδύσεις εκτιμάται ότι θα συνεχίσουν να υποστηρίζουν το ρυθμό ανάπτυξης στο 3,9% στο τέλος του έτους. Παρά τη διαφαινόμενη βελτίωση του ρυθμού μεγέθυνσης της οικονομίας της **Δημοκρατίας της Βόρειας Μακεδονίας** το 2024 σε σύγκριση με το 2023, ο ρυθμός ανάπτυξης εκτιμάται ότι θα παραμείνει σχετικά χαμηλός στο 2,0%. Η οικονομική δραστηριότητα στη χώρα έχει επηρεαστεί σημαντικά από την ύφεση της γερμανικής οικονομίας, η οποία απορροφά περισσότερο από το 40% των εξαγωγών της. Αντίθετα, η μείωση των πληθωριστικών πιέσεων, η αύξηση των πραγματικών μισθών και οι ξένες άμεσες επενδύσεις θα συντηρήσουν το ρυθμό μεγέθυνσης στα ανωτέρω εκτιμώμενα επίπεδα.

Το 2024 ο μέσος **πληθωρισμός στα Δυτικά Βαλκάνια**, ακολουθώντας τη διεθνή τάση, αποκλιμακώθηκε σημαντικά και αναμένεται να διαμορφωθεί σε 3,2% στο τέλος του έτους, από 8,3% το 2023. Οι κεντρικές τράπεζες των χωρών της περιοχής σταδιακά άρχισαν να μειώνουν τα επιτόκια παρέμβασης. Η Σερβία, μέσα στο 2024 μέχρι και το Σεπτέμβριο, μείωσε τρεις φορές το βασικό της επιτόκιο στο 5,75%. Επίσης, η κεντρική τράπεζα της Αλβανίας μείωσε το επιτόκιο στο 2,75% το Νοέμβριο του 2024. Η κεντρική τράπεζα της Δημοκρατίας της Βόρειας Μακεδονίας μείωσε επίσης το επιτόκιο παρέμβασης τον Οκτώβριο στο 5,8%.

Το έλλειμμα των **ισοζυγίων τρεχουσών συναλλαγών** (ΙΤΣ), ως ποσοστό του ΑΕΠ, στις χώρες των Δυτικών Βαλκανίων παρουσιάζει αυξητική τάση το 2024. Το φαινόμενο αυτό συνδέεται κυρίως με την ενδυνάμωση των εισαγωγών σε συνάφεια με την ενίσχυση της εγχώριας ζήτησης, ως αποτέλεσμα της βελτίωσης των πραγματικών μισθών, σε συνδυασμό με την υποχώρηση των εξαγωγών λόγω της μείωσης της εξωτερικής ζήτησης εκ μέρους των βασικών εμπορικών τους εταίρων (χώρες της ΕΕ). Το πρόβλημα έως ένα βαθμό αμβλύνεται λόγω της συμβολής των εισροών ξένων άμεσων επενδύσεων και των μεταβιβάσεων από την ΕΕ. Επίσης, οι τουριστικές ροές υποστηρίζουν σημαντικά τα ΙΤΣ, αν και αυτές εμφανίζουν μια σχετική συγκράτηση το 2024, συνδεδεμένη με την οικονομική επιβράδυνση των χωρών προέλευσης. Ειδικότερα στη Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας, καταγράφεται αλλαγή στο πρόσημο και το ΙΤΣ εκτιμάται ότι από ελαφρώς πλεονασματικό (0,4% του ΑΕΠ) το 2023 μετατρέπεται σε ελλειμματικό (-2,5%) το 2024. Κύρια αιτία αποτελεί η σημαντική μείωση των εξαγωγών της προς τη Γερμανία, κατά 14% σε ονομαστικούς όρους το πρώτο εξάμηνο του 2024, με επίκεντρο του προβλήματος την αυτοκινητοβιομηχανία.<sup>11</sup> Κατά μέσο όρο το έλλειμμα στο ΙΤΣ των χωρών των Δυτικών Βαλκανίων εκτιμάται ότι θα ανέλθει σε 5,2% το 2024 και 5,4% το 2025.

Σύμφωνα με τις πρόσφατες προβλέψεις της ΕΕ, σε όλες τις χώρες των Δυτικών Βαλκανίων αναμένεται διεύρυνση των **δημοσιονομικών ελλειμμάτων** το 2024. Η Αλβανία, ενώ εμφάνισε πλεόνασμα το πρώτο εννεάμηνο του 2024 λόγω των υψηλών εσόδων, αναμένεται ότι στο τέλος του έτους θα καταγράψει έλλειμμα, εξαιτίας της σημαντικής επιβάρυνσης του προϋπολογισμού με την αύξηση του μισθολογικού κόστους του δημόσιου τομέα. Επίσης, η Σερβία κατέγραψε πλεόνασμα το πρώτο εξάμηνο του 2024 και αναμένεται στο τέλος του έτους να εμφανίσει έλλειμμα (βλ. Πίνακα ΙΙ.2), εξαιτίας της αύξησης των δαπανών για άμυνα και επενδύσεις.

Τα **τραπεζικά συστήματα** των χωρών της περιοχής παραμένουν ισχυρά και το 2024, με γενικά αμετάβλητους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας στις περισσότερες χώρες και με τα ποσοστά μη εξυπηρετούμενων δανείων να διατηρούνται σε χαμηλά επίπεδα (βλ. Πίνακα ΙΙ.2).

<sup>11</sup> Η υπερβολική εξάρτηση των εξαγωγών μιας οικονομίας, όπως στην περίπτωση της Δημοκρατίας της Βόρειας Μακεδονίας, από μια χώρα (τη Γερμανία) και έναν κλάδο (των αυτοκινήτων) την καθιστούν ιδιαίτερα ευάλωτη σε εξωτερικούς κλυδωνισμούς, όπως συμβαίνει τώρα λόγω της γερμανικής ύφεσης.

Πίνακας II.2 Μακροοικονομικοί και τραπεζικοί δείκτες των χωρών της ΝΑ Ευρώπης

Χώρα	ΑΕΠ (ετήσιες % μεταβολές όγκου)			Πληθωρισμός (μέσος, ετήσιες % μεταβολές) <sup>3</sup>			Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)			Δημοσιονομικό αποτέλεσμα (% του ΑΕΠ)			Πιστωτική επέκταση (ετήσιες % μεταβολές) <sup>3</sup>			Δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας (%)		Μη εξυπηρετούμενα δάνεια (%)	
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2022	2023	2024 <sup>2</sup>	2023	2024 <sup>2</sup>	2023	2024 <sup>2</sup>
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
Βουλγαρία <sup>1</sup>	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
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
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
Ρουμανία <sup>1</sup>	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
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
Τουρκία	5,1	3,0	3,2	53,9	59,8	30,8	-3,6	-1,3	-1,6	-4,8	-4,5	-3,6	56,0	56,1	58,0	18,5	17,0	1,6	1,7
Μέσος όρος	3,4	2,8	3,2	8,5	3,5	3,0	-3,3	-4,4	-4,5	-2,6	-3,8	-3,8	9,5	5,6	6,6	20,2	20,1	3,4	3,3

Πηγές: European Commission, *European Economic Forecast*, Autumn 2024, Νοέμβριος 2024 και *EU Candidate Countries' & Potential Candidates' Economic Quarterly (CEEQ) – 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).

## Πλαίσιο II.1

### ΔΙΕΘΝΗΣ ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ ΚΑΤΑΚΕΡΜΑΤΙΣΜΟΣ: ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΚΑΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Η αυξανόμενη συμμετοχή των προηγμένων και αναδυόμενων οικονομιών στις παγκόσμιες αλυσίδες αξίας και η μεγέθυνση του διεθνούς εμπορίου αποτέλεσαν σημαντική πηγή οικονομικής ανάπτυξης τις προηγούμενες δεκαετίες. Ωστόσο, οι διαταραχές που έπληξαν τα τελευταία χρόνια τη διεθνή οικονομία έθεσαν σε κάποιον βαθμό υπό αμφισβήτηση τα οφέλη της παγκοσμιοποίησης. Ως εκ τούτου, οι εσωστρεφείς πολιτικές, όπως οι επιδοτήσεις και οι εξαγωγικοί περιορισμοί που ήταν σε άνοδο ήδη πριν το 2019, επιταχύνθηκαν μεταπαπνημικά παγκοσμίως εν μέσω όξυνσης των γεωπολιτικών εντάσεων.

Το παρόν πλαίσιο διερευνά τις πρόσφατες εξελίξεις και τις επιπτώσεις του διεθνούς εμπορικού κατακερματισμού. Ως εμπορικός κατακερματισμός ορίζεται η αντιστροφή της παγκοσμιοποίησης με τη μορφή επιβολής περιορισμών στο εμπόριο για λόγους εγχώριας οικονομικής πολιτικής, καθώς και γεωπολιτικής ή στρατηγικής σκοπιμότητας. Αρχικά, εξετάζονται τα χαρακτηριστικά του διεθνούς εμπορίου και των διμερών εμπορικών ροών μεταξύ των ΗΠΑ, της ΕΕ και της Κίνας, καθώς και οι περιορισμοί στο εμπόριο αγαθών και κρίσιμων πρώτων υλών. Στη συνέχεια, αποτιμώνται οι συνέπειες για την ανάπτυξη και τον πληθωρισμό από μια πιθανή ενίσχυση του εμπορικού προστατευτισμού και αναλύονται οι συνακόλουθες προκλήσεις πολιτικής.

#### Εξελίξεις στο διεθνές εμπόριο και προστατευτισμός

Τις τελευταίες δεκαετίες ο όγκος του διεθνούς εμπορίου αναπτύσσεται με βραδύτερους ρυθμούς, με το χαμηλότερο ρυθμό μεγέθυνσης να σημειώνεται την περίοδο 2020-2024 εν μέσω της πανδημίας, της ενεργειακής κρίσης και των γεωπολιτικών εντάσεων (βλ. Διάγραμμα Α). Παράλληλα, το διεθνές εμπόριο είναι συγκεντρωμένο σε μι-

κρότερο αριθμό χωρών σε σύγκριση με τη δεκαετία του '90, ενώ οι παγκόσμιες εξαγωγές παρουσιάζουν διπλάσιο βαθμό συγκέντρωσης σε σύγκριση με τις παγκόσμιες εισαγωγές.<sup>1</sup>

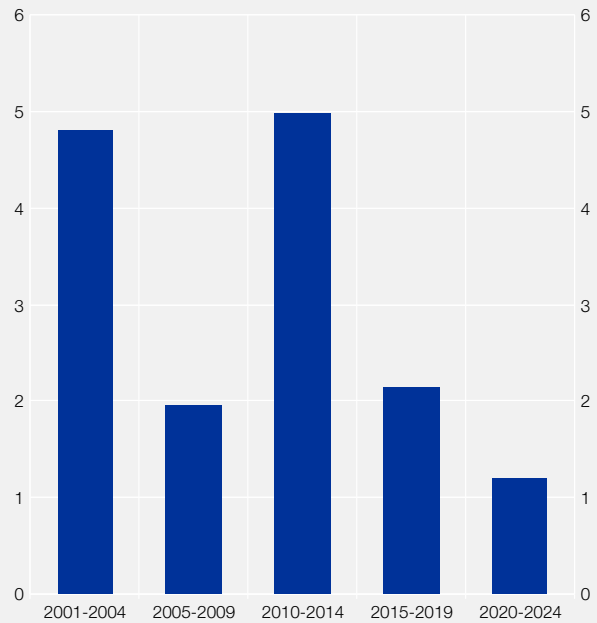
Παρότι οι εμπορικές αλληλεξαρτήσεις μεταξύ γεωγραφικών περιοχών έχουν ενισχυθεί σε σύγκριση με προηγούμενες δεκαετίες,<sup>2</sup> η εξέλιξή τους ήταν ασύμμετρη τα τελευταία χρόνια. Για παράδειγμα, οι πρόσφατες κρίσεις και η ανάγκη για στρατηγική αυτονομία, καθώς και η κλιμάκωση της εμπορικής διαμάχης ΗΠΑ-Κίνας από το 2018, περιόρισαν τις διμερείς εμπορικές ροές μεταπανδημικά μεταξύ των δύο χωρών, ενώ η ΕΕ και η Κίνα διατήρησαν ή ενίσχυσαν τη μεταξύ τους εμπορική εξάρτηση.<sup>3</sup> Κατά την περίοδο 2018-2023 οι ΗΠΑ μείωσαν τις εισαγωγές αγαθών από την Κίνα, συρρικνώνοντας το διμερές εμπορικό τους έλλειμμα κατά 33%. Αντίθετα, το εμπορικό έλλειμμα της ΕΕ έναντι της Κίνας διπλασιάστηκε, με το μερίδιο των εισαγωγών από την Κίνα το 2023 να φθάνει περίπου το 1/5 των συνολικών εισαγωγών και το μερίδιο των εξαγωγών προς την Κίνα να μειώνεται.

Επιπρόσθετα, μεταπανδημικά η Ευρώπη παρουσιάζει μικρότερη διαφοροποίηση στη γεωγραφική προέλευση των εισαγωγών βιομηχανικών αγαθών σε σύγκριση με τις ΗΠΑ και την Κίνα, γεγονός που την καθιστά πιο ευάλωτη σε οικονομικούς κλυδωνισμούς και γεωπολιτικές τριβές.<sup>4</sup> Ειδικότερα, οι εισαγωγές αγαθών υψηλής έντασης τεχνολογίας, όπως αεροσκάφη, φορητοί υπολογιστές και κινητά τηλέφωνα, ήταν συγκεντρωμένες σε μικρότερο αριθμό εμπορικών εταιριών το 2023 σε σχέση με το 2018 στην περίπτωση της ΕΕ, ενώ διαφοροποιήθηκαν γεωγραφικά περαιτέρω στην περίπτωση των ΗΠΑ και της Κίνας. Όσον αφορά τα εν λόγω προϊόντα, η Κίνα παραμένει ο σημαντικότερος προμηθευτής της ΕΕ, ενώ η ΕΕ σημείωσε μικρή μόνο αύξηση στην εισαγωγική της διείδυση στην Κίνα. Αντίθετα, την ίδια περίοδο, οι ΗΠΑ μείωσαν σημαντικά το αντίστοιχο μερίδιο εισαγωγών από την Κίνα, γεγονός που συνεπάγεται χαμηλότερη εμπορική αλληλεξάρτηση μεταξύ των δύο μεγαλύτερων οικονομιών σε προϊόντα έντασης τεχνολογίας (βλ. Διάγραμμα Β).

Ένας σημαντικός παράγοντας που ερμηνεύει την παρατηρούμενη κάμψη της δυναμικής του διεθνούς εμπορίου είναι οι πολιτικές εμπορικού προστατευτισμού, οι οποίες υιοθετήθηκαν κατά κόρον μεταπανδημικά (βλ. Διάγραμμα Γ). Το 2023 επιβλήθηκαν παγκοσμίως σχεδόν 2.500 μέτρα επιβλαβή προς το εμπόριο αγαθών,<sup>5</sup> περίπου τριπλάσια σε αριθμό έναντι του 2019, ενδεικτικό της εντεινόμενης τάσης του διεθνούς εμπορικού κατακερματισμού, ιδίως σε τομείς έντασης τεχνολογίας κρίσιμους για τη στρατηγική αυτονομία και την ανταγωνιστικότητα. Από το 2019 έως το 2023

Διάγραμμα Α Όγκος παγκόσμιου εμπορίου

(%, μέσες ετήσιες μεταβολές)



Πηγές: CPB World Trade Monitor και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.  
Σημείωση: Η τιμή για το 2024 αφορά το πρώτο τετράμηνο του έτους.

1 Μια πιθανή ερμηνεία της υψηλότερης συγκέντρωσης των εξαγωγών είναι ότι οι χώρες παράγουν και εξαγουν αγαθά στα οποία έχουν συγκριτικό πλεονέκτημα είτε ως προς την τεχνολογία παραγωγής είτε ως προς τους διαθέσιμους πόρους. Αντίθετα, οι προτιμήσεις των καταναλωτών παρουσιάζουν μικρότερη διαφοροποίηση και συνακόλουθα οι εισαγωγές μικρότερη συγκέντρωση. Βλ. OECD (2024), "Towards demystifying trade dependencies. At what point do trade linkages become a concern?", *OECD Trade Policy Papers*, No 280, April.

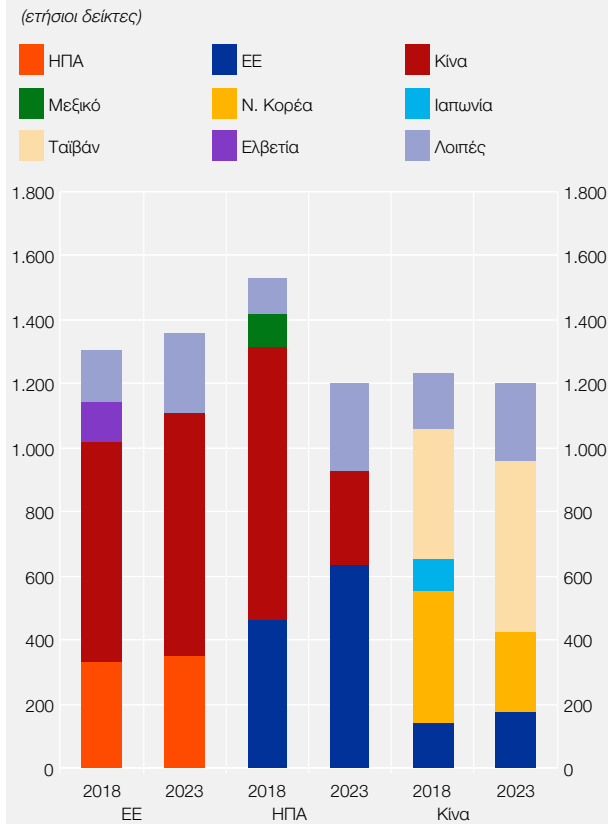
2 Για παράδειγμα, οι χώρες του ΟΟΣΑ εξαρτώνται από την Κίνα για την εισαγωγή "στρατηγικών" προϊόντων για τη βιομηχανία τρεις φορές περισσότερο από ό,τι στα τέλη της δεκαετίας του '90, ενώ η εξάρτηση της Κίνας από τις χώρες του ΟΟΣΑ για την εισαγωγή προϊόντων για στρατηγικές βιομηχανίες, όπως παραγωγή μηχανολογικού εξοπλισμού, φαρμακευτικών χημικών και βοτανικών προϊόντων κ.ά., έχει επίσης αυξηθεί και φθάνει το 70%. Πηγή: OECD (2024), όπ.π.

3 Lovely, E.M. and J. Yan (2024), "While the US and China decouple, the EU and China deepen trade dependencies", *Peterson Institute for International Economics, Realtime Economics*, 27.8.2024.

4 Βλ. την υποσημείωση 3.

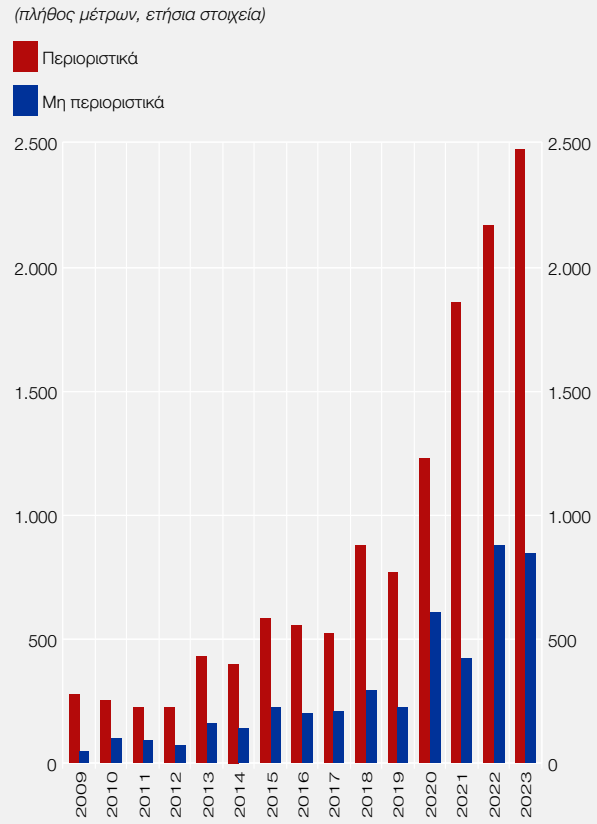
5 Βλ. Global Trade Alert.

**Διάγραμμα Β Δείκτες συγκέντρωσης εισαγωγών βιομηχανικών αγαθών υψηλής έντασης τεχνολογίας στις ΗΠΑ, την ΕΕ και την Κίνα**



Πηγές: Lovely and Yan (2024) και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.  
 Σημείωση: Ο δείκτης συγκέντρωσης Herfindahl-Hirschman (HHI) υπολογίζεται ως το άθροισμα του τετραγώνου των μεριδίων αγοράς. Υψηλότερες τιμές του δείκτη υποδηλώνουν μεγαλύτερη συγκέντρωση των χωρών προέλευσης των εισαγωγών, ενώ χαμηλότερες τιμές δείχνουν μεγαλύτερη διαφοροποίηση. Στο διάγραμμα εμφανίζονται οι χώρες στις οποίες αντιστοιχεί τουλάχιστον το 10% των εν λόγω εισαγωγών.

**Διάγραμμα Γ Μέτρα πολιτικής στο παγκόσμιο εμπόριο αγαθών**



Πηγή: Global Trade Alert.  
 Σημείωση: Στοιχεία προσαρμοσμένα έως και 31 Δεκεμβρίου 2023 ως προς τη χρονική υστέρηση στην καταγραφή των μέτρων πολιτικής.

το 49% των συνολικών περιορισμών στο εμπόριο ήταν επιδοτήσεις της εγχώριας παραγωγής (εκτός εξαγωγικών), το 20% μέτρα που αφορούσαν την ενίσχυση των εξαγωγών, περιλαμβανομένων των εξαγωγικών επιδοτήσεων, και μόλις το 11% δασμοί.

Ο οικονομικός ανταγωνισμός μεταξύ Κίνας και ΗΠΑ βρίσκεται στο επίκεντρο του αυξανόμενου εμπορικού κατακερματισμού. Χαρακτηριστικά παραδείγματα αποτελούν η υιοθέτηση, από την Κίνα, του προγράμματος Made in China 2025 το 2015 και, από τις ΗΠΑ, των νόμων Inflation Reduction Act και CHIPS and Science Act το 2022.<sup>6</sup> Πολλά από τα επιβλαβή προς το εμπόριο αγαθών μέτρα που έχουν ληφθεί από τις δύο οικονομίες τα τελευταία χρόνια εστιάζουν σε τομείς τεχνολογικής αιχμής, όπως είναι οι ημιαγωγοί, η ανάπτυξη λογισμικού, τα ηλεκτρικά αυτοκίνητα και η “πράσινη” τεχνολογία. Πρόσφατες εκτιμήσεις δείχνουν ότι η υιοθέτηση ενός μέτρου επιδότησης της βιομηχανίας από την Κίνα οδηγεί σε αύξηση κατά 1% των κινεζικών εξαγωγών του επιδοτούμενου προϊόντος

<sup>6</sup> Το πρόγραμμα Made in China 2025 παρέχει κίνητρα για την ενίσχυση της παραγωγής αγαθών με υψηλό τεχνολογικό περιεχόμενο και τη μείωση της εξάρτησης από τρίτες χώρες. Αντίστοιχα, στις ΗΠΑ ο νόμος Inflation Reduction Act προβλέπει φορολογικά και άλλα κίνητρα για την αύξηση των επενδύσεων σε πράσινη τεχνολογία και καινοτομία, ενώ ο νόμος CHIPS and Science Act χρηματοδοτεί τον τομέα των ημιαγωγών.

και σε μείωση των αντίστοιχων εισαγωγών (δηλ. υποκατάσταση κατανάλωσης), ενώ οι επιδοτήσεις που δίνονται σε βιομηχανίες στα αρχικά στάδια της αλυσίδας εφοδιασμού (upstream) συνδέονται με υψηλότερες τελικές εξαγωγές.<sup>7</sup> Παρόμοιου μεγέθους είναι οι εκτιμώμενες επιδράσεις στις εμπορικές ροές των ΗΠΑ από ένα αντίστοιχο μέτρο επιδότησης, ενώ στην περίπτωση της ΕΕ είναι μεγαλύτερες εξαιτίας του ενδοκοινοτικού εμπορίου. Ωστόσο, οι αυξημένοι διεθνείς εμπορικοί περιορισμοί φαίνεται ότι επηρεάζουν ασύμμετρα την Κίνα, καθώς η οικονομία της έχει εκτεθεί στο ήμισυ περίπου των συνολικών περιοριστικών μέτρων που υιοθετήθηκαν παγκοσμίως από το 2009, έναντι 1/3 των μέτρων που έχουν επηρεάσει τις ΗΠΑ.

Πρόσφατη μελέτη του Παγκόσμιου Οργανισμού Εμπορίου δείχνει ότι, από την εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία το 2022, οι εμπορικές ροές μεταξύ των ομάδων χωρών που δεν είναι γεωπολιτικά ευθυγραμμισμένες αυξάνονται κατά 4% βραδύτερα από ό,τι το εμπόριο εντός αυτών των ομάδων.<sup>8</sup> Πέραν των δυσμενέστερων μακροοικονομικών προοπτικών, οι επιπτώσεις του εμπορικού κατακερματισμού επεκτείνονται συνακόλουθα στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές συναλλαγές, περιλαμβανομένης της αμφισβήτησης της πρωτοκαθεδρίας του δολαρίου ΗΠΑ στις διεθνείς εμπορικές συναλλαγές.

### Περιορισμοί στο εμπόριο κρίσιμων πρώτων υλών

Ο διεθνής κατακερματισμός στο εμπόριο κρίσιμων πρώτων υλών έχει ενταθεί τις τελευταίες δεκαετίες. Από το 2009, οι περιορισμοί στις εξαγωγές κρίσιμων πρώτων υλών έχουν πενταπλασιαστεί, ενώ την περίοδο 2020-2022 σε περισσότερο από το 10% των παγκόσμιων εξαγωγών κρίσιμων πρώτων υλών είχε εφαρμογή τουλάχιστον ένα μέτρο περιορισμού των εξαγωγών.<sup>9</sup> Η Κίνα, η Ινδία, η Αργεντινή, η Σαουδική Αραβία και το Βιετνάμ επέβαλαν τους περισσότερους νέους περιορισμούς στις εξαγωγές κρίσιμων πρώτων υλών και είναι υπεύθυνες για περίπου το ήμισυ των συναφών μέτρων που υιοθετήθηκαν την περίοδο 2009-2022. Εξαγωγικοί φόροι και η υποχρέωση των εξαγωγέων να ζητούν προηγούμενη άδεια για την εξαγωγή του προϊόντος είναι τα πιο συχνά μέτρα τόσο πριν όσο και μετά την πανδημία. Παρότι δε οι κανόνες του Παγκόσμιου Οργανισμού Εμπορίου απαγορεύουν την επιβολή ποσοτικών περιορισμών στις εξαγωγές, π.χ. στην ποσότητα ή ποσοστώσεις, η χρήση τέτοιων μέτρων έχει αυξηθεί, ιδιαίτερα τα τελευταία χρόνια.

Οι εντεινόμενοι περιορισμοί στο εμπόριο κρίσιμων πρώτων υλών για την ψηφιακή και την πράσινη μετάβαση ενέχουν υψηλούς κινδύνους για την παγκόσμια ανάπτυξη και τον πληθωρισμό, καθώς οι περιορισμοί στα αρχικά στάδια της αλυσίδας αξίας μεγεθύνουν τις επιπτώσεις κατά μήκος όλης της αλυσίδας εφοδιασμού. Ήδη πριν από την πανδημία ο ρυθμός μεγέθυνσης του εμπορίου ενός μικρού αριθμού κρίσιμων πρώτων υλών,<sup>10</sup> οι οποίες αντιπροσώπευαν περίπου το 94% της αξίας των αντίστοιχων παγκόσμιων εξαγωγών, ήταν μεγαλύτερος από εκείνον του συνολικού εμπορίου αγαθών.<sup>11</sup> Η ζήτηση κρίσιμων πρώτων υλών προβλέπεται να αυξηθεί ραγδαία τις προσεχείς δεκαετίες. Ενδεικτικά, η παγκόσμια ζήτηση λιθίου αναμένεται να αυξηθεί έως και κατά 89 φορές έως το 2050, ενώ η ζήτηση γαλλίου εκ μέρους της ΕΕ για την κατασκευή ημιαγωγών αναμένεται να αυξηθεί κατά 17 φορές έως το 2050.<sup>12</sup>

Παράλληλα, μεγάλες ποσότητες κρίσιμων πρώτων υλών εξορύσσονται και υποβάλλονται σε επεξεργασία σε χώρες που είναι γεωπολιτικά απομακρυσμένες από την ΕΕ. Για παράδειγμα, το 73% του συνόλου του κοβαλτίου εξορύσσεται στη Λαϊκή Δημοκρατία του Κονγκό, το 69% των στοιχείων σπάνιων γαιών στην Κίνα και το 50% της

7 Η επίπτωση της επιδότησης της Κίνας εκτιμάται μέσω ψευδομεταβλητής, η οποία λαμβάνει την τιμή 1 όταν η Κίνα υιοθετεί κάποια μορφή επιδότησης και 0 στην αντίθετη περίπτωση. Βλ. Rotunno, L. and M. Ruta (2024), "Trade Implications of China's Subsidies", IMF Working Paper No. 24/180.

8 Blanga-Gubbay, M. and S. Rubínová (2024), "Is the global economy fragmenting?", World Trade Organization Staff Working Paper Research ERS-2023-10.

9 *OECD Inventory of Export Restrictions on Industrial Raw Materials 2024*.

10 Σίδηρος και χάλυβας, χρυσός, χαλκός, αλουμίνιο, ψευδάργυρος, νικέλιο, ασήμι και πλατίνα, μόλυβδος και παλλάδιο.

11 OECD (2023), "Raw materials critical for the green transition. Production, international trade and export restrictions", *OECD Trade Policy Papers*, No. 269, April.

12 Πρόταση Κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τη θέσπιση πλαισίου για την εξασφάλιση ασφαλούς και βιώσιμου εφοδιασμού με κρίσιμες πρώτες ύλες, COM(2023) 160 final, 16.3.2023.

13 Faubert, V., N. Guessé, and J. Le Roux (2024), "Capital in the twenty-first century: Who owns the capital of firms producing critical raw materials?", Banque de France Working Paper, July.

παγκόσμιας προσφοράς νικελίου στην Ινδονησία.<sup>13</sup> Η γεωγραφική αυτή συγκέντρωση της παραγωγής κρίσιμων πρώτων υλών θα πρέπει να ληφθεί υπόψη σε συνδυασμό με το μικρό αριθμό (πολυεθνικών, κρατικά ελεγχόμενων ή κρατικών) επιχειρήσεων που ελέγχουν σημαντικό μερίδιο της παγκόσμιας παραγωγής.<sup>14</sup> Συχνά η έδρα αυτών των επιχειρήσεων δεν παραπέμπει στο ιδιοκτησιακό καθεστώς (π.χ. μια βρετανική εταιρία κινεζικών συμφερόντων), το οποίο μπορεί να αυξάνει τις υποκείμενες στρατηγικές εξαρτήσεις και συνεπώς την έκθεση στον κίνδυνο εμπορικού κατακερματισμού. Πρόσφατη μελέτη δείχνει ότι μη Ευρωπαίοι επενδυτές ελέγχουν σημαντικό μερίδιο του κεφαλαίου των εισηγμένων εταιριών εξόρυξης.<sup>15</sup> Η ηγετική θέση της Κίνας είναι ιδιαίτερα αξιοσημείωτη στην εξόρυξη σπάνιων γαιών, κοβαλτίου και λιθίου. Αντίθετα, οι Ευρωπαίοι επενδυτές κατέχουν περιορισμένα μερίδια σε εταιρίες εξόρυξης κρίσιμων πρώτων υλών, ενώ το σχετικά υψηλό μερίδιο (18%) της ΕΕ στον τομέα του νικελίου αντανακλά εν μέρει επενδύσεις που βρίσκονται στην Κύπρο και εκπροσωπούν ρωσικά συμφέροντα, γεγονός που εφόσον ληφθεί υπόψη μειώνει το ποσοστό περίπου στο 4%. Επίσης, εκτός από την Κίνα, οι ΗΠΑ κατέχουν σημαντικά μερίδια, ειδικά στους τομείς του λιθίου και του χαλκού, και επομένως είναι περισσότερο ανταγωνιστικές έναντι της Ευρώπης.<sup>16</sup>

Συνολικά, η έλλειψη στρατηγικής αυτονομίας της Ευρώπης στο εμπόριο κρίσιμων πρώτων υλών την καθιστά πιο ευάλωτη στην περίπτωση υιοθέτησης εμπορικών πολιτικών αντιποίνων (retaliatory measures) από την Κίνα. Ενδεικτικά, σε αντίποινα των αμερικανικών περιορισμών στις εξαγωγές μικροσίπ προς την Κίνα, τον Αύγουστο του 2023 η Κίνα επέβαλε ελέγχους εξαγωγών σε δύο σπάνιες πρώτες ύλες, το γάλλιο και το γερμάνιο, οι οποίες είναι κρίσιμης σημασίας μεταξύ άλλων για την κατασκευή μικροσίπ, οπτικών ινών και ηλεκτρικών οχημάτων. Σημειώνεται ότι η ΕΕ εισάγει σημαντικό μερίδιο των αναγκών της βιομηχανίας της σε αυτές τις πρώτες ύλες από την Κίνα (70% και 45% αντίστοιχα για το γάλλιο και το γερμάνιο). Ως εκ τούτου, το 2024 η ΕΕ θέσπισε Κανονισμό (Critical Raw Materials Act<sup>17</sup>) με στόχο να αυξήσει τη διαφοροποίηση των εισαγωγών κρίσιμων πρώτων υλών από τρίτες χώρες και να ενισχύσει την αυτονομία της. Σύμφωνα με πρόσφατες έρευνες, η έκθεση των ευρωπαϊκών επιχειρήσεων σε κρίσιμες εισροές που παράγονται στην Κίνα παραμένει αυξημένη, ειδικά στη Γερμανία (περίπου 35% των μεταποιητικών επιχειρήσεων), ενώ ο βαθμός έκθεσης είναι ασύμμετρος και διπλάσιος για τις πιο μεγάλες επιχειρήσεις.<sup>18</sup> Παρότι σημαντικό ποσοστό των επιχειρήσεων εφαρμόζει στρατηγικές περιορισμού του κινδύνου (“de-risking” strategies), κυρίως με αντικατάσταση Κινέζων προμηθευτών με άλλους εντός της ΕΕ (“EU-shoring”), το μεγαλύτερο μερίδιο των επιχειρήσεων δεν εφαρμόζει κάποια στρατηγική λόγω δυσκολίας στην υποκατάσταση της κρίσιμης εισροής, γεγονός που ενισχύει τους κινδύνους εν όψει μελλοντικών διαταραχών στις αλυσίδες εφοδιασμού. Τέλος, οι ευρωπαϊκές επιχειρήσεις αναμένουν αύξηση στις τιμές των προϊόντων τους τα επόμενα χρόνια εξαιτίας των στρατηγικών διαφοροποίησης, ενώ εκτιμούν ότι η ενίσχυση των γεωπολιτικών εντάσεων και των περιορισμών στο εμπόριο θα έχει αρνητικές επιδράσεις στην παραγωγή τους.

### Επιπτώσεις στην ανάπτυξη και τον πληθωρισμό

Οι περιορισμοί στο εμπόριο ισοδυναμούν με μια διαταραχή από την πλευρά της προσφοράς, η οποία δύναται να είναι εντονότερη όταν οι περιορισμοί αφορούν εισροές στα αρχικά στάδια της παραγωγικής διαδικασίας. Οι δίαυλοι διάχυσης των επιπτώσεων του εμπορικού κατακερματισμού στην οικονομική δραστηριότητα ποικίλλουν και αλληλεπιδρούν. Ο άμεσος μηχανισμός μετάδοσης είναι τα συνεπαγόμενα κόστη προσαρμογής των συναλλασσόμενων στις νέες συνθήκες εμπορίου και στις αυξημένες τιμές των εισαγόμενων ενδιάμεσων και τελικών αγαθών, καθώς και η συνακόλουθη επίπτωση στον όγκο του διεθνούς εμπορίου. Η επιμήκυνση ή η αναδιάρθρωση των παγκόσμιων εφοδιαστικών αλυσίδων, η υποκατάσταση ακριβών εισαγωγών με φθηνότερες εισαγωγές ή με εγχώρια παραγωγή, η υιοθέτηση αντιποίνων, η μερική εκτροπή εμπορίου και τα αυξημένα διοικητικά κόστη συμμόρφωσης με τους περιορισμούς, μεταξύ άλλων, επηρεάζουν αρνητικά τις εμπορικές ροές, την αποτελεσματική κατανομή των πόρων και εν τέλει την οικονομική ανάπτυξη. Η τεχνολογική αποσύνδεση (technolo-

14 Για παράδειγμα, οι τέσσερις κορυφαίες εταιρίες εξόρυξης ελέγχουν περίπου το 55% της παραγωγής κοβαλτίου, ενώ οι πέντε πρώτες το 80% της παγκόσμιας παραγωγής λιθίου.

15 Βλ. την υποσημείωση 13.

16 Faubert et al. (2024), όπ.π. και Leruth, L., A. Mazarei, P. Régibeau, and L. Renneboog (2022), “Green energy depends on critical minerals. Who controls the supply chains?”, Peterson Institute for International Economics, Working Paper 22-12.

17 <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/?uri=CELEX:32024R1252>.

18 Balteanu, I., M. Bottone, A. Fernández-Cerezo, D. Ioannou, A. Kutten, M. Mancini, and R. Morris (2024), “European firms facing geopolitical risk: Evidence from recent Eurosystem surveys”, VoxEU, 18 May.



gical decoupling) των οικονομιών, δηλαδή η μειωμένη διάχυση τεχνολογικών καινοτομιών, είναι ένας πρόσθετος παράγοντας που ενισχύει σημαντικά τις απώλειες από τον εμπορικό κατακερματισμό,<sup>19</sup> καθώς δυσχεραίνει τη μετάδοση της γνώσης, την αύξηση της παραγωγικότητας και την εισοδηματική σύγκλιση μεταξύ των χωρών. Άλλοι δίαυλοι που δύνανται να λειτουργήσουν συνδυαστικά και να επιδεινώσουν τις επιπτώσεις του εμπορικού προστατευτισμού στην οικονομία είναι μεταβολές στο διεθνή καταμερισμό εργασίας και κεφαλαίου, ο χρηματοοικονομικός κατακερματισμός, η αύξηση των τιμών των διεθνών βασικών εμπορευμάτων και η αβεβαιότητα ως προς τις οικονομικές προοπτικές και τις πολιτικές εμπορίου.

Στη σχετική βιβλιογραφία οι οικονομικές επιπτώσεις του εμπορικού κατακερματισμού αναλύονται συνήθως μέσα από διαρθρωτικά υποδείγματα γενικής ισορροπίας.<sup>20</sup> Στα υποδείγματα αυτά γίνεται η υπόθεση ότι η παγκόσμια οικονομία κατακερματίζεται σε δύο ομάδες χωρών, δηλαδή σε έναν ανατολικό εμπορικό συνασπισμό υπό την ηγεσία της Κίνας και ένα δυτικό υπό την ηγεσία των ΗΠΑ (περιλαμβανομένης της Ευρώπης). Ενδεικτικά, για τον ποσοτικό προσδιορισμό των επιπτώσεων του κατακερματισμού συνήθως εξετάζονται τρία εναλλακτικά σενάρια, τα οποία διαφέρουν ως προς το εύρος των εμπορικών περιορισμών.<sup>21</sup> Συγκεκριμένα, το ακραίο σενάριο υποθέτει πλήρη διακοπή των εμπορικών ροών μεταξύ των ανταγωνιστικών ομάδων χωρών λόγω της επιβολής πολύ υψηλών φραγμών στο εμπόριο. Το μεσαίο σενάριο αναφέρεται στη μερική “εμπορική αποσύνδεση”, δηλαδή την κάμψη των εμπορικών σχέσεων μεταξύ των ομάδων, κατά την οποία οι φραγμοί περιορίζουν τις εμπορικές ροές στα επίπεδα της δεκαετίας του '90. Τέλος, το σχετικά αισιόδοξο σενάριο, το οποίο είναι περισσότερο ευθυγραμμισμένο με τις τρέχουσες εξελίξεις στο διεθνές εμπόριο, αποτυπώνει τις συνέπειες μιας επιλεκτικής “εμπορικής αποσύνδεσης” μέσω της επιβολής περιορισμών σε συγκεκριμένες κατηγορίες αγαθών, όπως οι κρίσιμες πρώτες ύλες και τα προϊόντα προηγμένης τεχνολογίας. Άμεση απόρροια του αισιόδοξου σεναρίου είναι η αυξημένη περιφερειοποίηση και εκτροπή του εμπορίου μέσω τρίτων χωρών των αγαθών που υπόκεινται σε περιορισμούς. Σημειώνεται ότι η ένταση των επιπτώσεων ενός σεναρίου διαταραχής του εμπορίου εξαρτάται κυρίως από τρεις παραμέτρους: (α) την ελαστικότητα υποκατάστασης μεταξύ των εισροών παραγωγής, (β) την ευκολία ανακατανομής των συντελεστών παραγωγής μεταξύ των κλάδων μιας οικονομίας και (γ) την ευελιξία προσαρμογής των ονομαστικών μισθών. Όσο πιο ευέλικτη είναι μια οικονομία με βάση αυτές τις παραμέτρους, τόσο αμβλύνονται οι επιπτώσεις του εμπορικού κατακερματισμού.

Πρόσφατες μελέτες δείχνουν ότι ο κατακερματισμός του εμπορίου συνεπάγεται σημαντικές απώλειες σε όρους παραγόμενου προϊόντος. Τα εμπειρικά αποτελέσματα διαφοροποιούνται ανάλογα με την παραμετροποίηση των υποδειγμάτων και τις υποθέσεις των ασκήσεων προσομοίωσης. Σύμφωνα με τους Attinasi et al. (2023),<sup>22</sup> στο βασικό τους σενάριο όπου το κόστος εισαγωγής όλων των ενδιάμεσων αγαθών μεταξύ των δύο ανταγωνιστικών συνασπισμών χωρών εκτοξεύεται λόγω επιβολής μη δασμολογικών περιορισμών, το παγκόσμιο παραγόμενο προϊόν μειώνεται κατά 2% μακροχρόνια. Παρότι όλες οι χώρες χάνουν από τον οικονομικό κατακερματισμό, οι πιο ευάλωτες είναι οι μικρές και πιο ανοικτές οικονομίες. Αντίθετα, το παραγόμενο προϊόν μειώνεται λιγότερο σε μεγάλες οικονομίες όπως οι ΗΠΑ και η Κίνα, καθώς αυτές δύνανται να υποκαταστήσουν ευκολότερα τις εισαγωγές με εγχώρια παραγωγή χάρη στη μεγάλη εσωτερική αγορά τους. Η ζώνη του ευρω έχει μεγαλύτερες απώλειες συγκριτικά με τις ΗΠΑ και την Κίνα (περίπου 2%, έναντι 1,5% και 1% αντιστοίχως), λόγω μεγαλύτερης εξωστρέφειας, αλλά και λιγότερο ολοκληρωμένης ενιαίας εσωτερικής αγοράς. Δύο ακόμη ενδιαφέροντα συμπεράσματα που προκύπτουν από τη μελέτη των Attinasi et al. (2023) είναι ότι: (α) οι απώλειες σε όρους ΑΕΠ από τον εμπορικό κατακερματισμό αυξάνονται κατά 50% εάν επιβληθούν εμπορικοί περιορισμοί και εντός του ίδιου συνασπισμού χωρών (βλ. το παράδειγμα του

19 Góes, C. and E. Bekkers (2022), “The impact of geopolitical conflicts on trade, growth and innovation”, WTO Staff Working Paper ERSD-2022-09 and Cerdeiro, D.A., R. Mano, J. Eugster, D.V. Muir, and S.J. Peiris (2021), “Sizing Up the Effects of Technological Decoupling”, IMF Working Paper No. 2021/069, March.

20 Αρκετά διαδεδομένο στη βιβλιογραφία είναι το διαρθρωτικό υπόδειγμα των Baqaee and Farhi που περιλαμβάνει πολλές χώρες και πολλούς τομείς. Βλ. Baqaee, D.R. and E. Farhi (2024), “Networks, Barriers, and Trade”, *Econometrica*, 92(2), 505-541.

21 Πολλές μελέτες υποθέτουν ότι οι περιορισμοί αφορούν το εμπόριο ενδιάμεσων αγαθών και έχουν τη μορφή μη δασμολογικών μέτρων. Βλ. Attinasi, M.-G., L. Boeckelmann, και B. Meunier (2023), “Αναδιάταξη των παγκόσμιων αλυσίδων αξίας με στροφή προς προμηθευτές σε φιλικές χώρες (friend-shoring): αξιολόγηση βάσει υποδείγματος”, ΕΚΤ, *Οικονομικό Δελτίο*, Τεύχος 2/2023, Πλαίσιο 3.

22 Attinasi, M.-G., L. Boeckelmann, and B. Meunier (2023), “The economic costs of supply chain decoupling”, ECB Working Paper No. 2839.

Inflation Reduction Act των ΗΠΑ, οι επιπτώσεις του οποίου αφορούν και την ΕΕ) και (β) οι οικονομικές απώλειες βραχυχρόνια είναι πενταπλάσιες από ό,τι μακροχρόνια, λόγω ακαμψίας των μισθών και μειωμένης δυνατότητας υποκατάστασης μεταξύ των εισροών και των συντελεστών παραγωγής. Τα παραπάνω αποτελέσματα συνάδουν με άλλες μελέτες στη βιβλιογραφία (κάποιοι από αυτές, επιπλέον, υποθέτουν και δασμολογικούς περιορισμούς), όπου η μείωση στο παγκόσμιο παραγόμενο προϊόν κυμαίνεται μεταξύ 1,5% και 5% μακροχρόνια.<sup>23</sup>

Η επίδραση του εμπορικού κατακερματισμού στον πληθωρισμό εξαρτάται αφενός από την επίπτωση των πιο ακριβών εισαγόμενων αγαθών στις τιμές καταναλωτή και αφετέρου από την αναδιάρθρωση της παραγωγής και συνακόλουθα την προσαρμογή της ζήτησης συντελεστών παραγωγής και των μισθών. Σύμφωνα με τους Attinasi et al. (2023), η αύξηση στις τιμές καταναλωτή για την παγκόσμια οικονομία εκτιμάται σε 1,8% μακροπρόθεσμα, ενώ βραχυπρόθεσμα η μικρή δυνατότητα υποκατάστασης των εισροών στην παραγωγή θα αυξήσει το κόστος παραγωγής και κατ'επέκταση τις τιμές καταναλωτή κατά 8,4%. Μεταξύ των μεγάλων οικονομιών, οι πληθωριστικές πιέσεις διαφέρουν σημαντικά και, κατ'αντιστοιχία με την παγκόσμια οικονομία, ο αντίκτυπος στις τιμές είναι ισχυρότερος βραχυχρόνια από ό,τι μακροχρόνια. Στην ευρωζώνη οι τιμές καταναλωτή εκτιμάται ότι θα αυξηθούν κατά 1% μακροχρόνια, ενώ στις ΗΠΑ και την Κίνα περίπου κατά 3% λόγω της ευκολότερης υποκατάστασης εισαγωγών με εγχώρια παραγωγή στις χώρες αυτές, η οποία θα ενισχύσει σταδιακά τη ζήτηση εργασίας, τους μισθούς και τις εγχώριες τιμές.<sup>24</sup>

### Συμπεράσματα και προτάσεις πολιτικής

Παρά την ανάγκη μείωσης της ευπάθειας των οικονομιών σε διαταράξεις των διεθνών αλυσίδων εφοδιασμού και σε γεωπολιτικούς κινδύνους, ο εμπορικός προστατευτισμός και ο ανταγωνισμός επιδοτήσεων μεταξύ μεγάλων οικονομιών μπορεί να οδηγήσουν σε μια αλληλουχία αυξανόμενων φραγμών στις διεθνείς εμπορικές ροές που θα ήταν επιζήμια για την παγκόσμια ευημερία και θα υπονόμει τη σταθερότητα των τιμών. Οι κίνδυνοι για το παγκόσμιο εμπόριο ενδέχεται να ενταθούν στην περίπτωση μεταβολής της διεθνούς εμπορικής πολιτικής των ΗΠΑ προς το δυσμενέστερο με την υιοθέτηση νέων μέτρων προστατευτισμού υπό τη νέα αμερικανική ηγεσία. Ένα βασικό συμπέρασμα των εμπειρικών μελετών είναι ότι οι απώλειες σε όρους οικονομικής αποδοτικότητας και ανάπτυξης από τον εμπορικό κατακερματισμό πολλαπλασιάζονται όσο εντείνονται οι διαταραχές του εμπορίου, ιδίως όταν αυτές αφορούν αγαθά στα αρχικά στάδια της αλυσίδας εφοδιασμού, όπως οι κρίσιμες πρώτες ύλες, καθυστερώντας ταυτόχρονα την πράσινη μετάβαση. Επίσης, οι επιπτώσεις μεγεθύνονται εάν συνυπολογιστούν τεχνολογικοί και χρηματοοικονομικοί δίαυλοι μετάδοσης, καθώς και η αβεβαιότητα σχετικά με την εμπορική πολιτική. Ο εμπορικός κατακερματισμός αυξάνει τον κίνδυνο συχνότερων και εντονότερων διαταραχών από την πλευρά της προσφοράς και συνεπώς οι κεντρικές τράπεζες θα πρέπει να παρακολουθούν στενότερα τις επιδράσεις που ασκούν στο γενικό πληθωρισμό οι μεταβολές των σχετικών τιμών στους επιμέρους κλάδους. Συνολικά, απαιτείται μεγαλύτερη προσπάθεια για βαθύτερη κατανόηση των αλληλεξαρτήσεων στα δίκτυα παραγωγής, συμπεριλαμβανομένων των άμεσων και έμμεσων εξαρτήσεων από το εξωτερικό, για την ακριβή αξιολόγηση των σχετικών κινδύνων.

Σε ένα περιβάλλον αυξανόμενου εμπορικού κατακερματισμού, η υιοθέτηση στοχευμένων πολιτικών μείωσης του κινδύνου (de-risking) και της αβεβαιότητας στις διεθνείς εμπορικές σχέσεις κρίνονται στρατηγικά προτιμότερες και μακροχρόνια πιο βιώσιμες έναντι πολιτικών οριστικής “αποσύνδεσης” (de-coupling) και ευθείας αντιπαράθεσης. Επιπλέον στην περίπτωση της ΕΕ, η ολοκλήρωση της Ενιαίας Αγοράς και των ευρωπαϊκών χρηματοπιστωτικών αγορών θα βελτίωνε την παραγωγικότητα και τη διεθνή ανταγωνιστικότητα της Ευρώπης, ενισχύοντας τη διαπραγματευτική της θέση απέναντι στους διεθνείς εμπορικούς εταίρους της.

23 OECD (2020), “Shocks, risks and global value chains: insights from the OECD METRO model”, Chelapiev, M., M. Maliszewska, I. Osorio-Rodarte, M.F. Seara e Pereira, and D. van der Mensbrugge (2022), “Pandemic, Climate Mitigation, and Reshoring: Impacts of a Changing Global Economy on Trade, Incomes, and Poverty”, World Bank Policy Research Working Paper, No. 9955. Campos, R., D. Furceri, J. Estefania-Flores, and J. Timini (2023), “Geopolitical fragmentation and trade”, *Journal of Comparative Economics*, 51(4), 1289-1315. Góes and Bekkers (2022), ό.π.π.

24 Αντίθετα, μια διαταραχή στο εμπόριο των διεθνών βασικών εμπορευμάτων (όπως η ενέργεια και οι κρίσιμες πρώτες ύλες) αναμένεται να οδηγήσει σε μεγαλύτερες πληθωριστικές πιέσεις στην Ευρώπη από ό,τι στις ΗΠΑ και στην Κίνα, εξαιτίας διαρθρωτικών περιορισμών (π.χ. έλλειψη αγωγών ή άλλων υποδομών) στις αγορές πετρελαίου και φυσικού αερίου για την εκτροπή του εμπορίου εντός του ίδιου συνασπισμού χωρών. Βλ. IMF, *World Economic Outlook*, October 2023, Chapter 3 “Fragmentation and Commodity Markets: Vulnerabilities and Risks”.

Η διατήρηση ενός ελεύθερου, ανοικτού και δίκαιου εμπορίου, το οποίο στηρίζεται σε ευρείας αποδοχής κανόνες, σε διάλογο υπό την αιγίδα διεθνών οργανισμών και σε πρακτικές υγιούς ανταγωνισμού παραμένει το καλύτερο δυνατό πλαίσιο για την επίλυση των εμπορικών διαφορών, καθώς και για την εξισορρόπηση μεταξύ των εθνικών συμφερόντων και της επιτακτικής ανάγκης για την από κοινού διασφάλιση των παγκόσμιων δημόσιων αγαθών. Συγκεκριμένα, η πολυμερής και πολυεπίπεδη οικονομική και εμπορική συνεργασία σε τομείς που αφορούν την υγεία, την κλιματική αλλαγή και τις προηγμένες τεχνολογίες γενικής εφαρμογής, όπως η τεχνητή νοημοσύνη, είναι σημαντική για τη βελτίωση των προοπτικών για την παγκόσμια οικονομία και ευημερία.

## Πλαίσιο ΙΙ.2

### ΠΛΗΘΩΡΙΣΤΙΚΕΣ ΠΙΕΣΕΙΣ ΚΑΙ ΔΥΣΚΑΜΨΙΕΣ ΜΙΣΘΩΝ

Οι ανεπτυγμένες οικονομίες μετά την πανδημία COVID-19 κατέγραψαν σημαντική ενίσχυση των πληθωριστικών πιέσεων, η οποία αποδίδεται πρωτίστως στις διαταραχές των τιμών της ενέργειας και των εισαγόμενων ενδιάμεσων αγαθών. Συγκεκριμένα, η διατάραξη των αλυσίδων εφοδιασμού και οι αυξανόμενες τιμές της ενέργειας συνέβαλαν καθοριστικά στη ραγδαία άνοδο του πληθωρισμού στις οικονομίες της ευρωζώνης. Παρόλο που οι χώρες της ευρωζώνης αντιμετώπισαν κατά κύριο λόγο κοινές πληθωριστικές διαταραχές, παρατηρούνται διαφοροποιήσεις στο μέγεθος και την επιμονή του πληθωρισμού μεταξύ των χωρών. Οι διαφοροποιήσεις αυτές υποδεικνύουν ότι οι παράγοντες που καθορίζουν τη δυναμική του πληθωρισμού, καθώς οι διαταραχές διαχέονται στην οικονομία, είναι κυρίως εγχώριοι.<sup>1</sup> Τέτοιοι παράγοντες είναι τα θεσμικά και διαρθρωτικά χαρακτηριστικά κάθε χώρας, όπως οι θεσμοί της αγοράς εργασίας, οι μηχανισμοί καθορισμού των τιμών από τις επιχειρήσεις, ο βαθμός ανταγωνισμού στις αγορές προϊόντων και ο βαθμός ευελιξίας στην αγορά εργασίας. Ειδικότερα, όπως έχει αναδείξει η σχετική βιβλιογραφία, η ύπαρξη δυσκαμψιών στους μισθούς επηρεάζει τους διαύλους μέσω των οποίων εξωγενείς διαταραχές διαχέονται στην οικονομία και, κατ' επέκταση, τη δυναμική εξέλιξη του πληθωρισμού.<sup>2</sup>

Σύμφωνα με την οικονομική θεωρία, ο μηχανισμός διάδοσης μιας διαταραχής που αυξάνει τις τιμές των εισαγόμενων παραγωγικών εισροών χαρακτηρίζεται από μια δυναμική διαδικασία: Αρχικά, οι υψηλότερες τιμές των εισαγωγών οδηγούν σε αύξηση του κόστους παραγωγής των επιχειρήσεων. Καθώς όμως οι ονομαστικοί μισθοί προσαρμόζονται σταδιακά στον αυξημένο πληθωρισμό, οι επιχειρήσεις αδυνατούν να απορροφήσουν μέρος του αυξημένου κόστους εισροών μέσω μείωσης του πραγματικού κόστους εργασίας. Κατά συνέπεια, οι επιλογές των επιχειρήσεων είναι να μετακυλίσουν το αυξημένο κόστος παραγωγής στις τελικές τιμές ή/και να περιορίσουν την παραγωγή και τη ζήτηση εργασίας ή/και να μειώσουν το περιθώριο κέρδους τους. Με την πάροδο του χρόνου, καθώς οι επιχειρήσεις προσαρμόζουν τις τιμές τους, η διαταραχή διαχέεται στην οικονομία μέσω δευτερογενών επιδράσεων στους μισθούς και στο κόστος εργασίας. Οι αυξανόμενες τιμές ενδέχεται να οδηγήσουν σε υψηλότερες μισθολογικές απαιτήσεις, επιβαρύνοντας περαιτέρω το κόστος των επιχειρήσεων και παρατείνοντας τον πληθωρισμό. Αυτή η δυναμική ενδέχεται να δημιουργήσει ένα σπειροειδή φαύλο κύκλο μισθών-τιμών, με τις τιμές και τους μισθούς να αλληλοτροφοδοτούνται, με αποτέλεσμα επίμονο υψηλότερο πληθωρισμό. Σε αυτή την περίπτωση, ο ρόλος της νομισματικής πολιτικής για να αποσοβήσει έναν τέτοιο φαύλο κύκλο είναι ιδιαίτερα σημαντικός.

- 1 Αναλυτικότερα για την προέλευση των πληθωριστικών διαταραχών στην ευρωζώνη και το ρόλο παραγόντων από την πλευρά της προσφοράς στη διαμόρφωση των ισχυρών πληθωριστικών πιέσεων, βλ. Bańbura, M., E. Bobeica, and C. Martínez Hernández (2023), "What drives core inflation? The role of supply shocks", ECB Working Paper No. 2875, και Arce, Ó., M. Ciccarelli, A. Kornprobst, and C. Montes-Galdón (2024), "What caused the euro area post-pandemic inflation?", ECB Occasional Paper No. 343. Για μια συζήτηση σχετικά με τις διαφοροποιήσεις στην εξέλιξη του πληθωρισμού μεταξύ των χωρών της ευρωζώνης, βλ. Coutinho, L. and M. Licchetta (2023), "Inflation Differentials in the Euro Area at the Time of High Energy Prices", European Economy Discussion Paper No. 197, και Buelens, C. (2023), "The great dispersion: euro area inflation differentials in the aftermath of the pandemic and the war", *Quarterly Report on the Euro Area (QREA)*, 22(2).
- 2 Οι δυσκαμψίες στους ονομαστικούς ή πραγματικούς μισθούς αναφέρονται στην αργή προσαρμογή τους σε μεταβολές στις οικονομικές συνθήκες. Βλ. μεταξύ άλλων Christiano, L., M. Eichenbaum, and C. Evans (2005), "Nominal rigidities and the dynamic effects of a shock to monetary policy", *Journal of Political Economy*, 113(1), 1-45, Galí, J. and M. Gertler (1999), "Inflation dynamics: A structural econometric analysis", *Journal of Monetary Economics*, 44(2), 195-222, και Blanchard, O. and J. Galí (2007), "Real wage rigidities and the New Keynesian model", *Journal of Money, Credit and Banking*, 39, 35-65.

Οι συνέπειες αυτού του μηχανισμού ανατροφοδότησης μεταξύ του κόστους εργασίας και των τιμών είναι εντονότερες σε οικονομίες με μηχανισμούς καθορισμού μισθών που χαρακτηρίζονται από καθυστερήσεις στην προσαρμογή των μισθών μετά από εξωγενείς διαταραχές, κάτι που διακρίνει την πλειοψηφία των χωρών της ευρωζώνης.<sup>3</sup> Για παράδειγμα, η βιβλιογραφία έχει δείξει ότι οι πληθωριστικές διαταραχές που προέρχονται από την πλευρά της προσφοράς (cost-push inflation) οδηγούν σε υψηλότερες και πιο έντονες πληθωριστικές πιέσεις στην ευρωζώνη συγκριτικά με τις ΗΠΑ, λόγω διαφορών στους θεσμούς της αγοράς εργασίας.<sup>4</sup>

Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω, ο σκοπός του παρόντος πλαισίου είναι να διερευνήσει τους διαύλους μέσω των οποίων οι διαταραχές των τιμών των εισαγόμενων παραγωγικών εισροών διαχέονται στην εγχώρια οικονομία και να μελετήσει τις επιδράσεις των δυσκαμψιών των μισθών στις πληθωριστικές πιέσεις και στην οικονομική δραστηριότητα. Η ανάλυση επικεντρώνεται σε μια αντιπροσωπευτική μικρή ανοικτή οικονομία της ευρωζώνης, επιτρέποντας τη γενίκευση των συμπερασμάτων αναφορικά με την επίδραση της δυσκαμψίας των μισθών στους μηχανισμούς μετάδοσης της εξωγενούς διαταραχής.

### Μεθοδολογία

Η συμβολή της δυσκαμψίας των μισθών στη διαμόρφωση της δυναμικής του πληθωρισμού αναλύεται με τη χρήση προσομοιώσεων του Δυναμικού Στοχαστικού Υποδείγματος Γενικής Ισορροπίας της Τράπεζας της Ελλάδος.<sup>5</sup> Το υπόδειγμα ενσωματώνει μια σειρά από πραγματικές και ονομαστικές τριβές, όπως δυσκαμψίες τιμών και μονοπωλιακές στρεβλώσεις στις αγορές προϊόντων και εργασίας. Ο πραγματικός μισθός ανά ώρα εργασίας στον ιδιωτικό τομέα ανταποκρίνεται με καθυστέρηση στις μεταβολές των οικονομικών συνθηκών, λόγω της ύπαρξης τριβών και ατελειών στην αγορά εργασίας.<sup>6</sup> Επίσης, το υπόδειγμα περιλαμβάνει δύο τομείς παραγωγής, που παράγουν εμπορεύσιμα και μη εμπορεύσιμα αγαθά (υπηρεσίες) αντίστοιχα, καθώς και έναν τομέα εισαγωγών, όπου τα εισαγόμενα ενδιάμεσα αγαθά χρησιμοποιούνται ως εισροές στην παραγωγή εγχώριων τελικών αγαθών. Επομένως, τυχόν μεταβολές στις τιμές των εισαγόμενων ενδιάμεσων αγαθών επηρεάζουν το κόστος παραγωγής των εγχωρίως παραγόμενων αγαθών και το επίπεδο τιμών στο οποίο επιλέγουν οι επιχειρήσεις να πωλήσουν το προϊόν τους.

Η μεθοδολογία η οποία ακολουθείται συνοψίζεται ως εξής: Αρχικά, η οικονομία του υποδείγματος παραμετροποιείται ώστε να αντιπροσωπεύει μια τυπική μικρή ανοικτή οικονομία της ευρωζώνης.<sup>7</sup> Αναφορικά με το βαθμό δυσκαμψίας των πραγματικών μισθών, εξετάζονται δύο σενάρια. Στο πρώτο σενάριο, η οικονομία χαρακτηρίζεται από σχετικά υψηλό βαθμό δυσκαμψίας των πραγματικών μισθών, ενώ στο δεύτερο από χαμηλό, όπου οι μετα-

3 Βλ. Beschin, A., K. Bodnár, P. Gomez-Salvador, E. Gonçalves, M. Tirpák, and M. Weißler (2024), "Recent inflation developments and wage pressures in the euro area and the United States", ECB, *Economic Bulletin*, Issue 3/2024. Επίσης, βλ. τη μελέτη των Branten, E., A. Lamo and T. Rödöm (2018), "Nominal wage rigidity in the EU countries before and after the Great Recession: evidence from the WDN surveys", ECB Working Paper No. 2159, οι οποίοι παρέχουν στοιχεία για τη δυσκαμψία των μισθών στις χώρες της ευρωζώνης.

4 Βλ. Peersman, G. and I. Van Robays (2009), "Oil and the euro area economy", *Economic Policy*, 24, 603-651, και Ball, L. and S. Mazumder (2020), "A Phillips curve for the euro area", ECB Working Paper No. 2354.

5 Για λεπτομερή περιγραφή του υποδείγματος, βλ. Papageorgiou, D. and E. Vourvachaki (2017), "Macroeconomic effects of structural reforms and fiscal consolidations: Trade-offs and complementarities", *European Journal of Political Economy*, 48, 54-73, και Papageorgiou, D. (2014), "BoGGEM: A dynamic stochastic general equilibrium model for policy simulations", Bank of Greece Working Paper No. 182.

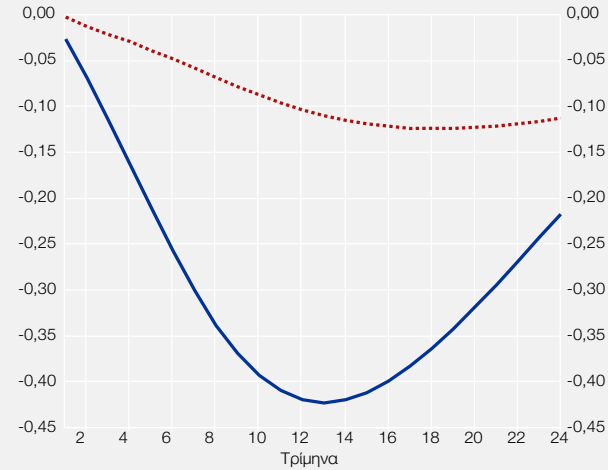
6 Ο πραγματικός μισθός ανά μονάδα εργασίας,  $w_t$ , καθορίζεται ως εξής:  $w_t = (w_{t-1})^n (w_t^*)^{1-n}$ , όπου  $0 \leq n \leq 1$  υποδηλώνει το βαθμό δυσκαμψίας των πραγματικών μισθών και  $w_t^*$  είναι ο βέλτιστος μισθός που καθορίζεται ως ένα σταθερό περιθώριο (markup) πάνω από την οριακή παραγωγικότητα της εργασίας. Όσο υψηλότερη είναι η τιμή της παραμέτρου  $n$ , τόσο υψηλότερος είναι και ο βαθμός δυσκαμψίας των μισθών. Όταν  $n=0$ , οι μεταβολές των μισθών καθορίζονται από τις μεταβολές της οριακής παραγωγικότητας της εργασίας. Για περισσότερες πληροφορίες, βλ. Blanchard, O. and J. Galí (2007), όπ.π., και Papageorgiou, D. (2014), όπ.π.

7 Η επιλογή των παραμέτρων βασίζεται σε τιμές που είναι αντιπροσωπευτικές για τις χώρες της ευρωζώνης. Αυτό επιτρέπει στο υπόδειγμα να ενσωματώνει γενικά χαρακτηριστικά των μικρών ανοικτών οικονομιών της ευρωζώνης, εξασφαλίζοντας τη γενίκευση των αποτελεσμάτων. Για τις τιμές των βασικών παραμέτρων, βλ. Gomes, S., P. Jacquinot, and M. Pisani (2012), "The EAGLE. A model for policy analysis of macroeconomic interdependence in the euro area", *Economic Modelling*, 29(5), 1686-1714, και Papageorgiou, D. and E. Vourvachaki (2017), όπ.π.

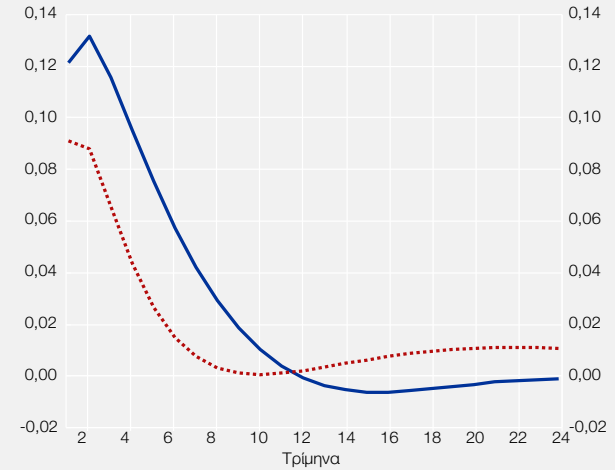
Επιδράσεις μιας αύξησης της τιμής των εισαγωγών και ο ρόλος των δυσκαμψιών των μισθών

— Υψηλός βαθμός δυσκαμψίας  
 - - - Χαμηλός βαθμός δυσκαμψίας

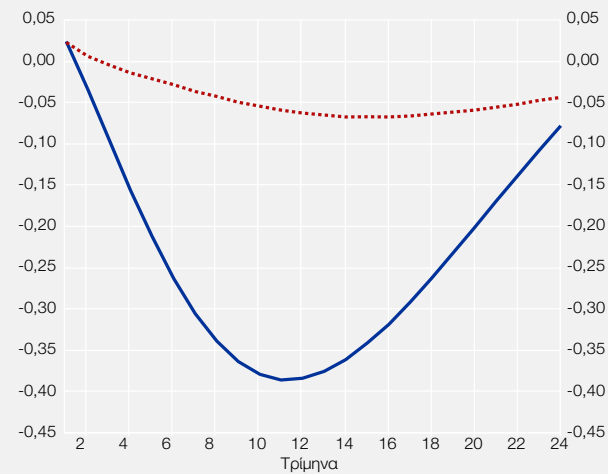
**Πραγματικό ΑΕΠ**



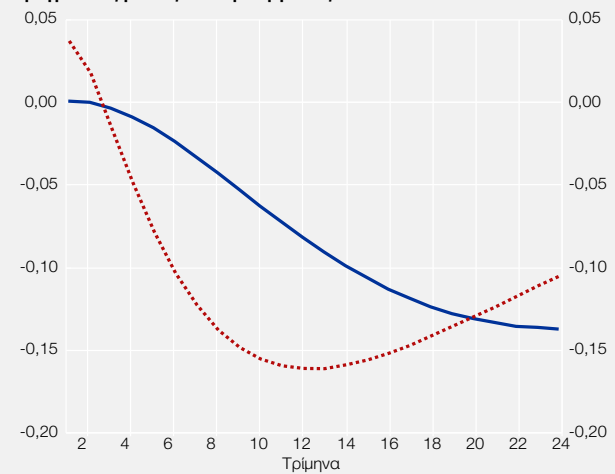
**Πληθωρισμός**



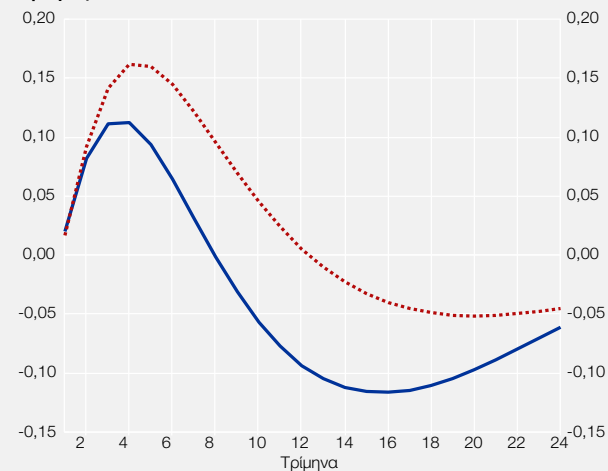
**Ώρες εργασίας**



**Πραγματικός μισθός ανά ώρα εργασίας**



**Κέρδη ως ποσοστό του ΑΕΠ**



Πηγή: Εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

Σημείωση: Για όλες τις μεταβλητές αναφέρονται ποσοστιαίες μεταβολές σε σχέση με το αρχικό σημείο ισορροπίας, εκτός από τα κέρδη ως ποσοστό του ΑΕΠ και τον πληθωρισμό, όπου οι μεταβολές εκφράζονται σε ποσοστιαίες μονάδες. Ο πληθωρισμός είναι ετησιοποιημένος και υπολογίζεται με βάση τον αποπληθωριστή του ΑΕΠ.

βολές των πραγματικών μισθών καθορίζονται κυρίως από μεταβολές στην οριακή παραγωγικότητα της εργασίας.<sup>8</sup> Στη συνέχεια, εισάγεται μια προσωρινή διαταραχή (cost-push shock), η οποία αυξάνει το ρυθμό μεταβολής του δείκτη τιμών των εισαγωγών κατά 1 ποσοστιαία μονάδα και στα δύο σενάρια. Η διαμέτρηση του μεγέθους και του βαθμού εμμονής της διαταραχής είναι ενδεικτική, με στόχο την εξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με την ευαισθησία των μακροοικονομικών μεταβλητών σε μεταβολές των τιμών εισαγωγών και τη σύγκριση μεταξύ των δύο οικονομιών του υποδείγματος. Δεδομένου ότι η διαταραχή είναι προσωρινή, όλες οι μακροοικονομικές μεταβλητές θα συγκλίνουν σταδιακά στα αρχικά τους επίπεδα.<sup>9</sup>

### Αποτελέσματα

Το διάγραμμα παρουσιάζει τις δυναμικές επιδράσεις που προκύπτουν από το υπόδειγμα για επιλεγμένες μεταβλητές. Αρχικά αναλύονται οι δίαυλοι διάχυσης της διαταραχής στην οικονομία και στη συνέχεια εξετάζεται ο ρόλος των δυσκαμψιών στους μισθούς μέσα από τη σύγκριση των δύο οικονομιών του υποδείγματος. Αναφορικά με το μηχανισμό διάδοσης της διαταραχής στις μακροοικονομικές μεταβλητές, διαπιστώνονται τα εξής:

Η πρώτη άμεση επίδραση είναι η αύξηση του κόστους παραγωγής των εγχωρίως παραγόμενων καταναλωτικών και επενδυτικών αγαθών. Αυτό ωθεί τις επιχειρήσεις να αυξήσουν τις εγχώριες τιμές, οδηγώντας σε αύξηση του εγχώριου πληθωρισμού, καθώς και να μειώσουν το παραγόμενο προϊόν και το κόστος εργασίας προκειμένου να διατηρήσουν σταθερά τα περιθώρια κέρδους τους. Ταυτόχρονα, η αύξηση των τιμών προκαλεί ένα αρνητικό αποτέλεσμα εισοδήματος στα νοικοκυριά, επηρεάζοντας αρνητικά την καταναλωτική και την επενδυτική τους ζήτηση και κατά συνέπεια το πραγματικό ΑΕΠ. Ωστόσο, η αρνητική επίδραση στην οικονομική δραστηριότητα εμφανίζεται αρχικά να είναι περιορισμένη για τους εξής λόγους:

Πρώτον, οι επιχειρήσεις δεν μπορούν να προσαρμόσουν άμεσα τις τιμές τους, λόγω της ύπαρξης δυσκαμψιών στις εγχώριες τιμές, με αποτέλεσμα οι αυξήσεις των τιμών των εισαγωγών να μετακυλίνουν σταδιακά και ατελώς στις εγχώριες τελικές τιμές, μετριάζοντας την αρχική αρνητική επίδραση στην οικονομία.<sup>10</sup> Δεύτερον, δημιουργείται ένα αποτέλεσμα υποκατάστασης των εισαγωγών, που αμβλύνει τις επιδράσεις στο παραγόμενο προϊόν και τον πληθωρισμό. Πιο συγκεκριμένα, τα εισαγόμενα ενδιάμεσα αγαθά είναι ακριβότερα στη βραχυχρόνια περίοδο, γεγονός που οδηγεί τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά να υποκαταστήσουν εισαγόμενα με εγχωρίως παραγόμενα ενδιάμεσα αγαθά, αυξάνοντας τη ζήτηση εγχωρίων καταναλωτικών και επενδυτικών αγαθών (εμπορεύσιμων και μη εμπορεύσιμων). Όσο μεγαλύτερη είναι η ελαστικότητα υποκατάστασης μεταξύ εισαγόμενων και εγχωρίως παραγόμενων αγαθών, τόσο πιο ισχυρό είναι το αποτέλεσμα υποκατάστασης και τόσο περισσότερο ανθεκτική είναι η οικονομία σε μεταβολές των τιμών εισαγωγών. Τρίτον, δημιουργείται ένα αποτέλεσμα διαχρονικής υποκατά-

8 Για την οικονομία με υψηλό βαθμό δυσκαμψίας μισθών, η τιμή της παραμέτρου  $\eta$  που επιλέγεται είναι ίση με 0,97, όπως εκτιμάται για τις χώρες της ευρωζώνης στη μελέτη των Albonico, A., L. Calès, R. Cardani, O. Croitorov, F. Ferroni, M. Giovannini, S. Hohberger, B. Pataracchia, F. Pericoli, R. Raciborski, M. Ratto, W. Roeger, and L. Vogel (2019), "The Global Multi-Country Model (GM): An estimated DSGE model for the euro area countries", *European Economy, Discussion Paper No. 102*, July. Για την οικονομία με χαμηλό βαθμό δυσκαμψίας, η τιμή της παραμέτρου που επιλέγεται είναι ίση με 0,3.

9 Το μακροχρόνιο σημείο ισορροπίας όταν λαμβάνει χώρα η διαταραχή είναι το ίδιο και για τα δύο σενάρια. Επομένως, οποιεσδήποτε διαφορές παρατηρούνται στη δυναμική εξέλιξη των μεταβλητών μεταξύ των δύο σεναρίων οφείλονται αποκλειστικά στις διαφορές στο βαθμό δυσκαμψίας των μισθών.

10 Η ύπαρξη δυσκαμψιών στις τιμές οφείλεται σε διάφορους παράγοντες, όπως το κόστος και ο χρόνος που απαιτείται για τον υπολογισμό της βέλτιστης τιμής που μεγιστοποιεί τα κέρδη της επιχείρησης μετά από εξωγενείς διαταραχές. Σημαντικό ρόλο στον υπολογισμό της βέλτιστης τιμής και στην ενίσχυση των δυσκαμψιών στις τιμές διαδραματίζει και η στρατηγική συμπληρωματικότητα (strategic complementarity) μεταξύ των επιχειρήσεων. Πιο συγκεκριμένα, η απόφαση κάθε επιχείρησης για την προσαρμογή της τιμής της επηρεάζεται από τις αναμενόμενες αντιδράσεις των ανταγωνιστών της και κάθε επιχείρηση είναι λιγότερο διατεθειμένη να προβεί πρώτη σε μεταβολές τιμών, ώστε να αποφύγει τον κίνδυνο απώλειας μεριδίου αγοράς. Αυτή η συμπληρωματικότητα προκαλεί καθυστερήσεις στις αναπροσαρμογές των τιμών σε εξωτερικές διαταραχές. Τέλος, παράγοντες όπως το κόστος αναπιμολόγησης και η ύπαρξη μακροπρόθεσμων σταθερών συμβάσεων με προμηθευτές ή πελάτες συντελούν επίσης στις δυσκαμψίες των τιμών (βλ. μεταξύ άλλων Blanchard, O. and S. Fisher (1989), "Lecture on Macroeconomics", The MIT Press, Nakamura, E. and J. Steinsson (2008), "Five facts about prices: A reevaluation of menu cost models", *The Quarterly Journal of Economics*, 123(4), 1415-1464, Wang, O. and I. Werning (2022), "Dynamic oligopoly and price stickiness", *American Economic Review*, 112(8), 2815-2849, και Alvarez, F. and F. Lippi (2023), "Price setting with strategic complementarities as a mean field game", *Econometrica*, 91(6), 2005-2039.

στασης, καθώς τα νοικοκυριά προσδοκούν χαμηλότερο εισόδημα στο μέλλον και υποκαθιστούν τη μελλοντική ζήτηση για κατανάλωση και επενδύσεις με αυξημένη ζήτηση σήμερα. Όπως αποτυπώνεται στο διάγραμμα, η καθαρή επίδραση στο πραγματικό ΑΕΠ είναι αρχικά οριακά αρνητική. Επίσης, η αυξημένη ζήτηση για τα εγχωρίως παραγόμενα αγαθά επηρεάζει ανοδικά την απασχόληση και τους μισθούς. Επομένως, παρατηρείται αρχικά αύξηση του κόστους εργασίας για τις επιχειρήσεις, οι οποίες, προκειμένου να διατηρήσουν σταθερά τα περιθώρια κέρδους τους, μετακυλίσουν μέρος της αύξησης των τιμών εισαγωγών στις εγχώριες τιμές, γεγονός που οδηγεί σε αύξηση των κερδών ως ποσοστού του ΑΕΠ και σε πληθωριστικές πιέσεις.<sup>11</sup>

Ωστόσο, μετά την αρχική περίοδο της διαταραχής, καθώς οι επιχειρήσεις προσαρμόζουν τις τιμές τους, ο βαθμός μετακύλισης της αύξησης των τιμών εισαγωγών στις εγχώριες τελικές τιμές ενισχύεται, οπότε αποδυναμώνονται τα αποτελέσματα υποκατάστασης και επιτείνεται το αρνητικό αποτέλεσμα εισοδήματος. Ως εκ τούτου, συμπιέζεται η ζήτηση για κατανάλωση, επενδύσεις και εξαγωγές, ασκώντας αρνητικές επιδράσεις στην οικονομική δραστηριότητα. Ταυτόχρονα, όπως αναλύεται παρακάτω, η ύπαρξη δυσκαμψιών στους μισθούς περιορίζει τη δυνατότητα των επιχειρήσεων να προσαρμόσουν τους μισθούς ώστε να απορροφήσουν μέρους του αυξημένου κόστους παραγωγής, με συνέπεια να δημιουργούνται περαιτέρω πληθωριστικές πιέσεις και να μειώνεται η απασχόληση.

Όσον αφορά το ρόλο του βαθμού δυσκαμψίας των μισθών, το βασικό μήνυμα που προκύπτει από τη σύγκριση των δύο σεναρίων είναι το εξής: όσο υψηλότερος είναι ο βαθμός δυσκαμψίας στους μισθούς, τόσο υψηλότερος και πιο επίμονος είναι ο πληθωρισμός και τόσο μεγαλύτερες είναι οι αρνητικές επιδράσεις στην οικονομική δραστηριότητα. Ειδικότερα, όπως αποτυπώνεται στο διάγραμμα, στην οικονομία που χαρακτηρίζεται από υψηλό βαθμό δυσκαμψίας στους μισθούς, η αγορά εργασίας προσαρμόζεται πιο αργά στις οικονομικές διαταραχές, οδηγώντας σε χαμηλότερη μείωση του πραγματικού μισθού, υψηλότερο πληθωρισμό, αλλά και μεγαλύτερη μείωση της απασχόλησης και μεγαλύτερη πτώση του πραγματικού ΑΕΠ σε σχέση με την οικονομία με χαμηλό βαθμό δυσκαμψίας. Ο λόγος είναι ότι οι επιχειρήσεις αδυνατούν να προσαρμόσουν άμεσα τους μισθούς και να αποκλιμακώσουν το αυξημένο κόστος παραγωγής που αντιμετωπίζουν. Συνεπώς, μειώνουν τη ζήτηση εργασίας και μετακυλίσουν το αυξημένο κόστος παραγωγής στις εγχώριες τελικές τιμές, οδηγώντας σε υψηλότερο πληθωρισμό και μεγαλύτερη πτώση του ΑΕΠ.

### Συμπεράσματα και προτάσεις πολιτικής

Η ανάλυση μέσω του Δυναμικού Στοχαστικού Υποδείγματος Γενικής Ισορροπίας υποδηλώνει ότι οι πληθωριστικές πιέσεις που οφείλονται στην αύξηση των τιμών των εισαγόμενων παραγωγικών εισροών είναι εντονότερες σε οικονομίες που χαρακτηρίζονται από υψηλό βαθμό δυσκαμψίας των πραγματικών μισθών, καθώς η ύπαρξή τους δεν επιτρέπει στις επιχειρήσεις να απορροφήσουν μέρος του αυξημένου κόστους εισαγωγών μέσω μείωσης του κόστους εργασίας, διατηρώντας τα περιθώρια κέρδους τους σταθερά. Ως αποτέλεσμα, το αυξημένο κόστος μετακυλιέται στις τελικές τιμές, δημιουργώντας έντονες πληθωριστικές πιέσεις, με αρνητικές συνέπειες στην απασχόληση και στο παραγόμενο προϊόν.

Με βάση τα ευρήματα των προσομοιώσεων, η υλοποίηση μεταρρυθμίσεων στην αγορά εργασίας που επιτρέπουν στους μισθούς να ανταποκρίνονται ταχύτερα στις μεταβαλλόμενες οικονομικές συνθήκες, με βάση την παραγωγικότητα της εργασίας, μπορεί να συμβάλει στην αποκλιμάκωση των πληθωριστικών πιέσεων και στη θωράκιση της οικονομίας σε εξωγενείς διαταραχές που αυξάνουν το κόστος παραγωγής των επιχειρήσεων. Επιπλέον, μεταρρυθμίσεις που στοχεύουν στην αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας και της καινοτομίας ενδέχεται να μετριάσουν τις αρνητικές επιδράσεις της δυσκαμψίας των μισθών στη δυναμική του πληθωρισμού, μειώνοντας το κόστος παραγωγής ανά μονάδα προϊόντος. Παράλληλα, η αύξηση της παραγωγικότητας μπορεί να διαδραματίσει καθοριστικό ρόλο στην αποτροπή ενός σπειροειδούς φαύλου κύκλου μισθών-τιμών, καθώς επιτρέπει στους εργαζομένους να ενισχύσουν την αγοραστική τους δύναμη χωρίς να μειώνονται τα ποσοστά κέρδους των επιχειρήσεων.

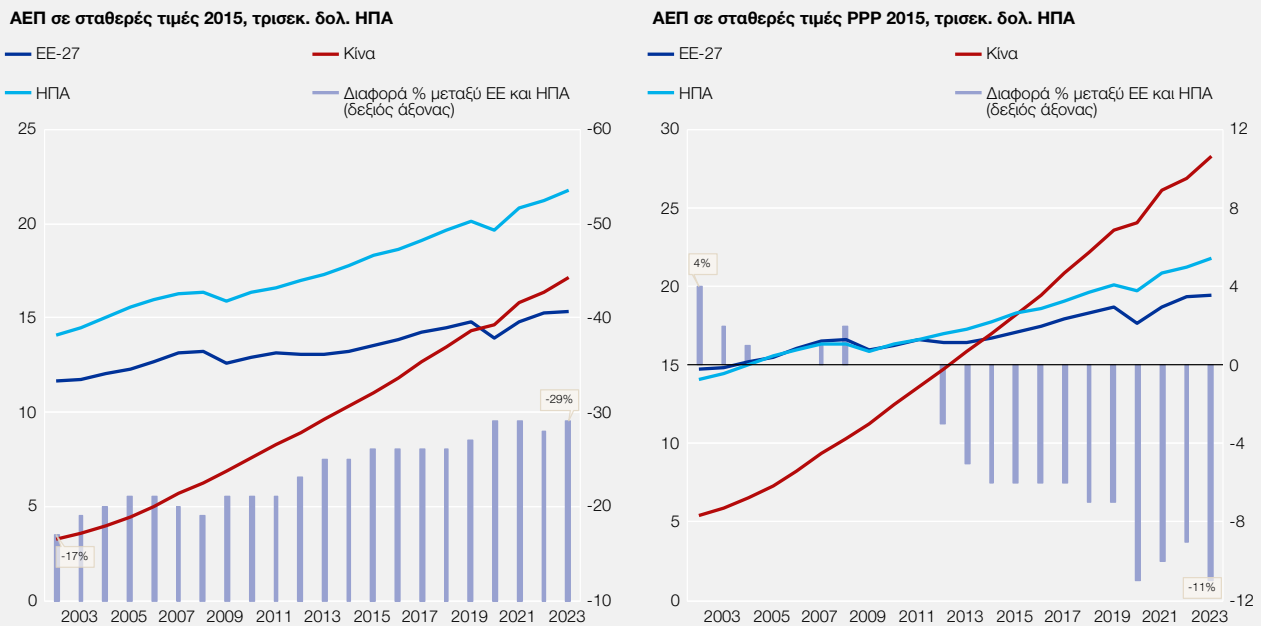
<sup>11</sup> Η αύξηση των κερδών στη βραχυχρόνια περίοδο προέρχεται από την αύξηση της ζήτησης για εμπορεύσιμα αγαθά λόγω του αποτελέσματος υποκατάστασης, καθώς και από την αύξηση των κερδών των επιχειρήσεων που εισάγουν τα ενδιάμεσα αγαθά. Επίσης, βλ. Colonna, F., R. Torrini, and E. Viviano (2023), "The profit share and firm mark-up: how to interpret them?", Bank of Italy Occasional Paper No. 770, για μια ανάλυση όπου η αύξηση των τιμών των εισαγόμενων πρώτων υλών ενδέχεται να οδηγήσει σε αύξηση του λόγου των επιχειρηματικών κερδών προς το ΑΕΠ, διατηρώντας σταθερά τα περιθώρια κέρδους.

Πλαίσιο II.3

**Η ΕΚΘΕΣΗ DRAGHI ΓΙΑ ΤΟ ΜΕΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑΣ: ΠΟΡΙΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ**

Η θωράκιση και ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας της ΕΕ αναδεικνύεται ολοένα περισσότερο σε μείζονα προτεραιότητα ευρωπαϊκής πολιτικής. Από τις αρχές του αιώνα, ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ στην Ευρώπη είναι χαμηλότερος εκείνου στις ΗΠΑ, με κύρια αιτία τη χαμηλότερη μέση αύξηση της παραγωγικότητας, κατά βάση λόγω της υστέρησης ως προς τις επενδύσεις σε τεχνολογία. Κατά το διάστημα αυτό, το κατά κεφαλήν πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα αυξήθηκε σχεδόν με διπλάσιο ρυθμό στις ΗΠΑ από ό,τι στην Ευρώπη (βλ. Διάγραμμα Α). Υπήρξαν ωστόσο την ίδια περίοδο και σημαντικές θετικές εξελίξεις για τις χώρες-μέλη της ΕΕ. Μετά τη διπλή ύφεση του 2008 και του 2012, το ποσοστό ανεργίας σταδιακά υποχώρησε σημαντικά, παρέχοντας στήριξη στην κοινωνική ευημερία και αμβλύνοντας την ανισότητα. Παράλληλα, η Ευρώπη πέτυχε να αυξήσει το μερίδιο των εξαγωγών της σε μεγάλες αναδυόμενες αγορές κυρίως της Ασίας, επωφελούμενη από τις ευνοϊκές συνθήκες που εξασφάλιζε η παγκοσμιοποίηση του διεθνούς εμπορίου υπό καθεστώς ομαλότητας και απρόσκοπτης πολυμερούς συνεργασίας.

Διάγραμμα Α Εξέλιξη του ΑΕΠ



Πηγές: Παγκόσμια Τράπεζα και ΟΟΣΑ.  
 Σημείωση: Η τιμή της % διαφοράς στο πραγματικό ΑΕΠ σε ένα δεδομένο έτος είναι μόνο ενδεικτική. Δεν θα πρέπει να θεωρείται ακριβής εκτίμηση, καθώς οι αποπληθωριστές των τιμών και οι προσαρμογές σε αξία αγοραστικής δύναμης είναι ατελείς. Το ΑΕΠ σε σταθερές τιμές παρέχει πληροφορίες για την αύξηση του όγκου, ενώ η προσαρμογή της αγοραστικής δύναμης επιτρέπει τη σύγκριση από τη σκοπιά του καταναλωτή.

Τα τελευταία έτη όμως, το διεθνές οικονομικό σύστημα μεταβλήθηκε δραστικά, θέτοντας νέες προκλήσεις σε κράτη, επιχειρήσεις και νοικοκυριά. Το παγκόσμιο εμπόριο επιβραδύνθηκε, η γεωπολιτική επανήλθε στο οικονομικό προσκήνιο προκαλώντας τριβές και κατακερματισμό στις διεθνείς εφοδιαστικές αλυσίδες, ενώ ο τεχνολογικός μετασχηματισμός επιταχύνεται. Η Ευρώπη αποδεικνύεται εξαιρετικά ευάλωτη στις μεταβολές αυτές, καθώς είναι συγκριτικά πιο εξωστρεφής σε σχέση με τις ΗΠΑ και την Κίνα.<sup>1</sup> Παράλληλα, η Ευρώπη δεν μπορεί πλέον να βασίζεται στην ομπρέλα ασφαλείας που παρείχαν επί δεκαετίες οι ΗΠΑ και πρέπει να αρχίσει να δαπανά σημαντικούς

1 Bosone, C., E. Dautović, M. Fidora και Giovanni Stamato (2024), "Πώς η γεωπολιτική αλλάζει το διεθνές εμπόριο", ΕΚΤ, Οικονομικό Δελτίο, Τεύχος 2/2024, Πλαίσιο 2.



ίδιους πόρους στους τομείς της άμυνας και της ασφάλειας, ενώ επιπλέον απώλεσε σε μεγάλο βαθμό τα οφέλη σε όρους εισοδήματος και παραγωγικότητας από την ψηφιακή επανάσταση που επέφερε η εξάπλωση του διαδικτύου, με τους κορυφαίους νέους τεχνολογικούς κολοσσούς να εδρεύουν εκτός Ευρώπης. Ταυτόχρονα, οι έως τώρα ευνοϊκές αλληλεξαρτήσεις για φθηνότερη ενέργεια και πρώτες ύλες από τη Ρωσία και την Κίνα δεν αποτελούν πια πλεονέκτημα, αλλά πηγή κινδύνων για την ευημερία και την ανθεκτικότητα των ευρωπαϊκών οικονομιών.

Η έκθεση Draghi με τίτλο “Το μέλλον της ευρωπαϊκής ανταγωνιστικότητας”, η οποία παρουσιάστηκε το Σεπτέμβριο του 2024,<sup>2</sup> περιγράφει τις νέες προκλήσεις των διεθνών οικονομικών σχέσεων για την Ευρώπη και αναδεικνύει με τόλμη τα αίτια της υστέρησης της παραγωγικότητας της ΕΕ έναντι των μεγάλων ανταγωνιστών της, των ΗΠΑ και της Κίνας. Αναλύει τις συγκριτικές διαρθρωτικές αδυναμίες, αλλά και τα συγκριτικά πλεονεκτήματα της ΕΕ, και προτείνει πιθανές στρατηγικές για τη διαφύλαξη ή ανάκτηση της ανταγωνιστικότητας σε τρεις κρίσιμους τομείς: (α) έρευνα και καινοτομία, (β) ενεργειακή μετάβαση και (γ) άμυνα και ασφάλεια. Το παρόν πλαίσιο παρουσιάζει συνοπτικά τα κυριότερα συμπεράσματα της έκθεσης Draghi, τόσο ως προς την ανάλυση του σημείου εκκίνησης όσο και ως προς τις πιθανές πολιτικές αντιμετώπισης των συγκεκριμένων προκλήσεων από την ευρωπαϊκή οικονομία.

### Η Ευρωπαϊκή Ένωση συγκριτικά πιο ευάλωτη στο νέο περιβάλλον

Σήμερα η ΕΕ εμφανίζεται συγκριτικά πιο εκτεθειμένη στο νέο γεωοικονομικό περιβάλλον, διότι σύμφωνα με την έκθεση Draghi:

(α) είναι πιο εξωστρεφής: ο λόγος του διεθνούς εμπορίου ως προς το ΑΕΠ υπερβαίνει το 50% στην ΕΕ, ενώ στην Κίνα είναι 37% και στις ΗΠΑ 27%,

(β) έχει υψηλή εξάρτηση από έναν μικρό αριθμό προμηθευτών για τις εισαγωγές κρίσιμων πρώτων υλών, ενώ εισάγει περισσότερο από το 80% της ψηφιακής τεχνολογίας,

(γ) οι ευρωπαϊκές εταιρίες δαπανούν για ηλεκτρική ενέργεια 2-3 φορές περισσότερο από ό,τι οι ανταγωνίστριες τους σε ΗΠΑ και Κίνα,

(δ) πρακτικώς δεν συμμετείχε στην τεχνολογική επανάσταση του διαδικτύου και της τεχνητής νοημοσύνης: μόνο 4 από τις 50 μεγαλύτερες εταιρίες τεχνολογίας παγκοσμίως είναι ευρωπαϊκές. Το μερίδιο της ΕΕ στα παγκόσμια έσοδα από πώληση τεχνολογίας έχει υποχωρήσει από 22% το 2013 σε 18% το 2023,

(ε) είναι λιγότερο έτοιμη να αντεπεξέλθει σε απειλές για την ασφάλειά της, καθώς μόνο 10 κράτη-μέλη της δαπανούν 2% ή περισσότερο του ΑΕΠ τους για άμυνα, όπως προβλέπουν οι δεσμεύσεις στο πλαίσιο του ΝΑΤΟ.

Η ΕΕ πρέπει να σχεδιάσει και να υλοποιήσει το ταχύτερο δυνατόν μια νέα βιομηχανική πολιτική ενίσχυσης της ανταγωνιστικότητας με τρεις στρατηγικούς στόχους: τη μείωση του τεχνολογικού χάσματος, την απανθρακοποίηση και, τέλος, την ενίσχυση της ασφάλειας και άμυνας και την αύξηση της στρατηγικής της αυτονομίας.

Αναλυτικότερα, η υφιστάμενη κατάσταση ή “το σημείο εκκίνησης” στην ΕΕ και οι σχετικές προτάσεις δράσης στους τρεις τομείς περιγράφονται στην έκθεση Draghi ως εξής:

### Μείωση του τεχνολογικού χάσματος

Το τεχνολογικό χάσμα που έχει δημιουργηθεί τα τελευταία χρόνια μεταξύ Ευρώπης και ΗΠΑ είναι μεγάλο και πρέπει να γεφυρωθεί. Η ΕΕ γενικά έχει εγκλωβιστεί σε μια παραδοσιακή δομή μεταποίησης, όπου οι τρεις εταιρίες με τις υψηλότερες επενδύσεις σε έρευνα και καινοτομία (Ε&Κ) τα τελευταία 20 έτη εντοπίζονται στην αυτοκινητοβιομηχανία, ενώ στις ΗΠΑ οι αντίστοιχες τρεις πρώτες έχουν αντικατασταθεί από εταιρίες τεχνολογίας. Παράλληλα, στη Ευρώπη τα τελευταία 50 έτη δεν έχει δημιουργηθεί εκ του μηδενός καμία εταιρία με σημερινή κεφαλαιοποίηση άνω των 100 δισεκ ευρώ, ενώ την ίδια περίοδο στις ΗΠΑ έχουν ιδρυθεί έξι εταιρίες με σημερινή

2 Draghi, M. (2024), *The future of European competitiveness*.

κεφαλαιοποίηση από 1 έως 3 τρισεκ. ευρώ η κάθε μία, που ανήκουν μάλιστα όλες στον τεχνολογικό κλάδο. Στις υπηρεσίες υπολογιστικού νέφους ο μεγαλύτερος ευρωπαϊκός πάροχος κατέχει μόνο το 2% της αγοράς στην επικράτεια της ΕΕ, ενώ ως προς τα κβαντικά υπολογιστικά συστήματα δεν υπάρχει καμία ευρωπαϊκή εταιρία μεταξύ των διεθνώς μεγάλων κατασκευαστών τους.

Παρά την έλλειψη οικονομικού δυναμισμού στην Ε&Κ στο εσωτερικό της ΕΕ, υπάρχουν ταλέντα και επιστήμονες, έρευνα και επιχειρηματικότητα. Κυριότερα εμπόδια στην εκκίνηση ενός ενάρετου κύκλου ενδυνάμωσης στις νεοφυείς επιχειρήσεις καινοτομίας στην ΕΕ είναι το μικρό μέγεθος και ο κατακερματισμός της αγοράς, η έλλειψη συνεργειών και οικονομιών κλίμακας και η αδυναμία μετατροπής της καινοτόμου ιδέας σε προϊόν και ακολούθως σε επιχειρηματική επιτυχία. Για παράδειγμα, μόνο το 1/3 περίπου από τις κατοχυρωμένες ευρεσιτεχνίες ευρωπαϊκών πανεπιστημίων και ερευνητικών κέντρων αξιοποιείται στη συνέχεια επιχειρηματικά.

Οι καινοτόμες επιχειρήσεις συναντούν πολλά εμπόδια στην προσπάθειά τους να αναπτυχθούν (scale up) στην Ευρώπη, μεταξύ άλλων διότι σε κάθε κράτος-μέλος ισχύει διαφορετικό ρυθμιστικό πλαίσιο. Η εξάλειψη των εμποδίων που θέτουν τα πολλά και διαφορετικά ρυθμιστικά πλαίσια εντός ΕΕ θα βοηθήσει σημαντικά τις νεοφυείς επιχειρήσεις σε Ε&Κ. Για να εξαλειφθεί αυτό το εμπόδιο, η έκθεση Draghi παραθέτει ως κεντρική πρόταση τη δημιουργία μιας νέας μορφής εταιρίας για τις νεοφυείς καινοτόμους επιχειρήσεις με βάση ένα ενιαίο καταστατικό για όλα τα κράτη-μέλη, ενιαία ψηφιακή ταυτότητα που θα διατρέχει όλα τα κράτη-μέλη της ΕΕ, την “Ευρωπαϊκή Επιχείρηση Καινοτομίας” (Innovative European Company), η οποία θα διευκολύνει τις επιχειρήσεις αυτές να αναπτυχθούν με έναν πανευρωπαϊκό ενιαίο αριθμό μητρώου και μία πανευρωπαϊκή ενιαία νομική αντιμετώπιση. Παράλληλα προτείνει την προτεραιοποίηση και επιλεκτική αυξημένη χρηματοδότηση εκείνων των επιχειρηματικών σχεδίων που αφορούν σε υψηλή τεχνολογία, αλλά και την ενθάρρυνση εισόδου στην έρευνα και παραγωγή της τεχνητής νοημοσύνης.

### **Συντονισμένη δράση για την ενεργειακή μετάβαση και την ανταγωνιστικότητα**

Οι πολιτικές για τη μείωση του ανθρακικού αποτυπώματος και για την επίτευξη των φιλόδοξων στόχων που έχουν τεθεί από την Ευρώπη για την ενεργειακή μετάβαση και την αντιμετώπιση της κλιματικής αλλαγής, αν δεν είναι συντονισμένες, ενδέχεται να παραμείνουν κοστοβόρες και να αποβούν εις βάρος της ανταγωνιστικότητας και της ανάπτυξης. Οι τιμές της ενέργειας, αν και έχουν υποχωρήσει, παραμένουν συγκριτικά υψηλές, επιβαρύνοντας την ανταγωνιστικότητα. Το κόστος ηλεκτρικής ενέργειας για τις ευρωπαϊκές επιχειρήσεις παραμένει 2-3 φορές υψηλότερο από ό,τι στις ΗΠΑ, ενώ το κόστος του φυσικού αερίου είναι 4-5 φορές υψηλότερο. Το πρόβλημα δεν πηγάζει όμως μόνο από το ότι η Ευρώπη δεν παράγει επαρκείς φυσικούς πόρους, αλλά και από τον τρόπο λειτουργίας των αγορών ενέργειας. Οι καθαρότερες μορφές ενέργειας επιβαρύνονται από υψηλούς φόρους και προσόδους μεταξύ των συναλλασσόμενων στις αγορές παραγωγών. Για να υποχωρήσει το επίπεδο των τιμών της ενέργειας στην ΕΕ και να περιοριστεί η μεταβλητότητά τους, απαιτείται η αξιοποίηση όλων των πηγών καθαρότερης ενέργειας (ΑΠΕ, πυρηνική, υδρογόνο, βιομάζα), με επιτάχυνση των αδειοδοτήσεων και αύξηση των επενδύσεων για νέες εγκαταστάσεις παραγωγής ενέργειας από τέτοιες πηγές, στην επέκταση των δικτύων μεταφοράς και στις τεχνολογίες αποθήκευσης ενέργειας.

Οι καθαρές μορφές ενέργειας αποτελούν ταυτόχρονα μια σημαντική αναπτυξιακή ευκαιρία για την ΕΕ, και μία ενδιαφέρουσα πρόκληση πολιτικής. Η ΕΕ είναι παγκόσμιος ηγέτης στην τεχνολογία καθαρών μορφών ενέργειας, όπως οι ανεμογεννήτριες, η ηλεκτρολύση για την παραγωγή υδρογόνου κ.ά., με περισσότερο από το 1/5 της παγκόσμιας παραγωγής της σχετικής τεχνολογίας. Ωστόσο, ο αυξανόμενος ανταγωνισμός από την Κίνα, ιδίως στο θέμα των ηλεκτρικών οχημάτων, θέτει σε κίνδυνο την ηγετική θέση της Ευρώπης. Η ενδιαφέρουσα πρόκληση για την ΕΕ είναι η σχέση ανταλλαγής (trade-off) που αντιμετωπίζει: εάν επιθυμεί ταχύτερη και φθηνότερη ενεργειακή μετάβαση, θα πρέπει να παραμείνει εξαρτημένη από εισαγωγές φθηνότερης καθαρής τεχνολογίας από την Κίνα, η οποία ακολουθεί για το σκοπό αυτό μία εκτεταμένη βιομηχανική πολιτική επιδοτήσεων στους εν λόγω τομείς. Μια τέτοια εξάρτηση όμως θα πλήξει την ευρωπαϊκή βιομηχανία παραγωγής τεχνολογίας καθαρής ενέργειας και αυτοκινήτων.

### **Ενίσχυση της ασφάλειας και περιορισμός εξαρτήσεων**

Η ασφάλεια και η ειρήνη αποτελούν προϋπόθεση για διατηρήσιμη οικονομική μεγέθυνση. Οι εντεινόμενοι γεωπολιτικοί κίνδυνοι αυξάνουν την αβεβαιότητα και πλήττουν τις επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου και το διεθνές εμπόριο.

Στις κρίσιμες πρώτες ύλες (ημιαγωγοί, σπάνιες γαίες κ.ά.) παρατηρείται υπερβολική εισαγωγική εξάρτηση της ΕΕ από λίγους προμηθευτές, κυρίως από την Κίνα. Ιδιαίτερα υψηλή είναι η εξάρτηση της Ευρώπης στις διεθνείς αλυσίδες παραγωγής ημιαγωγών, όπου η αγορά κυριαρχείται από λίγες μεγάλες εταιρίες. Οι ΗΠΑ εξειδικεύονται στο σχεδιασμό των μικροεπεξεργαστών, η Κορέα, η Ταϊβάν και η Κίνα στην παραγωγή τους, ενώ η Ιαπωνία και λίγα κράτη-μέλη της ΕΕ παράγουν τμήματα του αναγκαίου εξοπλισμού παραγωγής τους. Συνολικά η μέση εξάρτηση της ΕΕ από άλλες χώρες για ψηφιακά προϊόντα, υπηρεσίες και υποδομές βρίσκεται στο 90% (βλ. Διάγραμμα Β), με το ποσοστό αυτό σε τμήματα της σχετικής παγκόσμιας αλυσίδας προϊόντων και υπηρεσιών να κυμαίνεται από 80-81% (ψηφιακή πνευματική ιδιοκτησία και εξοπλισμός) έως 100% (μνήμες) και με τις επιπτώσεις αυτής της εξάρτησης στις διεθνείς εφοδιαστικές αλυσίδες να γίνονται εμφανείς κατά την πανδημική κρίση.

Η αύξηση της στρατηγικής αυτονομίας της Ευρώπης συνδέεται όμως με κάποια κόστη, τουλάχιστον μεσοπρόθεσμα. Απαιτείται η διαφοροποίηση του κινδύνου εξάρτησης με την προσθήκη και άλλων βασικών προμηθευτών, που δεν είναι απαραίτητα οι φθηνότεροι. Προτείνεται η υιοθέτηση μιας ουσιαστικής “εξωτερικής οικονομικής πολιτικής” σε επίπεδο ΕΕ, η οποία θα συντονίζει τις διεθνείς εμπορικές συμφωνίες με προτιμησιακό καθεστώς και θα κατευθύνει ευρωπαϊκούς πόρους σε άμεσες επενδύσεις σε χώρες με πλούσια κοιτάσματα και στην ενίσχυση του μεριδίου της ευρωπαϊκής βιομηχανίας μικροεπεξεργαστών.

Ως προς την άμυνα, η κυριότερη αδυναμία της ΕΕ είναι ο κατακερματισμός των παραγγελιών<sup>3</sup> και της παραγωγής της αμυντικής βιομηχανίας, με αποτέλεσμα αφενός το υψηλότερο κόστος προμηθειών, ακόμη και σε σχέση με τις ΗΠΑ, όπου το κόστος εργασίας είναι υψηλότερο της Ευρώπης, και αφετέρου τη μειωμένη αμυντική ικανότητα και ετοιμότητα.<sup>4</sup> Αν και η ΕΕ δαπανά στην άμυνα και στους εξοπλισμούς το δεύτερο υψηλότερο ποσοστό σε σχέση με το ΑΕΠ παγκοσμίως, το 2022 μόνο το 20% αυτής της δαπάνης κατευθύνθηκε σε ευρωπαϊκές εταιρίες, ενώ το 63% κατευθύνθηκε στις ΗΠΑ, με εύλογο επακόλουθο την απώλεια δυναμισμού και οικονομιών κλίμακας από τις εταιρίες άμυνας και αεροδιαστημικής της ΕΕ. Συνεπώς, στην άμυνα θα απαιτηθεί πρωτίστως κοινός σχεδιασμός προμηθειών και πολυετής προγραμματισμός παραγγελιών με δέσμευση πόρων ώστε να υλοποιηθούν οι αναγκαίες επενδύσεις για την επέκταση των υποδομών. Παράλληλα, απαιτείται αύξηση της διαλειτουργικότητας των οπλικών συστημάτων των επιμέρους ευρωπαϊκών βιομηχανιών. Στόχος θα πρέπει να τεθεί η αύξηση των οικονομιών κλίμακας στην παραγωγή, χωρίς όμως να πληγεί ο ανταγωνισμός εντός της ΕΕ.

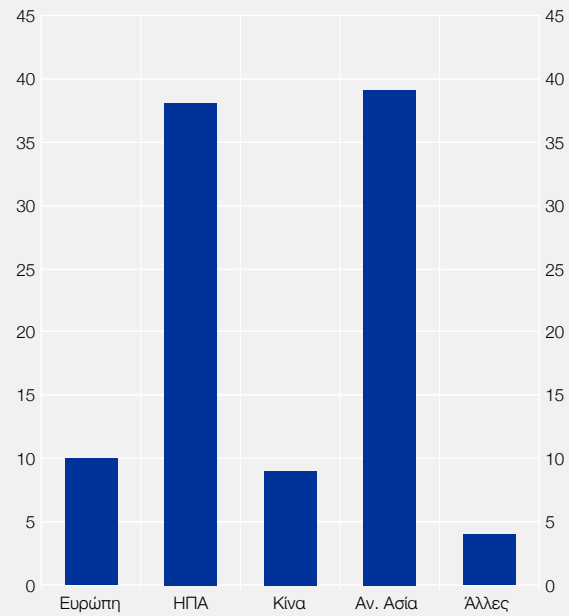
### Εμπόδια και χρηματοδότηση

Η έκθεση Draghi συνοψίζει τριών ειδών βασικά εμπόδια στην ανταγωνιστικότητα της Ευρώπης: (α) την έλλειψη εστίασης, σαφών προτεραιοτήτων και δράσεων, (β) τη σπατάλη πόρων και (γ) την έλλειψη συντονισμού πολιτικών.

Δεν έχει ολοκληρωθεί η Ενιαία Αγορά ούτε η Ένωση Κεφαλαιαγορών (CMU) και η χρηματοδότηση των επενδύσεων στην Ευρώπη, σε αντίθεση με τις ΗΠΑ, βασίζεται στον τραπεζικό δανεισμό, ο οποίος όμως δεν είναι κα-

**Διάγραμμα Β Συνολικό μερίδιο ανά γεωγραφική περιοχή στις παγκόσμιες αλυσίδες αξίας ημιαγωγών**

(% επί του παγκόσμιου συνόλου το 2019)



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων από την έκθεση Draghi (2024).

3 Στην Ευρώπη π.χ. χρησιμοποιούνται 12 διαφορετικοί τύποι άρματος μάχης, ενώ στις ΗΠΑ μόνο ένας.

4 Το εκτιμώμενο κόστος ενός άρματος μάχης 3ης γενιάς Leopard 2A8 (Γερμανίας) είναι 29 εκατ. ευρώ, ενώ ενός M1A2 Abrams (ΗΠΑ) είναι 17,5 εκατ. ευρώ. Βλ. Mejino-López, J. and G.B. Wolff (2024), “A European defence industrial strategy in a hostile world”, Policy Brief, No. 29, 20 November, Bruegel.

τάλληλος για χρηματοδότηση της E&K. Το κατακερματισμένο διοικητικό και ρυθμιστικό πλαίσιο εξακολουθεί να αναφέρεται από τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις ως ο κυριότερος ανασχετικός παράγοντας για την ανάπτυξή τους διεθνώς. Οι διαθέσιμοι ευρωπαϊκοί πόροι σπαταλούνται μέσα από την κατάρτιση παραγγελιών και προμηθειών και διαφεύγουν εκτός Ευρώπης. Ομοίως όσον αφορά την E&K, ενώ ο δημόσιος τομέας στην Ευρώπη δαπανά συνολικά σχεδόν όσο ο αντίστοιχος των ΗΠΑ (0,74% του ΑΕΠ το 2021, έναντι 0,65% στις ΗΠΑ), ο ιδιωτικός τομέας δαπανά σημαντικά λιγότερα, καθώς η αγορά κεφαλαίων στην Ευρώπη είναι πιο περιορισμένη και ακόμη ανολοκλήρωτη. Το μερίδιο της ΕΕ στα κεφάλαια επιχειρηματικού κινδύνου (venture capital) που επενδύονται διεθνώς είναι μόνο 5%, έναντι 40% για την Κίνα και 52% για τις ΗΠΑ. Παράλληλα ο βραδύς ρυθμός των θεσμικών και νομοθετικών διαδικασιών στην ΕΕ, όπου μεσολαβούν τουλάχιστον 19 μήνες από την υποβολή της πρότασης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής έως την υπογραφή του σχετικού νομοθετήματος, χωρίς να συνυπολογίζεται ο χρόνος που απαιτείται για την ενσωμάτωσή του στην εθνική έννομη τάξη των επιμέρους κρατών-μελών.

Για την αντιμετώπιση αυτών των προκλήσεων, η έκθεση Draghi υπολογίζει ότι θα απαιτηθούν τεράστιες επιπλέον επενδύσεις ύψους 750-800 δισεκ. ευρώ ετησίως, ύψος που αντιστοιχεί σε 4,4%-4,7% του ΑΕΠ της ΕΕ-27. Ο λόγος των επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου προς το ΑΕΠ θα πρέπει να αυξηθεί περί τις 5 ποσοστιαίες μονάδες, δηλ. σε επίπεδα που έχουν να επιτευχθούν από τις δεκαετίες του '60 και '70. Το μέγεθος αυτό δεν έχει ιστορικό προηγούμενο, καθώς οι επιπλέον επενδύσεις π.χ. που πραγματοποιήθηκαν μέσω του Σχεδίου Μάρσαλ την περίοδο 1948-51 ανέρχονταν σε 1-2% του ΑΕΠ περίπου ετησίως. Η κινητοποίηση ιδιωτικών πόρων τέτοιου ύψους δεν μπορεί να επιτευχθεί χωρίς την αρχική συνδρομή του δημόσιου τομέα, του οποίου η συνεισφορά κυμαίνεται ιστορικά στην Ευρώπη περί το 20% του συνόλου της χρηματοδότησης. Η σταδιακή ενίσχυση της παραγωγικότητας εκτιμάται ότι θα μειώσει προοδευτικά το δημοσιονομικό βάρος μια τέτοιας δαπάνης. Υπολογίζεται ότι μία αύξηση της συνολικής παραγωγικότητας κατά 2% σε βάθος δεκαετίας θα κάλυπτε έως και το 1/3 των αναγκαίων δημοσιονομικών δαπανών.

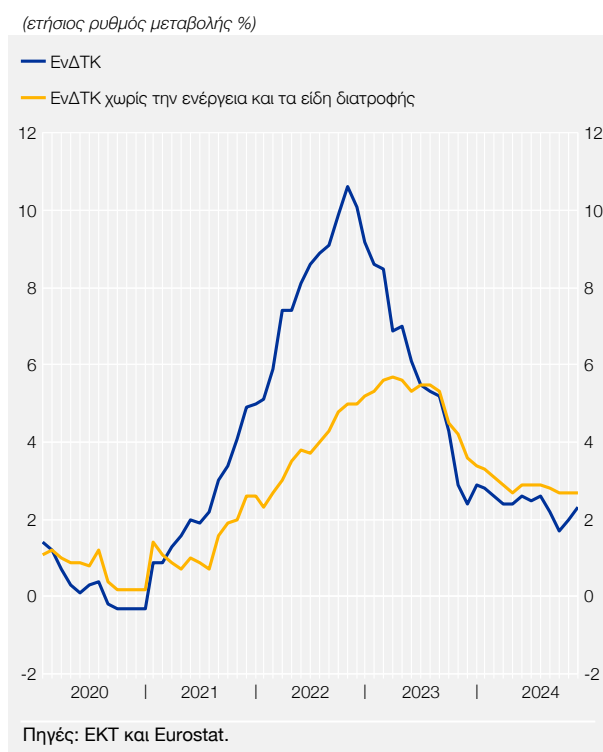
### Συμπέρασμα

Οι προκλήσεις που αντιμετωπίζει η Ευρώπη είναι σύνθετες και συνεπώς οι κυβερνήσεις και τα ευρωπαϊκά θεσμικά όργανα καλούνται να λάβουν δύσκολες αποφάσεις. Η επιλογή της αδράνειας ή παράλυσης, όπως έχει φανεί, ενισχύει την ανασφάλεια και την αβεβαιότητα. Μέσα στο νέο περιβάλλον διεθνών οικονομικών σχέσεων που διαμορφώνεται, του κατακερματισμού και της επιβραδυνόμενης παγκοσμιοποίησης, η ΕΕ οφείλει να δράσει άμεσα, συντονισμένα και αποτελεσματικά, ώστε να αυξήσει την ανθεκτικότητά της και να διαφυλάξει την ασφάλεια και την ευημερία των πολιτών της. Για να επιτευχθεί ένας ικανοποιητικός και διατηρήσιμος ρυθμός ανάπτυξης, τέτοιος ώστε να γεφυρωθεί το χάσμα ανταγωνιστικότητας που έχει δημιουργηθεί έναντι των ΗΠΑ και της Κίνας, θα πρέπει να υιοθετηθεί και να εφαρμοστεί ένα πανευρωπαϊκό σχέδιο με στόχο μια μεγάλης κλίμακας αύξηση των παραγωγικών επενδύσεων στην καινοτομία, την ενεργειακή μετάβαση και την άμυνα. Προηγουμένως θα απαιτηθούν προσεκτική κατάρτιση του σχεδίου, προτεραιοποίηση των μεταρρυθμίσεων, δημοκρατική νομιμοποίηση των αποφάσεων και, φυσικά, συντονισμός των διαφόρων πολιτικών και συνεργασία μεταξύ των κρατών-μελών.

# Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Το δεύτερο εξάμηνο του 2024 ο καταγραφόμενος πληθωρισμός και οι περισσότεροι δείκτες του υποκείμενου πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ συνέχισαν την πορεία αποκλιμάκωσης που είχε ξεκινήσει το 2023. Τον Ιούνιο του 2024, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ μείωσε τα βασικά επιτόκια κατά 25 μονάδες βάσης. Κατόπιν, το Σεπτέμβριο, τον Οκτώβριο και το Δεκέμβριο, το Διοικητικό Συμβούλιο μείωσε και πάλι, κατά 25 μονάδες βάσης κάθε φορά, το επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων, το οποίο χαρακτηρίζεται πλέον ως το επιτόκιο που προσδιορίζει την κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Οι αποφάσεις αυτές του Διοικητικού Συμβουλίου βασίστηκαν στις διαγραφόμενες ευνοϊκές προοπτικές του πληθωρισμού (επίτευξη του στόχου του 2% κατά το 2025), στη δυναμική του υποκείμενου πληθωρισμού και στην έκταση στην οποία διαπιστώνεται ότι η επίδραση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής μεταδίδεται στην πραγματική οικονομία της ζώνης του ευρώ. Το Διοικητικό Συμβούλιο έχει καταστήσει σαφές ότι δεν δεσμεύεται ως προς τη μελλοντική πορεία του επιτοκίου πολιτικής.

Διάγραμμα III.1 Πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2020-Νοέμβριος 2024)



## 1 ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ<sup>1</sup>

Κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2024 ο καταγραφόμενος πληθωρισμός και πολλοί από τους δείκτες του υποκείμενου πληθωρισμού υποχώρησαν περαιτέρω στη ζώνη του ευρώ (βλ. Διάγραμμα III.1). Οι περισσότεροι δείκτες μακροπρόθεσμων πληθωριστικών προσδοκιών διατηρήθηκαν περί το 2% και επισημάνθηκε από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ειδικότερα ότι οι σχετικοί δείκτες οι οποίοι εξάγονται από τις εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές συγκλίνουν προς το 2%.

Το Διοικητικό Συμβούλιο επιβεβαίωσε ότι κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2025 ο ρυθμός πληθωρισμού θα φθάσει πλέον στο στόχο του 2%. Στην προσέγγιση του πληθωρισμού στο στόχο θα συμβάλουν η συγκράτηση των μισθολογικών αυξήσεων, η οποία αναμένεται να λάβει σημαντική έκταση κατά το 2025, η αυστηροποίηση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής κατά τα προηγούμενα έτη, η οποία εξακολουθεί (δεδομένων των χρονικών υστερήσεων με τις οποίες επενεργεί) να επηρεάζει τις συνθήκες χρηματοδότησης στη ζώνη του ευρώ προς περιοριστική κατεύθυνση, όπως επίσης και η αποδρομή πλέον των επιδράσεων στις τιμές από την ενεργειακή κρίση του 2021-2022, από τις ελλείψεις εισροών (την περίοδο 2020-2023) και από την επανεκκίνηση της οικονομίας μετά την πανδημία (2022-2023).

<sup>1</sup> Το κεφάλαιο ενσωματώνει πληροφορίες και στοιχεία που ήταν διαθέσιμα μέχρι τις 12.12.2024.

**Πίνακας III.1 Βασικά επιτόκια του Ευρωσυστήματος**

(ποσοστά % ετησίως)

Ημερομηνία μεταβολής επιτοκίων <sup>1</sup>	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 Φεβ.	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. <sup>2</sup>	3,50	3,65	3,90
23 Οκτ.	3,25	3,40	3,65
18 Δεκ.	3,00	3,15	3,40

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 Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επισήμανε ότι το ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ ενισχύθηκε στη διάρκεια του α΄, του β΄ και του γ΄ τριμήνου του τρέχοντος έτους μετά από πολύμηνη στασιμότητα. Υπάρχουν ενδείξεις ότι η οικονομική δραστηριότητα εξασθενεί κατά το δ΄ τρίμηνο. Αναμένεται ωστόσο ενδυνάμωση του ΑΕΠ κατά τα επόμενα έτη και το Διοικητικό Συμβούλιο εκτιμά ότι η ανάκαμψη θα υποστηριχθεί από την άνοδο των πραγματικών εισοδημάτων καθώς ο πληθωρισμός έχει επιβραδυνθεί, ενώ έχει καταγραφεί αύξηση των μισθών τα τελευταία έτη στη ζώνη του ευρώ, η οποία εξασθενεί βέβαια πλέον.

Οι συνθήκες στις αγορές εργασίας στη νομισματική ένωση παρέμειναν ευνοϊκές, με ιστορικά χαμηλό ποσοστό ανεργίας και συνεχιζόμενη άνοδο της απασχόλησης, αν και οι αναγγελίες κενών θέσεων εργασίας έχουν μειωθεί. Οι συνθήκες χρηματοδότησης στη ζώνη του ευρώ παραμένουν, όπως προαναφέρθηκε, περιοριστικές. Τα επιτόκια των επιχειρηματικών και των στεγαστικών δανείων σημείωσαν μειώσεις το 2024. Παρατηρήθηκε ενίσχυση της πιστωτικής επέκτασης τόσο προς τις επιχειρήσεις όσο και προς τα νοικοκυριά. Ο ρυθμός μεταβολής της προσφοράς χρήματος με την ευρεία έννοια (M3) αυξήθηκε από πολύ χαμηλές τιμές.

Υπενθυμίζεται ότι κατά το 2023 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αύξησε τα βασικά επιτόκια έξι φορές. Μετά το Σεπτέμβριο του 2023 και μέχρι και το Μάιο του 2024 τα βασικά επιτόκια του Ευρωσυστήματος παρέμειναν αμετάβλητα.

Οι αποφάσεις πολιτικής επιτοκίων βασίζονται σε συνεκτίμηση ποικιλίας διαθέσιμων οικονομικών

στοιχείων και κατ' αρχήν αφορούν ορίζοντα μέχρι την επόμενη συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου, οπότε και επανεξετάζονται οι οικονομικές εξελίξεις και αξιολογούνται εκ νέου οι προοπτικές του πληθωρισμού.

Τον Απρίλιο του 2024 το Διοικητικό Συμβούλιο διευκρίνισε ότι τα βασικά επιτόκια ήταν πλέον σε επίπεδα στα οποία, αν διατηρούνταν επί μακρόν, θα είχαν αποφασιστική συμβολή στην έγκαιρη επιστροφή του πληθωρισμού στο στόχο. Επιπλέον, το Διοικητικό Συμβούλιο ανακοίνωσε ότι, στο μέτρο που θα θεμελιωνόταν στερεότερα η πεποίθηση ότι αφενός ο πληθωρισμός συνέκλινε προς το στόχο και αφετέρου ότι η σύγκλιση αυτή δεν θα αποδειχθεί παροδική, θεωρείτο ενδεδειγμένος μετριασμός της αυστηροποίησης της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ.

Έτσι, 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 νομισματικού περιορισμού, καθώς σε σύγκριση με το Σεπτέμβριο του 2023 ο ρυθμός πληθωρισμού είχε επιβραδυνθεί πάνω από 2,5 ποσοστιαίες μονάδες και οι προοπτικές για περαιτέρω μείωση είχαν βελτιωθεί σημαντικά. Ο υποκείμενος πληθωρισμός είχε επίσης περιοριστεί και οι πληθωριστικές προσδοκίες είχαν αναθεωρηθεί προς τα κάτω. Από την άλλη

πλευρά, το Διοικητικό Συμβούλιο τόνισε ότι, παρά το σταδιακό περιορισμό των πληθωριστικών πιέσεων, ο εγχώριος πληθωρισμός εξακολουθούσε να είναι υψηλός.

Το Σεπτέμβριο του 2024 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ προέβη σε περαιτέρω μείωση του επιτοκίου στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων, που πλέον χαρακτηρίζεται ως το επιτόκιο που προσδιορίζει την κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, κατά 25 μονάδες βάσης. Πάντως, το Διοικητικό Συμβούλιο τόνισε ότι δεν δεσμεύεται ως προς την ακριβή μελλοντική πορεία του εν λόγω επιτοκίου πολιτικής.

Η απόφαση για αυτό το δεύτερο βήμα μετριασμού του νομισματικού περιορισμού εκ μέρους του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ βασίστηκε στην εξέταση των προοπτικών του καταγραφόμενου πληθωρισμού, συμπεριλαμβανομένων των μακροοικονομικών προβολών του Σεπτεμβρίου, και έλαβε επίσης υπόψη τη δυναμική του υποκείμενου πληθωρισμού και την εκτίμηση του βαθμού στον οποίο η ενιαία νομισματική πολιτική μεταδίδεται στην πραγματική οικονομία της ζώνης του ευρώ.

Υπενθυμίζεται ότι, με έναυσμα την υπό εξέλιξη εξομάλυνση του ισολογισμού του Ευρωσυστήματος, το Μάρτιο του 2024 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αναθεώρησε το λειτουργικό πλαίσιο εφαρμογής της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Με βάση την εν λόγω αναθεώρηση, το επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων στις εθνικές κεντρικές τράπεζες αναγνωρίζεται ως το επιτόκιο που προσδιορίζει την κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Το επιτόκιο στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης τίθεται, από 18 Σεπτεμβρίου 2024 και εξής, 15 μονάδες βάσης πάνω από το προαναφερθέν επιτόκιο πολιτικής και το επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης με τη σειρά του διατηρείται 25 μονάδες βάσης πάνω από το επιτόκιο στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης.

Τον Οκτώβριο του 2024 το επιτόκιο πολιτικής μειώθηκε εκ νέου κατά 25 μονάδες βάσης. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ τόνισε ιδιαίτερα το ρόλο που έπαιξαν σε αυτή του την απόφαση το ότι σύμφωνα με τις πρόσφατα συγκεντρωθείσες πληροφορίες η διαδικασία αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού προχωρούσε ομαλά, το ότι ήταν θετικές για τις προοπτικές του πληθωρισμού οι ενδείξεις που παρουσιάζονταν για εξασθένηση της οικονομικής δραστηριότητας, καθώς επίσης και η διαπίστωση 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 πολιτικής. Το Διοικητικό Συμβούλιο επισήμανε ότι η διαδικασία αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού σημειώνει πρόοδο και ότι η πλειονότητα των δεικτών υποκείμενου πληθωρισμού υποδηλώνει ότι ο καταγραφόμενος πληθωρισμός πρόκειται να σταθεροποιηθεί περί το μεσοπρόθεσμο στόχο του 2%, σταθεροποίηση η οποία εκτιμάται ότι δεν θα είναι παροδική αλλά θα έχει διάρκεια. Ο εγχώριος πληθωρισμός έχει συγκρατηθεί, εντούτοις παραμένει σε υψηλά επίπεδα, επειδή τόσο οι μισθοί όσο και οι τιμές σε ορισμένους τομείς της οικονομίας εξακολουθούν να επηρεάζονται από την επιτάχυνση του πληθωρισμού κατά τα προηγούμενα έτη. Το Διοικητικό Συμβούλιο επίσης σημείωσε ότι οι συνθήκες χρηματοδότησης καθίστανται προοδευτικά χαλαρότερες, καθώς η μείωση των επιτοκίων πολιτικής κατά τους προηγούμενους μήνες έχει υποστηρίξει αποκλιμάκωση του κόστους δανεισμού των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών. Παρά ταύτα οι συνθήκες χρηματοδότησης δεν έχουν παύσει να είναι περιοριστικές, ενώ το κόστος εξυπηρέτησης των υφισταμένων δανείων εξακολουθεί να ενσωματώνει τις προηγηθείσες αυξήσεις των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ. Όπως επιτάσσει η στρατηγική της νομισματικής πολιτικής, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ προέβη σε διεξοδική ανάλυση της αλληλεπίδρασης μεταξύ ενιαίας νομισματικής πολιτικής και χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Σύμφωνα με την ανάλυση αυτή, οι τράπεζες στη ζώνη του ευρώ εξακολουθούν να είναι ανθεκτικές και υφίστανται μόνον λίγες ενδείξεις εντάσεων στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Εντούτοις, το Διοικητικό Συμβούλιο θεωρεί ότι οι κίνδυνοι για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα παραμένουν οξυμένοι. Το Διοικητικό Συμβούλιο τόνισε ότι η μακροπροληπτική εποπτεία συνιστά την πρώτη γραμμή άμυνας έναντι της ανάπτυξης ευαλωτοτήτων στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, προάγει την ανθεκτικότητα και δημιουργεί περιθώρια ασφαλείας.

Όσον αφορά μέτρα νομισματικής πολιτικής εκτός των μεταβολών των βασικών επιτοκίων, κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2024 το ύψος του χαρτοφυλακίου των χρεογράφων τα οποία είχαν αποκτηθεί από το Ευρωσύστημα στο πλαίσιο του προγράμματος αγοράς τίτλων REPP ελαττωνόταν πλέον κατά 7,5 δισεκ. ευρώ κατά μέσο όρο ανά μήνα, καθώς δεν επανεπενδύονταν ολόκληρο το προϊόν της λήξης υφιστάμενων τίτλων, αλλά μόνο μέρος αυτού. Στο τέλος του 2024 οι εν λόγω επανεπενδύσεις θα μηδενιστούν.

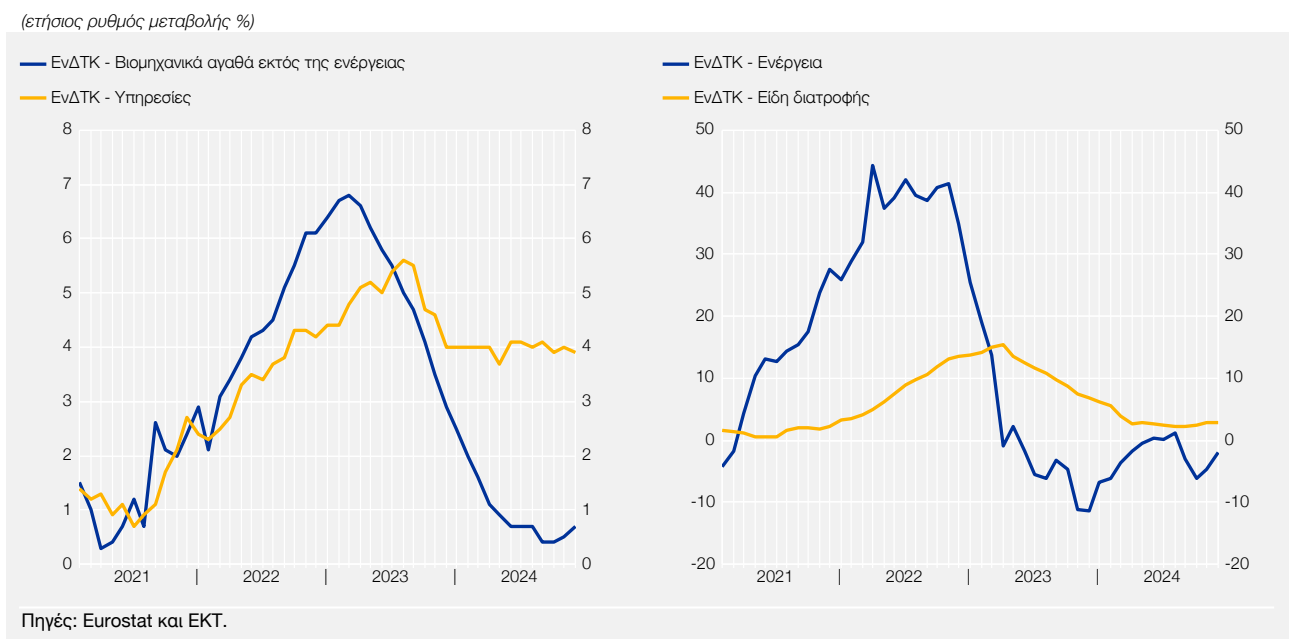
## 2 Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ: ΧΑΡΑΞΗ ΚΑΙ ΕΦΑΡΜΟΓΗ

### Εξέλιξη των τιμών, της οικονομικής δραστηριότητας, της απασχόλησης και της ανεργίας

Η ανάλυση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2024 επικεντρώθηκε στις εξής εξελίξεις: ο καταγραφόμενος πληθωρισμός ακολούθησε ήπια πτωτική τάση. Ειδικότερα, ο ρυθμός πληθωρισμού των τιμών των αγαθών, συμπεριλαμβανομένων των τιμών των ειδών διατροφής, έβαινε επιβραδυνόμενος κατά το πλείστον. Αντίθετα, ο ρυθμός ανόδου των τιμών των υπηρεσιών διατηρήθηκε επί πολλούς μήνες σε υψηλά επίπεδα (βλ. Διάγραμμα III.2). Πάντως, η πλειονότητα των δεικτών του υποκείμενου πληθωρισμού υποδεικνύει αποκλιμάκωση. Οι μισθολογικές αυξήσεις κατέγραψαν επιβράδυνση με αποτέλεσμα, παρά την προηγηθείσα συρρίκνωση της παραγωγικότητας, ο ρυθμός αύξησης του μοναδιαίου κόστους εργασίας να περιορίζεται, αν και κινείται ακόμη σε υψηλά επίπεδα (βλ. Διάγραμμα III.3). Η ταυτόχρονη συγκράτηση της ανόδου της κερδοφορίας υποδηλώνει ότι οι επιχειρήσεις απορροφούν σε κάποια έκταση τις μισθολογικές αυξήσεις χωρίς να αναπροσαρμόζουν αντίστοιχα τις τιμές των προϊόντων. Συνολικά, πάντως, οι εγχώριες πληθωριστικές πιέσεις κυρίως λόγω των μισθολογικών αυξήσεων εξακολουθούσαν να χαρακτηρίζονται από το Διοικητικό Συμβούλιο ως ισχυρές.

Από την άλλη πλευρά, οι περισσότεροι δείκτες μακροπρόθεσμων πληθωριστικών προσδοκιών λάμβαναν τιμές γύρω στο 2% (βλ. Διαγράμματα III.4 και III.5). Ειδικότερα σημειώθηκε ότι οι δείκτες του μεσομακροπρόθεσμα αναμενόμενου πληθωρισμού που τεκμαίρονται από τις εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές ακολούθησαν πορεία σύγκλισης προς το επίπεδο του 2%.

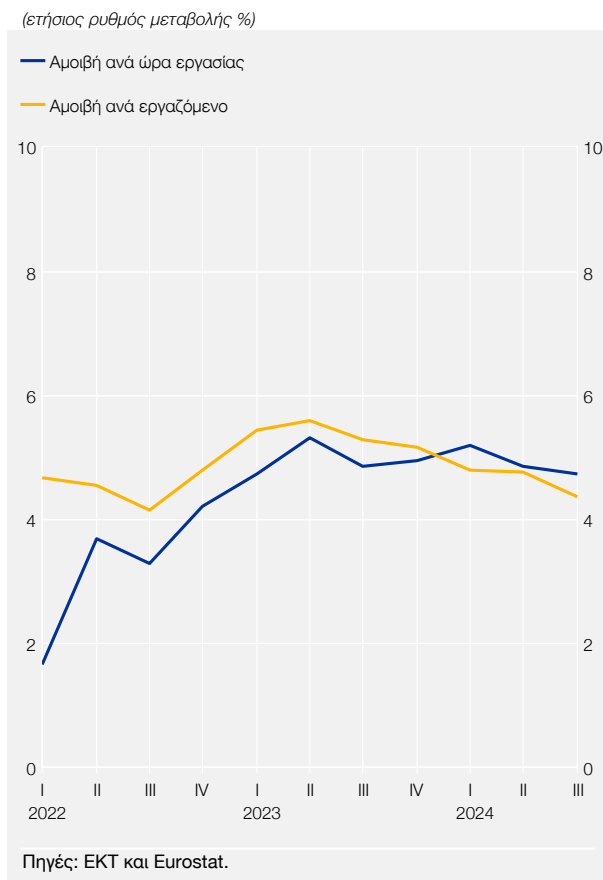
Διάγραμμα III.2 Επιμέρους δείκτες πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2021-Νοέμβριος 2024)





Το Δεκέμβριο του 2024 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ διατύπωσε την εκτίμηση ότι ο ρυθμός πληθωρισμού δεν θα μεταβληθεί σημαντικά κατά τους αμέσως επόμενους μήνες, εν μέρει λόγω του ότι δεν αναμένεται να επαναληφθούν οι σημαντικές μειώσεις των τιμών της ενέργειας που είχαν καταγραφεί κατά τους τελευταίους μήνες (δεύτερο εξάμηνο του 2024). Κατόπιν, κατά το 2025 ο ρυθμός πληθωρισμού αναμένεται να προσεγγίσει το στόχο του 2%. Το Διοικητικό Συμβούλιο αποδίδει την αναμενόμενη αποκλιμάκωση του πληθωρισμού στην προσδοκώμενη περαιτέρω εξασθένηση των μισθολογικών αυξήσεων, στη συνέχιση της επίδρασης της περιοριστικής κατεύθυνσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, όπως επίσης και στην εξάλειψη πλέον της επιρροής της ενεργειακής κρίσης (2021-2022), των ελλείψεων εισροών που δημιούργησε η πανδημία και οι γεωπολιτικές εξελίξεις στο πρόσφατο παρελθόν (2020-2023), αλλά και των αποτελεσμάτων της επανεκκίνησης της οικονομίας μετά την προοδευτική αποδρόμή της πανδημίας (2022-2023). Με βάση τις πιο πρόσφατες μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Δεκέμβριος 2024), το Διοικητικό Συμβούλιο αναμένει καταγραφόμενο ρυθμό πληθωρισμού σε ετήσια βάση 2,4% το 2024, 2,1% το 2025, 1,9% το 2026 και 2,1% το 2027 (βλ. Πίνακα ΙΙΙ.2). Οι αντίστοιχες προβολές για τον πυρήνα του πληθωρισμού είναι 2,9% το 2024, 2,3% το 2025 και 1,9% το 2026 και το 2027 (βλ. Πίνακα ΙΙΙ.2).

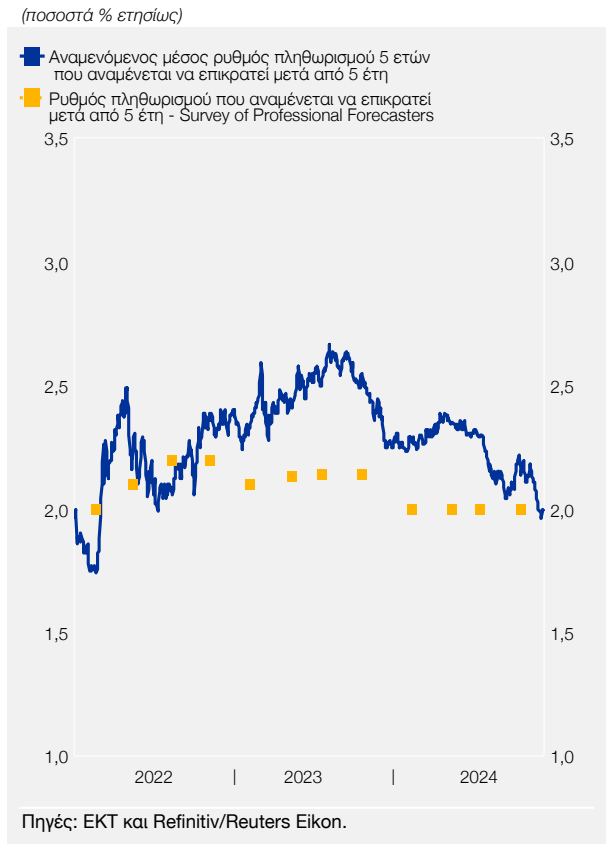
Διάγραμμα ΙΙΙ.3 Αμοιβή της εργασίας στη ζώνη του ευρώ  
(α' τρίμηνο 2022-γ' τρίμηνο 2024)



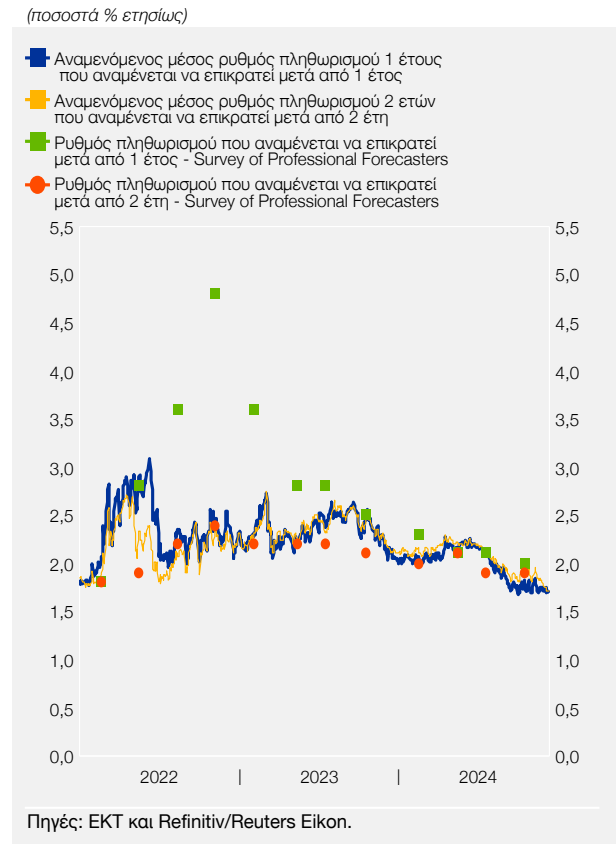
Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ διακρίνει τους εξής ανοδικούς κινδύνους σχετικά με τις προοπτικές του πληθωρισμού: (α) το ενδεχόμενο απροσδόκητης αύξησης των τιμών της ενέργειας και του κόστους μεταφοράς, καθώς και το ενδεχόμενο συρρίκνωσης του διεθνούς εμπορίου λόγω γεωπολιτικών παραγόντων, (β) το ενδεχόμενο ακραία καιρικά φαινόμενα, δεδομένης της κλιματικής αλλαγής, να ασκήσουν ανοδικές πιέσεις στις τιμές των τροφίμων. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επισημαίνει ως καθοδικό κίνδυνο το ενδεχόμενο η συνολική ζήτηση να αποδειχθεί ασθενέστερη από την αναμενόμενη, εξαιτίας χειροτέρευσης του εξωτερικού περιβάλλοντος της ζώνης του ευρώ ή αρνητικής επίδρασης στις καταναλωτικές και επενδυτικές δαπάνες στο πλαίσιο εξασθένησης της εμπιστοσύνης και ανησυχίας λόγω των γεωπολιτικών εξελίξεων ή στην περίπτωση που η περιοριστική επίδραση της νομισματικής πολιτικής η οποία ασκήθηκε κατά τα προηγούμενα έτη με τις αυξήσεις των επιτοκίων πολιτικής κ.λπ. αποδειχθεί μακροβιότερη από ό,τι ήδη έχει ληφθεί υπόψη. Το Διοικητικό Συμβούλιο επισήμανε ότι εάν πολλαπλασιασθούν οι τριβές όσον αφορά το διεθνές εμπόριο, οι προοπτικές του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ θα καταστούν περισσότερο αβέβαιες.

Το ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ κατέγραψε αύξηση στη διάρκεια του α', του β' και του γ' τριμήνου του 2024 μετά από πέντε συναπτά τρίμηνα στασιμότητας (βλ. Διάγραμμα ΙΙΙ.6). Οι πρόσφατες έρευνες πεδίου καταδεικνύουν ότι το προϊόν του μεταποιητικού τομέα συρρικνώνεται, ενώ επιβραδύνεται και η επέκταση του τομέα των υπηρεσιών. Το Διοικητικό Συμβούλιο θεωρεί ότι μελλοντικά το ΑΕΠ θα επιταχυνθεί, στηριζόμενο σε άνοδο των πραγματικών εισοδημάτων λόγω αφενός της συγκράτησης του πληθωρισμού και αφετέρου της μέχρι πρόσφατα ανοδικής τάσης

**Διάγραμμα III.4 Μακροπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες στη ζώνη του ευρώ (3 Ιανουαρίου 2022-6 Δεκεμβρίου 2024)**



**Διάγραμμα III.5 Μεσοπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες στη ζώνη του ευρώ (3 Ιανουαρίου 2022-6 Δεκεμβρίου 2024)**



των μισθών στη ζώνη του ευρώ. Εφόσον οι εντάσεις όσον αφορά το διεθνές εμπόριο δεν χειροτερεύσουν, προσδοκάται επίσης επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών από τη ζώνη του ευρώ, λόγω επιτάχυνσης της παγκόσμιας οικονομίας. Τέλος, η επίδραση της προηγηθείσας περιοριστικής φάσης της νομισματικής πολιτικής παγκοσμίως στη συνολική ζήτηση αναμένεται να αμβλυνθεί προϊόντος του χρόνου. Μάλλον η πρόσφατη υποχώρηση του κόστους δανεισμού στη ζώνη του ευρώ θα υποστηρίξει επέκταση της ιδιωτικής κατανάλωσης και των επενδύσεων.

Το 2024 η κατάσταση στις αγορές εργασίας στη νομισματική ένωση ήταν ικανοποιητική, καθώς το ποσοστό ανεργίας κυμάνθηκε σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, ενώ η απασχόληση συνέχισε να αυξάνεται, αν και με επιβραδυνόμενο ρυθμό (βλ. Διάγραμμα III.7). Οι αναγγελίες κενών θέσεων εργασίας δεν ήταν τόσο πολυάριθμες τελευταία και προσεγγίζουν πλέον τα επίπεδα που καταγράφονταν πριν την πανδημία.

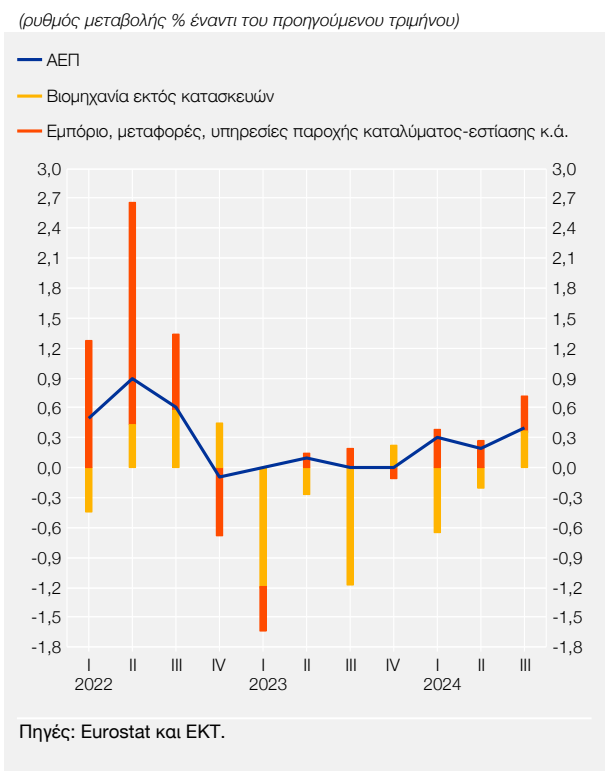
**Πίνακας III.2 Μακροοικονομικές προβολές για τον πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ**

(μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)

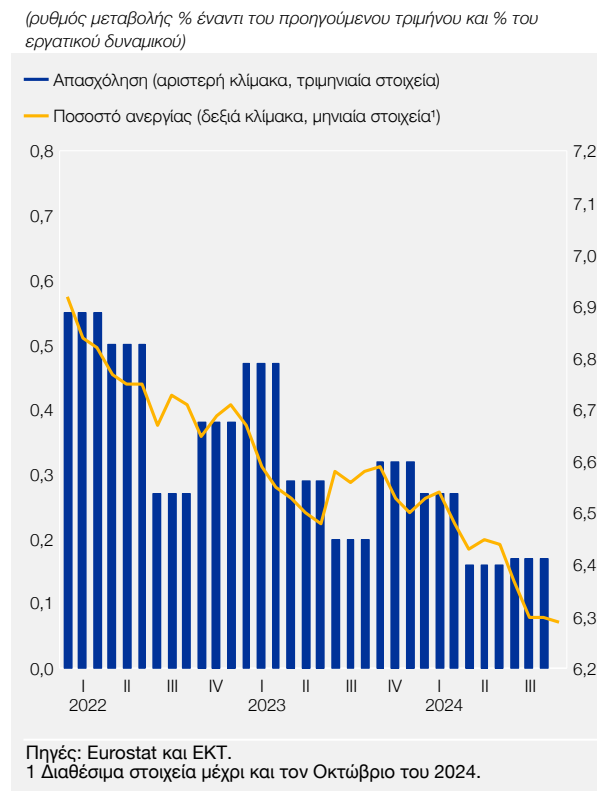
	Δεκέμβριος 2024				Σεπτέμβριος 2024				Ιούνιος 2024			Δεκέμβριος 2023				
	2024	2025	2026	2027	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026
ΕνΔΤΚ	2,4	2,1	1,9	2,1	5,4	2,5	2,2	1,9	5,4	2,5	2,2	1,9	5,4	2,7	2,1	1,9
ΕνΔΤΚ χωρίς ενέργεια και είδη διατροφής	2,9	2,3	1,9	1,9	4,9	2,9	2,3	2,0	4,9	2,8	2,2	2,0	5,0	2,7	2,3	2,1

Πηγή: Μακροοικονομικές προβολές εμπειρογνομόνων της EKT/του Ευρωσυστήματος για τη ζώνη του ευρώ.

**Διάγραμμα ΙΙΙ.6 ΑΕΠ και προστιθέμενη αξία σε βασικούς κλάδους στη ζώνη του ευρώ (α' τρίμηνο 2022-γ' τρίμηνο 2024)**



**Διάγραμμα ΙΙΙ.7 Απασχόληση και ποσοστό ανεργίας στη ζώνη του ευρώ (α' τρίμηνο 2022-γ' τρίμηνο 2024)**



Επανελημμένως και στη διάρκεια του δεύτερου εξαμήνου του 2024, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ τόνισε ότι το αναθεωρημένο πλαίσιο οικονομικής διακυβέρνησης που πρόσφατα υιοθετήθηκε στην Ευρωπαϊκή Ένωση πρέπει να εφαρμοστεί πιστά και χωρίς καθυστέρηση, προκειμένου να περιοριστούν τα δημοσιονομικά ελλείμματα σε μόνιμη βάση και να αποκλιμακωθεί το δημόσιο χρέος. Η κρατική πολιτική που ενθαρρύνει την επέκταση του παραγωγικού δυναμικού στη νομισματική ένωση με διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις και νέες επενδύσεις, ειδικά στον ενεργειακό τομέα, συμβάλλει στη συγκράτηση των μεσοπρόθεσμων πληθωριστικών πιέσεων. Οι εκθέσεις για το μέλλον της ευρωπαϊκής ανταγωνιστικότητας (έκθεση Draghi) και για την ισχυροποίηση της Ενιαίας Αγοράς (έκθεση Letta) που δημοσιοποιήθηκαν πρόσφατα καταδεικνύουν την αναγκαιότητα των μεταρρυθμίσεων και διατυπώνουν συγκεκριμένες προτάσεις προς αυτή την κατεύθυνση.

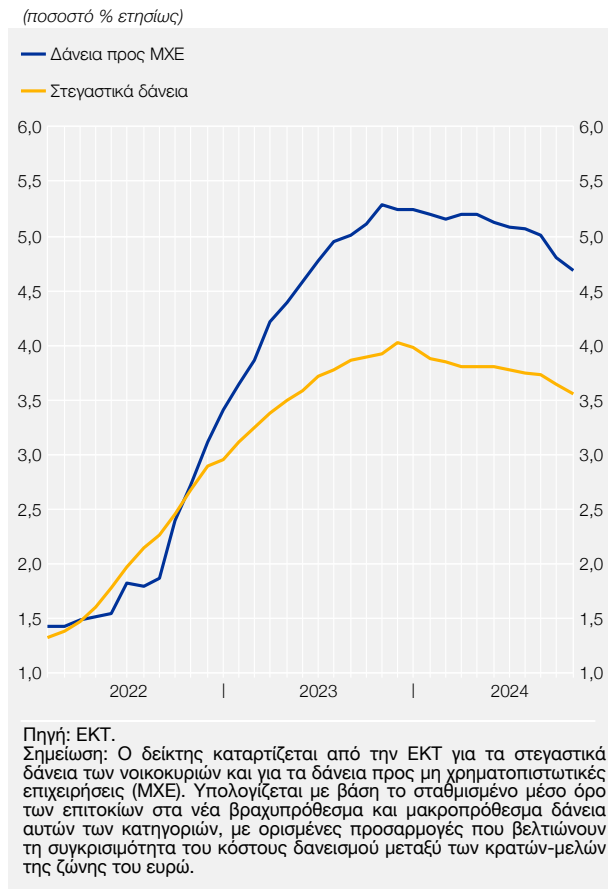
**Νομισματικές και πιστωτικές εξελίξεις**

Κατά τις πρόσφατες συνεδριάσεις του, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ σημείωσε τα εξής:

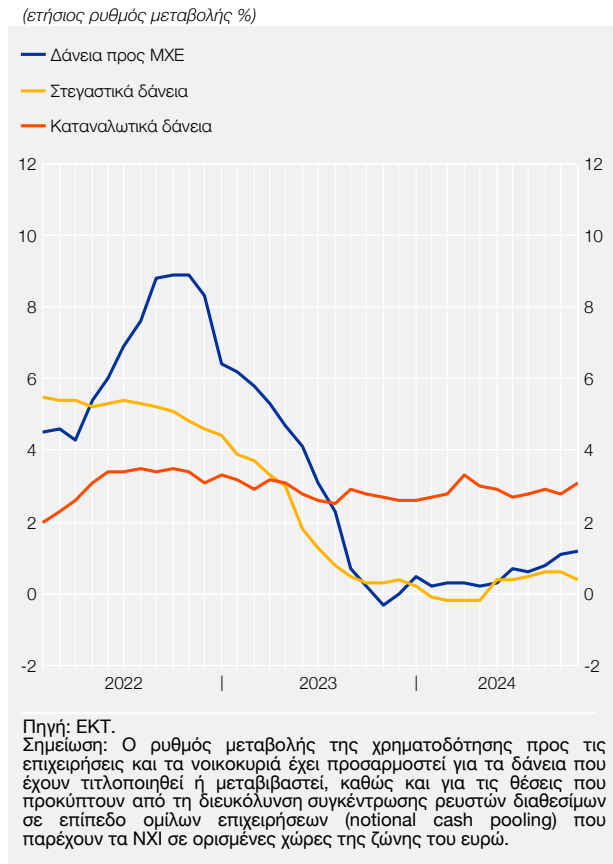
Πρώτον, τόσο τα επιτόκια των επιχειρηματικών δανείων όσο και τα επιτόκια των στεγαστικών δανείων, παρά κάποιες διακυμάνσεις, έχουν συνολικά υποχωρήσει έναντι των μέγιστων τιμών που καταγράφηκαν στη διάρκεια του 2023 (βλ. Διάγραμμα ΙΙΙ.8).

Δεύτερον, ο ρυθμός πιστωτικής επέκτασης τόσο προς τις επιχειρήσεις όσο και προς τα νοικοκυριά έβαινε προοδευτικά ενισχυόμενος (βλ. Διάγραμμα ΙΙΙ.9). Η τακτική έρευνα που διεξάγει το Ευρωσύστημα για τις τραπεζικές χορηγήσεις στη ζώνη του ευρώ υποδεικνύει για το β' τρίμηνο υποχώρηση της ζήτησης για τραπεζική χρηματοδότηση εκ μέρους των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, καθώς τα υψηλά επιτόκια επιδρούν αρνητικά στην επενδυτική δραστηριότητα σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των τραπεζών του δείγματος. Ωστόσο, κατά το γ' τρίμηνο ακολούθησε ανάκαμψη της ζήτησης επιχειρηματικής πίστης για πρώτη φορά την τελευταία

**Διάγραμμα III.8 Δείκτης κόστους δανεισμού προς επιχειρήσεις και νοικοκυριά στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2022-Οκτώβριος 2024)**



**Διάγραμμα III.9 Δάνεια προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2022-Οκτώβριος 2024)**



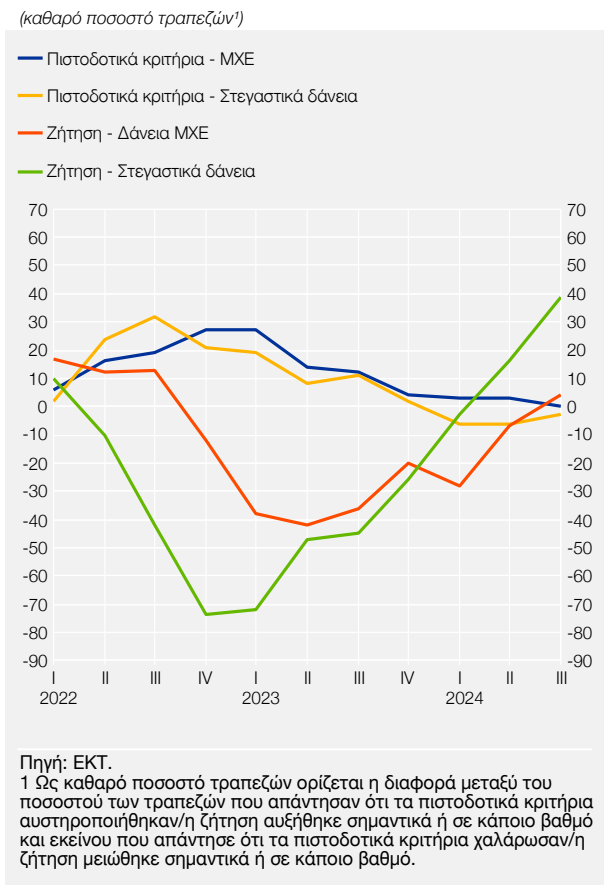
διετία (βλ. Διάγραμμα III.10). Ήδη από το β΄ τρίμηνο του 2024 είχε καταγραφεί, για πρώτη φορά από το 2022, ενίσχυση της ζήτησης στεγαστικής πίστης, η οποία συνεχίστηκε και το γ΄ τρίμηνο στο πλαίσιο της υποχώρησης του κόστους δανεισμού και της βελτίωσης των προοπτικών στις αγορές κατοικιών. Η έρευνα επίσης δείχνει ότι τα πιστοδοτικά κριτήρια των τραπεζών παραμένουν αυστηρά, αν και όσον αφορά τη στεγαστική πίστη χαλάρωσαν προοδευτικά στη διάρκεια του 2024, εξέλιξη η οποία αποδόθηκε από τις τράπεζες που αποκρίνονται στην έρευνα στην αύξηση της έντασης του ανταγωνισμού στο τραπεζικό σύστημα.

Τρίτον, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ σημείωσε την επιτάχυνση του ρυθμού μεταβολής της προσφοράς χρήματος με την ευρεία έννοια (M3) στη διάρκεια του 2024 από τα πολύ χαμηλά επίπεδα που είχαν καταγραφεί κατά το 2023 (βλ. Διαγράμματα III.11 και III.12). Τέλος, επισημάνθηκε η γενική υποχώρηση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων στην αγορά χρήματος καθώς και πιο πρόσφατα άλλων αγοραίων επιτοκίων λόγω της εκλαμβανόμενης χειροτέρευσης των οικονομικών προοπτικών στη νομισματική ένωση.

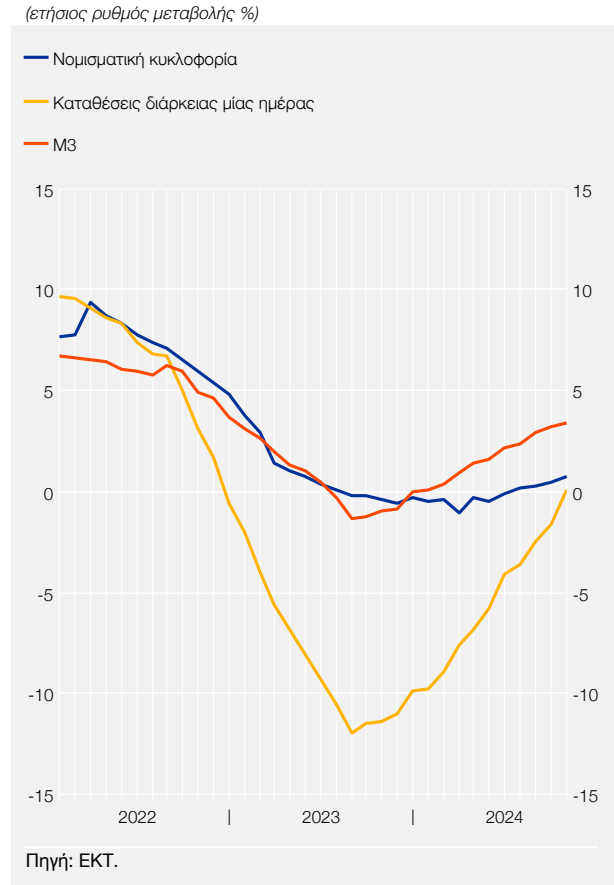
**Πολιτική επιτοκίων και άλλα μέτρα νομισματικής πολιτικής**

Η πολιτική επιτοκίων του Ευρωσυστήματος βασίστηκε και κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2024 σε μεγάλο εύρος διαθέσιμων οικονομικών στοιχείων και πληροφοριών και κατ' αρχήν είχε ως ορίζοντα το διάστημα μεταξύ διαδοχικών συνεδριάσεων του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ, καθώς σε κάθε νέα συνεδρίασή του το Διοικητικό Συμβούλιο προέβαινε σε επαναξιολόγηση των συνθηκών στην οικονομία της νομισματικής ένωσης. Το Διοικητικό Συμβούλιο διευκρίνισε ότι διαμορφώνει εκτίμηση για την αναγκαία ένταση και διάρκεια της περιοριστικής νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ με γνώμονα τις προοπτικές του πληθωρισμού, τη δυναμική του υποκείμενου πληθωρι-

**Διάγραμμα ΙΙΙ.10 Μεταβολή στα πιστοδοτικά κριτήρια και τη ζήτηση δανείων στη ζώνη του ευρώ (α' τρίμηνο 2022-γ' τρίμηνο 2024)**



**Διάγραμμα ΙΙΙ.11 Νομισματικά μεγέθη στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2022-Οκτώβριος 2024)**



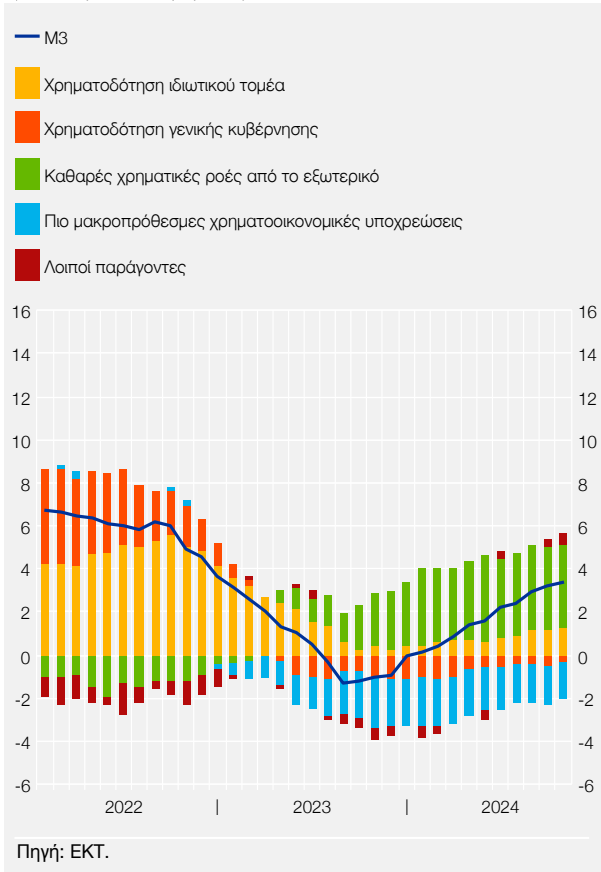
σμού και την έκταση στην οποία μπορεί να διαπιστωθεί ότι η επίδραση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής μεταδίδεται στην πραγματική οικονομία της ζώνης του ευρώ. Επιπρόσθετα, το Διοικητικό Συμβούλιο τόνισε ότι δεν είναι δυνατόν να δεσμευθεί ως προς τη μελλοντική πορεία του επιτοκίου στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων του Ευρωσυστήματος, το οποίο αναγνωρίζεται πλέον ως το βασικό επιτόκιο που καθορίζει την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αύξησε τα βασικά επιτόκια του Ευρωσυστήματος δέκα φορές, με πρώτη τον Ιούλιο του 2022 και τελευταία το Σεπτέμβριο του 2023. Μετά το Σεπτέμβριο του 2023 και μέχρι και το Μάιο του 2024 τα βασικά επιτόκια του Ευρωσυστήματος παρέμειναν αμετάβλητα. Το Διοικητικό Συμβούλιο υπενθύμισε πολλές φορές ότι τα επίπεδα στα οποία είχαν φθάσει πλέον τα βασικά επιτόκια ήταν τέτοια ώστε να καθιστούν την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής περιοριστική. Αυτό αναμενόταν να έχει ως αποτέλεσμα, με χρονική υστέρηση, άμβλυνση των πληθωριστικών πιέσεων, καθώς συγκρατούσε τη συνολική ζήτηση και εξασφάλιζε διατήρηση των πληθωριστικών προσδοκιών σταθερών στο κατάλληλο επίπεδο.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έκανε σαφές ότι τα εν λόγω επιτόκια πολιτικής θα διατηρούνταν επί αρκετούς μήνες σε επαρκώς περιοριστικά επίπεδα, προκειμένου ο πληθωρισμός να επανέλθει γρήγορα στο στόχο του 2%. Τον Απρίλιο του 2024 το Διοικητικό Συμβούλιο διευκρίνισε ότι τα βασικά επιτόκια είχαν πλέον φθάσει σε επίπεδα στα οποία, αν παρέμεναν επί μακρό χρονικό διάστημα, θα συντελούσαν αποφασιστικά στην έγκαιρη επιστροφή του πληθωρισμού στο στόχο. Επιπλέον, το Διοικητικό Συμβούλιο ανακοίνωσε ότι, εφόσον ενισχυόταν η πεποίθησή του ότι αφενός ο πληθωρισμός προσέγγιζε το στόχο και αφετέρου ότι η προσέγγιση αυτή δεν ήταν παροδική αλλά θα είχε διάρκεια, θα ήταν σκόπιμο να μετριαστεί ο βαθμός περιορισμού της νομισματικής πολιτικής.

**Διάγραμμα III.12 Παράγοντες που συμβάλλουν στη μεταβολή του νομισματικού μεγέθους M3 στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2022-Οκτώβριος 2024)**

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



Το Διοικητικό Συμβούλιο δήλωσε επανειλημμένως ότι είναι έτοιμο να αναπροσαρμόσει όλα τα μέσα νομισματικής πολιτικής που προβλέπονται από το καταστατικό της ΕΚΤ, εάν αυτό θα υποβοηθήσει την επιστροφή του πληθωρισμού μεσοπρόθεσμα στο στόχο, καθώς και την αποτελεσματική λειτουργία του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής.

Τον Ιούνιο του 2024 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ μείωσε τα βασικά επιτόκια κατά 25 μονάδες βάσης. Θεωρήθηκε ότι ήταν η κατάλληλη στιγμή να ελαττωθεί ο βαθμός νομισματικού περιορισμού, καθώς σε σύγκριση με το Σεπτέμβριο του 2023 (χρονικό σημείο μετά από το οποίο, όπως προαναφέρθηκε, τα επιτόκια πολιτικής δεν είχαν μεταβληθεί) ο ρυθμός πληθωρισμού είχε υποχωρήσει πάνω από 2,5 ποσοστιαίες μονάδες και οι προοπτικές για το μέγεθος αυτό είχαν βελτιωθεί σημαντικά. Ο υποκείμενος πληθωρισμός είχε επίσης μετριαστεί και οι πληθωριστικές προσδοκίες – ανεξάρτητα του χρονικού ορίζοντα στον οποίο αναφέρονται – είχαν αναθεωρηθεί προς τα κάτω. Εξάλλου υπογραμμίστηκε ότι, λόγω της αυστηρής κατεύθυνσης την οποία έχει ακολουθήσει η ενιαία νομισματική πολιτική, οι συνθήκες χρηματοδότησης εξακολουθούσαν να είναι περιοριστικές καθώς οι προηγηθείσες αυξήσεις των βασικών επιτοκίων είχαν συμβάλει σε σημαντική άνοδο του κόστους χρηματοδότησης στην πραγματική οικονομία στη νομισματική ένωση.

Το Σεπτέμβριο του 2024 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε να μειώσει εκ νέου το επιτόκιο στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων του Ευρωσυστήματος κατά 25 μονάδες βάσης. Κρίθηκε, σύμφωνα με την πιο πρόσφατη αξιολόγηση των προοπτικών του πληθωρισμού – η οποία επιβεβαίωσε ότι ο στόχος του 2% θα επιτευχθεί εντός του 2025 – καθώς και με την ανάλυση της δυναμικής του υποκείμενου πληθωρισμού και την εκτίμηση του βαθμού μετάδοσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, ότι ήταν ορθό το Διοικητικό Συμβούλιο να προχωρήσει σε αυτό το δεύτερο βήμα μετριασμού του νομισματικού περιορισμού.

Υπενθυμίζεται ότι το Μάρτιο του 2024 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ είχε λάβει την απόφαση ότι ήταν αναγκαίο να αναπροσαρμοστεί το λειτουργικό πλαίσιο εφαρμογής της ενιαίας νομισματικής πολιτικής<sup>2</sup> με δεδομένη την υπό εξέλιξη εξομάλυνση του ισολογισμού του Ευρωσυστήματος. Ως αποτέλεσμα αυτής της αναπροσαρμογής, το περιθώριο μεταξύ επιτοκίου στις κύριες πράξεις αναχρηματοδότησης και του επιτοκίου στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων τέθηκε από 18 Σεπτεμβρίου 2024 και εξής σε 15 μονάδες βάσης. Αντίστοιχα, σε 25 μονάδες βάσης καθορίστηκε το περιθώριο μεταξύ του επιτοκίου στη διευκόλυνση οριακής αναχρηματοδότησης και του επιτοκίου στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης.

2 Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική 2023-2024*, Πλαίσιο III.1 “Οι πρόσφατες αλλαγές στο πλαίσιο εφαρμογής της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος”, Ιούνιος 2024, και P. Lez, “The ECB’s Operational Framework Review: why? how?”, Banque de France, *Eco Notepad*, post 366, 16.9.2024.

Από την άλλη πλευρά, το Διοικητικό Συμβούλιο επισήμανε το Σεπτέμβριο, όπως εξάλλου και σε προηγούμενες συνεδριάσεις του, 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 αναμενόταν να παρουσιάσει μεταβλητότητα, κινούμενο ωστόσο σε υψηλά επίπεδα μέχρι το τέλος του 2024. Πάντως, ο ρυθμός ανόδου του κόστους εργασίας αναμενόταν να μετριαστεί τελικά ακόμη περισσότερο από ό,τι έχει ήδη συμβεί. Ειδικότερα, ο ρυθμός αύξησης των αποδοχών ανά εργαζόμενο ήδη επί πολλά τρίμηνα έβαινε επιβραδυνόμενος και αναμένεται να περιοριστεί σημαντικά περαιτέρω κατά το 2025. Επίσης, παρά το γεγονός ότι η παραγωγικότητα παρέμενε αδύναμη, το μοναδιαίο κόστος εργασίας επιβραδύνθηκε κατά το β' τρίμηνο του 2024 έναντι του προηγούμενου τριμήνου και προσδοκάτο συνέχιση αυτής της αποκλιμάκωσης σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα, οφειλόμενη συνδυαστικά στην υποχώρηση του ρυθμού ανόδου των μισθών και στην προβλεπόμενη ανάκαμψη της παραγωγικότητας. Τέλος, αναμενόταν ότι η εξέλιξη των περιθωρίων κέρδους θα εξακολουθήσει να αντισταθμίζει την αυξητική επίδραση στις τιμές των προϊόντων την οποία ασκεί το μισθολογικό κόστος.

Τον Οκτώβριο του 2024 το επιτόκιο της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων μειώθηκε εκ νέου κατά 25 μονάδες βάσης (και αυτό συμπარέσυρε και τα υπόλοιπα βασικά επιτόκια σε μείωση κατά 25 μονάδες βάσης). Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ τόνισε ιδιαίτερα το ρόλο που έπαιξαν στην απόφαση για μείωση των επιτοκίων το γεγονός ότι σύμφωνα με πρόσφατες πληροφορίες η διαδικασία αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού προχωρούσε ομαλά, το ότι οι προοπτικές του πληθωρισμού είχαν επηρεαστεί θετικά από τις ενδείξεις που συγκεντρώνονταν για εξασθένηση της οικονομικής δραστηριότητας, καθώς επίσης και 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 στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων του Ευρωσυστήματος καθώς και τα λοιπά βασικά επιτόκια βάσει ανάλογου σκεπτικού όπως και για τις προηγούμενες μειώσεις (βλ. παραπάνω). Το Διοικητικό Συμβούλιο επισήμανε ότι η διαδικασία αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού σημειώνει ομαλή πρόοδο και ότι η πλειονότητα των δεικτών υποκείμενου πληθωρισμού υποδηλώνει ότι ο καταγραφόμενος πληθωρισμός πρόκειται να σταθεροποιηθεί περί το μεσοπρόθεσμο στόχο του 2%, σταθεροποίηση η οποία εκτιμάται ότι δεν θα είναι παροδική αλλά θα έχει διάρκεια. Ο εγχώριος πληθωρισμός έχει συγκρατηθεί, εντούτοις παραμένει σε υψηλά επίπεδα, επειδή τόσο οι μισθοί όσο και οι τιμές σε ορισμένους τομείς της οικονομίας εξακολουθούν να επηρεάζονται από την επιτάχυνση του πληθωρισμού κατά τα προηγούμενα έτη. Το Διοικητικό Συμβούλιο επίσης σημείωσε ότι οι συνθήκες χρηματοδότησης καθίστανται προοδευτικά χαλαρότερες, καθώς η μείωση των επιτοκίων πολιτικής κατά τους προηγούμενους μήνες έχει υποστηρίξει αποκλιμάκωση του κόστους δανεισμού των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών. Παρά ταύτα, οι συνθήκες χρηματοδότησης παραμένουν ακόμη περιοριστικές, ενώ το κόστος εξυπηρέτησης των υφισταμένων δανείων εξακολουθεί να αντανάκλα τις προηγηθείσες αυξήσεις των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ.

Το Δεκέμβριο του 2024, όπως επιτάσσει η στρατηγική της νομισματικής πολιτικής, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ προέβη επίσης σε διεξοδική ανάλυση της αλληλεπίδρασης μεταξύ νομισματικής πολιτικής και χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Σύμφωνα με την ανάλυση αυτή, οι τράπεζες στη ζώνη του ευρώ εξακολουθούν να είναι ανθεκτικές και υφίστανται μόνον λίγες ενδείξεις εντάσεων στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Εντούτοις το Διοικητικό Συμβούλιο θεωρεί ότι οι κίνδυνοι για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα παραμένουν οξυμένοι. Το Διοικητικό Συμβούλιο τόνισε ότι η μακροπροληπτική εποπτεία παραμένει πρώτη γραμμή άμυνας έναντι της ανάπτυξης ευαλωτοτήτων στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, προάγει την ανθεκτικότητα και δημιουργεί περιθώρια ασφαλείας.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ είχε αποφασίσει ήδη κατά το 2023 ότι το πρώτο εξάμηνο του 2024 θα συνέχιζε να επανεπενδύεται ολόκληρο το προϊόν της εξόφλησης των τίτλων που είχαν αποκτηθεί κατά το παρελθόν 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 απομειώνεται κατά 7,5 δισεκ. ευρώ περίπου κατά μέσο όρο ανά μήνα. Στο τέλος του 2024 οι επανεπενδύσεις στο πλαίσιο του PEPP σταματούν πλέον.



# IV ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

*Η ελληνική οικονομία συνέχισε να αναπτύσσεται το 2024 με ικανοποιητικό ρυθμό, σημαντικά υψηλότερο από τον αντίστοιχο της ευρωζώνης. Στην αύξηση του ΑΕΠ – κατά 2,3% το εννεάμηνο του 2024 σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους – συνέβαλαν κυρίως η ιδιωτική κατανάλωση, οι εξαγωγές υπηρεσιών και οι επενδύσεις, ενώ αρνητική ήταν η συμβολή των εξαγωγών αγαθών. Οι ενδείξεις από τη βιομηχανία, τις κατασκευές και τις υπηρεσίες παραμένουν θετικές, αν και κάποιοι δείκτες οικονομικής δραστηριότητας δείχνουν επιβράδυνση ή υποχώρηση. Οι προσδοκίες των επιχειρήσεων παραμένουν σε υψηλά επίπεδα, σε αντίθεση με την εμπιστοσύνη των καταναλωτών που υποχωρεί.*

*Ο γενικός πληθωρισμός συνέχισε να επιβραδύνεται και στη διάρκεια του 2024, αλλά η εμμονή του πληθωρισμού των υπηρεσιών σε υψηλά επίπεδα περιόρισε αυτή την αποκλιμάκωση. Στην αγορά εργασίας η απασχόληση εξακολουθεί να παρουσιάζει θετικούς ρυθμούς μεταβολής το εννεάμηνο του 2024, η ανεργία υποχωρεί περαιτέρω, αλλά οι κενές θέσεις εργασίας αυξάνονται.*

*Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αυξήθηκε το εννεάμηνο του 2024 σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2023, λόγω της επιδείνωσης των ισοζυγίων αγαθών και πρωτογενών εισοδημάτων, η οποία αντισταθμίστηκε μερικώς από την αύξηση του πλεονάσματος των ισοζυγίων δευτερογενών εισοδημάτων και υπηρεσιών.*

*Η διατήρηση ικανοποιητικού ρυθμού ανάπτυξης αποτελεί τη σημαντικότερη πρόκληση για την ελληνική οικονομία. Στην κατεύθυνση αυτή εκτιμάται ότι θα συμβάλουν η συνέχιση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, η αποτελεσματική – και στοχευμένη σε επενδύσεις υποδομών – υλοποίηση των δράσεων του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας και η ενίσχυση της εξωστρέφειας της οικονομίας.*

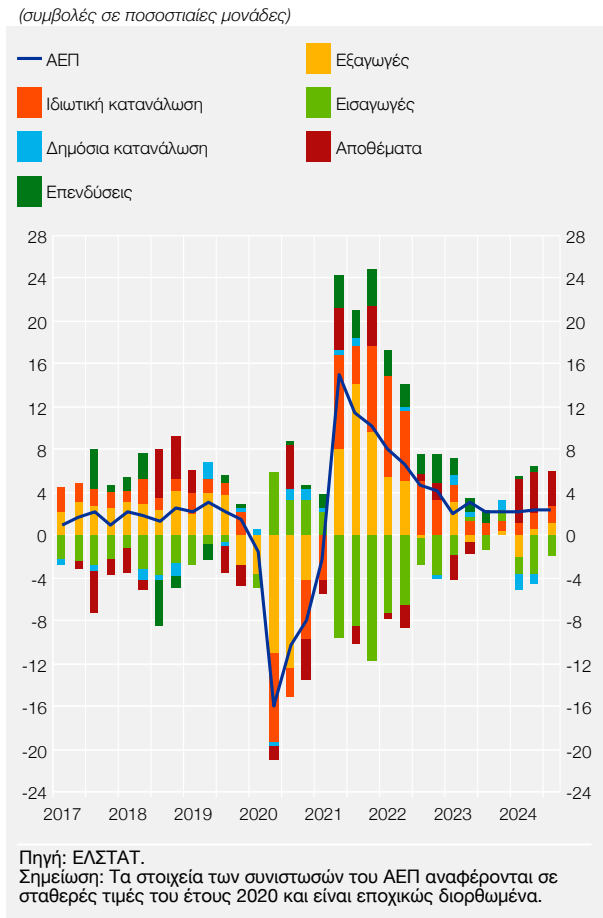
*Η ελληνική οικονομία προβλέπεται ότι θα αναπτυχθεί με ρυθμό 2,3% το 2024 και 2,5% το 2025, ενώ ο πληθωρισμός θα διαμορφωθεί σε 3,0% και 2,5% αντίστοιχα. Οι κίνδυνοι που περιβάλλουν την πρόβλεψη για το ΑΕΠ παραμένουν καθοδικοί και συνδέονται κυρίως με τυχόν δυσμενέστερες γεωπολιτικές εξελίξεις και τις επιπτώσεις τους στην ευρωπαϊκή οικονομία, με αύξηση του προστατευτισμού και αβεβαιότητα στο διεθνές εμπόριο, με τη στενότητα στην αγορά εργασίας και ενδεχόμενες μισθολογικές πιέσεις και με την εκδήλωση καταστροφικών φαινομένων που απορρέουν από την κλιματική κρίση.*

## 1 ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ<sup>1</sup>

Η οικονομική δραστηριότητα συνέχισε να αναπτύσσεται με ικανοποιητικούς ρυθμούς το εννεάμηνο του 2024 (2,3% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2023). Βασική συνιστώσα της ανάπτυξης ήταν η εγχώρια ζήτηση, προερχόμενη κυρίως από την ιδιωτική κατανάλωση και δευτερευόντως από τις επενδύσεις. Θετικά κινήθηκαν και οι εξαγωγές υπηρεσιών, ωστόσο η συμβολή του εξωτερικού τομέα ήταν οριακά αρνητική, καθώς οι εξαγωγές αγαθών φαίνεται ότι επηρεάστηκαν από την επιδείνωση του διεθνούς περιβάλλοντος, ενώ παράλληλα καταγράφηκε σημαντική άνοδος των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών. Επιπλέον, η μείωση της δημόσιας κατανάλωσης συνέβαλε αρνητικά στη διαμόρφωση του ΑΕΠ (βλ. Διάγραμμα IV.1 και Πίνακα IV.1).

<sup>1</sup> Το κείμενο βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία που ήταν διαθέσιμα μέχρι τις 12.12.2024.

**Διάγραμμα IV.1 Συμβολές στην ετήσια μεταβολή του ΑΕΠ από την πλευρά της ζήτησης (α' τρίμηνο 2017-γ' τρίμηνο 2024)**



Την ίδια περίοδο, οι δείκτες δραστηριότητας στη βιομηχανία, τις κατασκευές και τις υπηρεσίες κατέγραψαν θετικούς αλλά επιβραδυνόμενους ρυθμούς μεταβολής, με εξαίρεση τον όγκο λιανικών πωλήσεων, ο οποίος ακολούθησε ήπια καθοδική πορεία. Πτωτικά κινήθηκαν, σύμφωνα με τα στοιχεία του ισοζυγίου πληρωμών, και οι εξαγωγές αγαθών, αν και την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2024 κατέγραψαν άνοδο.

Σε σύγκριση με τη ζώνη του ευρώ, οι προσδοκίες των επιχειρήσεων παραμένουν, με διακυμάνσεις, σε υψηλά επίπεδα (βλ. Διάγραμμα IV.2), αλλά η εμπιστοσύνη των καταναλωτών υποχώρησε. Επιπλέον, ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) κινείται σε θετικά επίπεδα – και υψηλότερα από τον αντίστοιχο μέσο όρο της ευρωζώνης – αν και παρουσιάζει σαφή επιβράδυνση τους τελευταίους μήνες.

Κατά τη διάρκεια του 2024 η ελληνική αγορά ακινήτων διατήρησε τη θετική πορεία της, παρά τις αβεβαιότητες που συνδέονται με τη γεωπολιτική αστάθεια και τα αυξημένα κατασκευαστικά και λειτουργικά κόστη. Η ζήτηση παραμένει δυναμική για συγκεκριμένες χρήσεις και θέσεις ακινήτων, αν και εκφράζονται επιφυλάξεις από τους παράγοντες της αγοράς για κάποιες κατηγορίες ακινήτων, κυρίως επαγγελματικής χρήσης. Στις δεδομένες συνθήκες, εκτιμάται ότι η αύξηση των τιμών, ιδιαίτερα στις κατοικίες, θα συνεχιστεί – αλλά με ηπιότερους ρυθμούς σε

σχέση με την προηγούμενη περίοδο – έως ότου η αύξηση της προσφοράς ποιοτικών χώρων οδηγήσει στην αποκατάσταση της σχετικής ισορροπίας.

Η αγορά εργασίας συνέχισε να αναπτύσσεται δυναμικά το εννιάμηνο του 2024. Η απασχόληση αυξήθηκε κατά 1,9%, ενώ το ποσοστό ανεργίας μειώθηκε περαιτέρω στο 10,3%. Σημειώνεται ότι το β' και γ' τρίμηνο του 2024 συνεχίστηκε η αποκλιμάκωση του ποσοστού ανεργίας, το οποίο διαμορφώθηκε σε μονοψήφιο επίπεδο για πρώτη φορά από το γ' τρίμηνο του 2009. Οι κενές θέσεις εργασίας συνέχισαν να καταγράφουν άνοδο το πρώτο εξάμηνο του 2024, καθώς οι επιχειρήσεις συναντούν μεγαλύτερες δυσκολίες στην εύρεση κατάλληλου προσωπικού.

Ο εναρμονισμένος πληθωρισμός αποκλιμακώθηκε το 2024 σε σύγκριση με το 2023. Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλαν όλες οι κύριες συνιστώσες του. Η ισχνή όμως υποχώρηση του μέσου ρυθμού αύξησης των τιμών των υπηρεσιών αποτέλεσε ουσιαστικά εμπόδιο στην ταχύτερη αποκλιμάκωση του γενικού πληθωρισμού. Στο βαθμό που οι γεωπολιτικές εξελίξεις δεν θα επιδεινωθούν, αναμένεται περαιτέρω επιβράδυνση τόσο του γενικού πληθωρισμού όσο και του πυρήνα του πληθωρισμού μέσα στο 2025.

Η διεθνής ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας κατά το 2024 επιδεινώθηκε ελαφρώς ως προς τις σχετικές τιμές, αλλά βελτιώθηκε ως προς το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Σε όρους διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας, επισημαίνεται ότι η πρόοδος των τελευταίων ετών, με την υλοποίηση σημαντικών μεταρρυθμίσεων, δεν φαίνεται να έχει ακόμη μετουσιωθεί πλήρως σε βελτίωση της αποτελεσματικότητας της οικονομίας.

Πίνακας IV.1 Ζήτηση και ΑΕΠ (2020-γ' τρίμηνο 2024)

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

	2020	2021	2022	2023	2023 (δ' τρίμ.)	2024 (α' τρίμ.)	2024 (β' τρίμ.)	2024 (γ' τρίμ.)
Ιδιωτική κατανάλωση	-6,2 (-4,3)	5,1 (3,7)	8,6 (6,2)	1,8 (1,3)	1,4 (1,0)	1,6 (1,1)	1,8 (1,3)	2,1 (1,4)
Δημόσια κατανάλωση	3,0 (0,6)	1,8 (0,4)	0,1 (0,0)	2,6 (0,6)	4,0 (0,8)	-6,8 (-1,4)	-4,2 (-0,9)	-1,4 (-0,3)
Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	1,7 (0,2)	21,7 (2,7)	16,4 (2,3)	6,6 (1,0)	0,6 (0,1)	2,6 (0,4)	3,7 (0,6)	0,3 (0,0)
Επενδύσεις σε κατοικίες	19,0 (0,2)	31,8 (0,3)	57,8 (0,7)	24,7 (0,5)	-18,7 (-0,5)	-13,7 (-2,5)	-6,9 (-2,4)	7,2 (-2,4)
Εγχώρια τελική ζήτηση <sup>1</sup>	-3,5 (-3,5)	6,3 (6,8)	7,9 (8,5)	2,6 (2,9)	1,7 (1,9)	0,1 (0,1)	1,0 (1,0)	1,1 (1,2)
Αποθέματα και στατιστικές διαφορές (ως % του ΑΕΠ)	1,2%	2,1%	1,9%	1,0%	2,5%	3,0%	4,3%	5,3%
Εγχώρια ζήτηση	-4,1 (-4,2)	7,2 (7,9)	7,5 (8,1)	1,9 (2,0)	0,6 (0,7)	5,6 (5,9)	5,0 (5,4)	2,9 (3,1)
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	-21,5 (-7,5)	24,4 (7,5)	6,6 (2,5)	1,9 (0,8)	0,9 (0,3)	-5,3 (-2,0)	1,7 (0,6)	3,3 (1,2)
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	-7,3 (2,7)	17,4 (-6,7)	11,0 (-4,8)	0,9 (-0,5)	-2,4 (1,1)	3,7 (-1,6)	8,7 (-3,7)	4,2 (-1,9)
Εξωτερική ζήτηση	... (-4,8)	... (0,8)	... (-2,3)	... (0,3)	... (1,4)	... (-3,6)	... (-3,1)	... (-0,7)
Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν σε τιμές αγοράς	-9,2	8,7	5,7	2,3	2,1	2,2	2,3	2,4

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, τριμηνιαίοι εθνικοί λογαριασμοί, 6 Δεκεμβρίου 2024. Τα ετήσια στοιχεία είναι μη εποχικώς διορθωμένα. Τα τριμηνιαία στοιχεία είναι εποχικώς διορθωμένα.

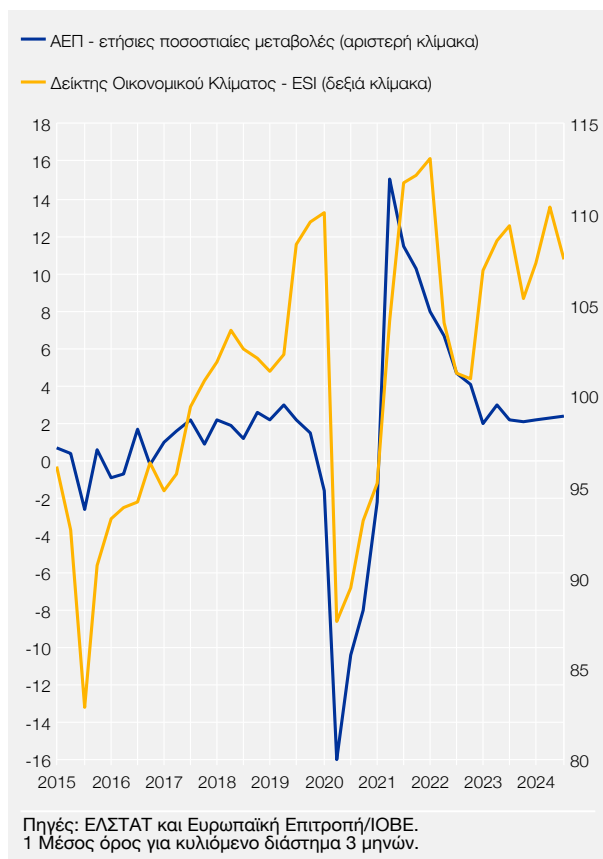
Σημείωση: Εντός παρενθέσεως, συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες.

<sup>1</sup> Δεν περιλαμβάνονται αποθέματα και στατιστικές διαφορές.

Αναφορικά με το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ), το έλλειμμα του διευρύνθηκε το πρώτο εννεάμηνο του 2024 σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2023, αφού οι εξαγωγές αγαθών μειώθηκαν – παρά την άνοδο που κατέγραψαν την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2024 – και οι εισαγωγές αγαθών αυξήθηκαν. Επιδείνωση κατέγραψε και το ισοζύγιο πρωτογενών εισοδημάτων. Οι εξελίξεις αυτές αντισταθμίστηκαν μόνο μερικώς από τη βελτίωση πρωτίστως του ισοζυγίου δευτερογενών εισοδημάτων και δευτερευόντως του ισοζυγίου υπηρεσιών. Για το σύνολο του έτους, εκτιμάται ότι το ΙΤΣ θα καταγράψει μικρή επιδείνωση συγκριτικά με εκείνο του 2023 ως ποσοστό του ΑΕΠ. Για το 2025 αναμένεται μικρή βελτίωση του ελλείμματος ΙΤΣ, λόγω του αναμενόμενου αναιμικού ρυθμού ανάπτυξης των κύριων εμπορικών εταίρων της χώρας στην ΕΕ και των συνεχιζόμενων εισαγωγών επενδυτικών αγαθών.

Σε ένα διεθνές περιβάλλον όπου εντείνονται οι γεωπολιτικές αβεβαιότητες και κυριαρχούν οι τεχνολογικές και περιβαλλοντικές προκλήσεις, η διατήρηση, μεσοπρόθεσμα, υψηλών ρυθμών ανάπτυξης είναι απολύτως αναγκαία.

Σε αυτή την κατεύθυνση, η οικονομική πολιτική θα πρέπει να εστιάζει: (α) στη συνέχιση των

Διάγραμμα IV.2 ΑΕΠ και Δείκτης Οικονομικού Κλίματος - ESI<sup>1</sup> (α' τρίμηνο 2015-γ' τρίμηνο 2024)

διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, ιδιαίτερα σε τομείς όπως η απονομή της δικαιοσύνης και ο ανταγωνισμός στις αγορές προϊόντων και υπηρεσιών, προκειμένου να ενισχυθεί η διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα της οικονομίας, (β) στην αποτελεσματική αξιοποίηση των πόρων του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης NextGenerationEU (NGEU), αλλά και των εγχώριων δημοσιονομικών πόρων που πλέον βρίσκονται υπό το καθεστώς των νέων ευρωπαϊκών δημοσιονομικών κανόνων. Ιδιαίτερη σημασία αποδίδεται στην ποιότητα των σχετικών επενδύσεων και στη στόχευσή τους στην αναβάθμιση των υποδομών που χρειάζονται για την ενίσχυση της συνολικής παραγωγικότητας της οικονομίας, (γ) στην ενίσχυση της έρευνας, της καινοτομίας και του ανθρώπινου κεφαλαίου και (δ) στην περαιτέρω αύξηση του ποσοστού των εξαγωγών, κυρίως των αγαθών, ως προς το ΑΕΠ, ώστε να ισχυροποιηθεί η εξωστρέφεια της οικονομίας και να αντιμετωπιστούν οι μεσοπρόθεσμες αδυναμίες του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.

Σύμφωνα με τις τρέχουσες προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ το 2024 αναμένεται να διαμορφωθεί σε 2,2%, να επιταχυνθεί το 2025 στο 2,5% και να υποχωρήσει ελαφρά στο 2,3% το 2026. Ο πληθωρισμός θα συνεχίσει να αποκλιμακώνεται και αναμένεται να διαμορφωθεί σε 2,9% το 2024, 2,2% το 2025 και 2,1% το 2026. Οι κίνδυνοι που περιβάλλουν τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος για την ανάπτυξη είναι κυρίως καθοδικοί και συνδέονται με: (α) τυχόν επιδείνωση της γεωπολιτικής κρίσης στην Ουκρανία και τη Μέση Ανατολή και τις επιπτώσεις της στο διεθνές οικονομικό περιβάλλον, (β) αύξηση του προστατευτισμού και αβεβαιότητα στο διεθνές εμπόριο, (γ) χαμηλότερο του αναμενομένου ρυθμό απορρόφησης και αξιοποίησης των κονδυλίων του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, (δ) ενδεχόμενες φυσικές καταστροφές λόγω της κλιματικής κρίσης, (ε) εντεινόμενη στενότητα στην αγορά εργασίας και (στ) βραδύτερη του αναμενομένου υλοποίηση των απαραίτητων μεταρρυθμίσεων.

## 2 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ

### 2.1 Εξελίξεις από την πλευρά της ζήτησης

Η ιδιωτική κατανάλωση αυξήθηκε κατά 1,8% το εννεάμηνο του 2024 σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους. Η άνοδος της καταναλωτικής ζήτησης υποστηρίχθηκε από την αύξηση των εισοδημάτων των νοικοκυριών, καθώς η απασχόληση συνέχισε να κινείται ανοδικά και οι ονομαστικοί μισθοί αυξήθηκαν σημαντικά. Το εννεάμηνο του 2024 το εισόδημα εξαρτημένης εργασίας αυξήθηκε σε ονομαστικούς όρους κατά 8,7%, λόγω της ανόδου των αμοιβών ανά απασχολούμενο (7,6%) και του αριθμού των μισθωτών (1,0%).

Η ιδιωτική κατανάλωση αναμένεται να συνεχίσει να αυξάνεται για το σύνολο του 2024, λόγω της αύξησης του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, που θα στηριχθεί από την άνοδο της απασχόλησης και των ονομαστικών μισθών, καθώς και από την προβλεπόμενη υποχώρηση του πληθωρισμού. Οι κίνδυνοι που περιβάλλουν την εξέλιξη της ιδιωτικής κατανάλωσης συνδέονται με την αυξημένη αβεβαιότητα, όπως υποδηλώνει η κάμψη του δείκτη εμπιστοσύνης των καταναλωτών (βλ. Πίνακα IV.2 και Διάγραμμα IV.3). Πηγές αβεβαιότητας αποτελούν η τυχόν επιδείνωση της γεωπολιτικής κρίσης στην Ουκρανία και τη Μέση Ανατολή και οι πιθανές διαταραχές στις διεθνείς αλυσίδες αξίας, που θα έχουν αρνητικές επιπτώσεις στις τιμές των εμπορευμάτων και κατ'επέκταση στο κόστος διαβίωσης των νοικοκυριών. Επιπλέον, τυχόν αύξηση των τιμών, λόγω και της κλιματικής κρίσης, επιδρά αρνητικά στην αγοραστική δύναμη των νοικοκυριών. Ειδικότερα, ενδεχόμενη εκ νέου άνοδος των τιμών στα είδη διατροφής και στις δαπάνες στέγασης θα έχει αναδιανεμητικές επιδράσεις και θα πλήξει περισσότερο τα νοικοκυριά με χαμηλότερα εισοδήματα, τα οποία έχουν υψηλότερη ροπή προς κατανάλωση.

Το εννεάμηνο του 2024 οι επενδύσεις συνέχισαν την ανοδική τους πορεία, αν και ο ρυθμός ανόδου τους παρέμεινε σχετικά χαμηλός. Πιο συγκεκριμένα, ο ακαθάριστος σχηματισμός πά-

Πίνακας IV.2 Δείκτες καταναλωτικής και επενδυτικής ζήτησης (2019-2024)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)<sup>1</sup>

	2019	2020	2021	2022	2023	2024 (διαθέσιμη περίοδος)
Όγκος λιανικού εμπορίου (γενικός δείκτης)	0,8	-4,0	10,2	3,3	-3,3	-1,4 (Ιαν.-Σεπτ.)
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στο λιανικό εμπόριο	6,0	-20,6	15,2	-5,3	21,9	-9,6 (Ιαν.-Νοέμ.)
Δείκτης εμπιστοσύνης καταναλωτών	-19,6	-32,5	-35,4	-50,7	-40,0	-47,3 (Νοέμ.)
Νέες κυκλοφορίες Ι.Χ. επιβατικών αυτοκινήτων	13,2	-26,6	22,2	6,7	16,5	3,2 (Ιαν.-Νοέμ.)
Καταναλωτική πίστη <sup>2</sup>	-1,6 (Δεκ.)	-2,2 (Δεκ.)	-0,3 (Δεκ.)	1,2 (Δεκ.)	3,4 (Δεκ.)	6,4 (Οκτ.)
Βαθμός χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία παραγωγής κεφαλαιακών αγαθών	69,8	70,1	74,7	68,7	71,0	75,1
Παραγωγή κεφαλαιακών αγαθών	6,0	0,2	13,8	5,5	6,0	1,1 (Ιαν.-Οκτ.)
Εκταμιεύσεις Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ)	-9,5	88,7	-15,5	22,5	1,6	8,4 (Ιαν.-Οκτ.)
Τραπεζική χρηματοδότηση των εγχώριων μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων <sup>2</sup>	1,7 (Δεκ.)	9,8 (Δεκ.)	2,8 (Δεκ.)	11,9 (Δεκ.)	5,8 (Δεκ.)	13,2 (Οκτ.)
Στεγαστική πίστη <sup>2</sup>	-3,4 (Δεκ.)	-2,7 (Δεκ.)	-3,0 (Δεκ.)	-3,6 (Δεκ.)	-3,5 (Δεκ.)	-2,8 (Οκτ.)
Δείκτης παραγωγής στις κατασκευές (σταθερές τιμές)	-6,0	-9,6	6,9	24,2	12,8	9,0 (Ιαν.-Ιούν.)
Όγκος νέων οικοδομών και προσθηκών βάσει αδειών	9,8	5,9	45,9	-2,2	15,9	9,1 (Ιαν.-Αύγ.)
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές	0,0	7,9	103,5	-10,2	24,3	7,0 (Ιαν.-Νοέμ.)

Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ (λιανικό εμπόριο, αυτοκίνητα, παραγωγή κεφαλαιακών αγαθών, όγκος οικοδομών, παραγωγή στις κατασκευές), ΙΟΒΕ (προσδοκίες, βαθμός χρησιμοποίησης), ΙΟΒΕ και Ευρωπαϊκή Επιτροπή (δείκτης εμπιστοσύνης καταναλωτών), 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 %).

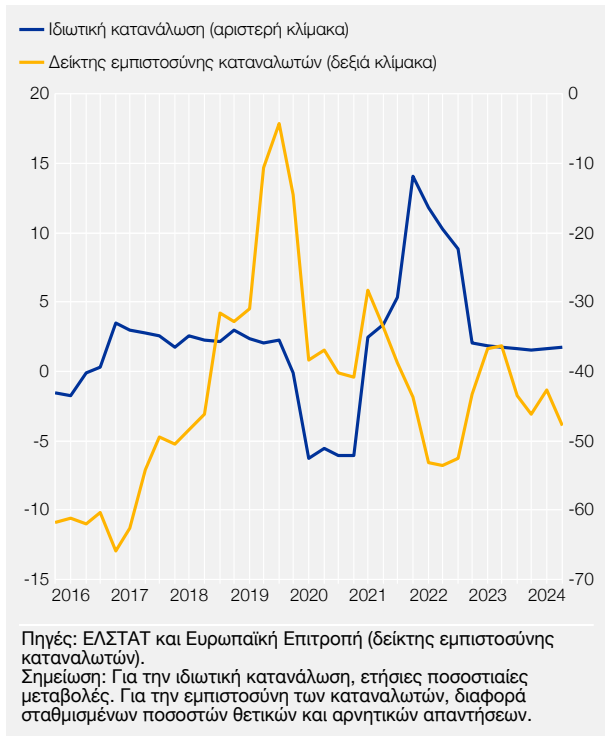
2 Οι ρυθμοί προκύπτουν από τις μεταβολές των υπολοίπων διορθωμένες ως προς τις διαγραφές δανείων, απομειώσεις αξίας χρεογράφων, συναλλαγματικές διαφορές και αναταξινομήσεις.

γιου κεφαλαίου αυξήθηκε κατά 2,2%, έναντι αύξησης κατά 9,3% την αντίστοιχη περίοδο του 2023. Θετική συμβολή σ' αυτή την εξέλιξη προήλθε κυρίως από το "Μηχανολογικό εξοπλισμό και οπτικά συστήματα" (8,1%) και δευτερευόντως από τις "Άλλες κατασκευές", που αυξήθηκαν κατά 5,6%. Αντίθετα, οι επενδύσεις σε "Κατοικίες" κατέγραψαν μείωση κατά 4,6%, που οφείλεται σε μεγάλο βαθμό σε επιδράσεις βάσης, μετά την εντυπωσιακή αύξηση που είχαν σημειώσει το 2023, ενώ ο "Μεταφορικός εξοπλισμός" υποχώρησε κατά 1,3%. Τέλος, οι επενδύσεις σε "Εξοπλισμό ΤΠΕ" και σε "Άλλα προϊόντα" παρουσίασαν μείωση κατά 1,8% και άνοδο κατά 1,7% αντίστοιχα.

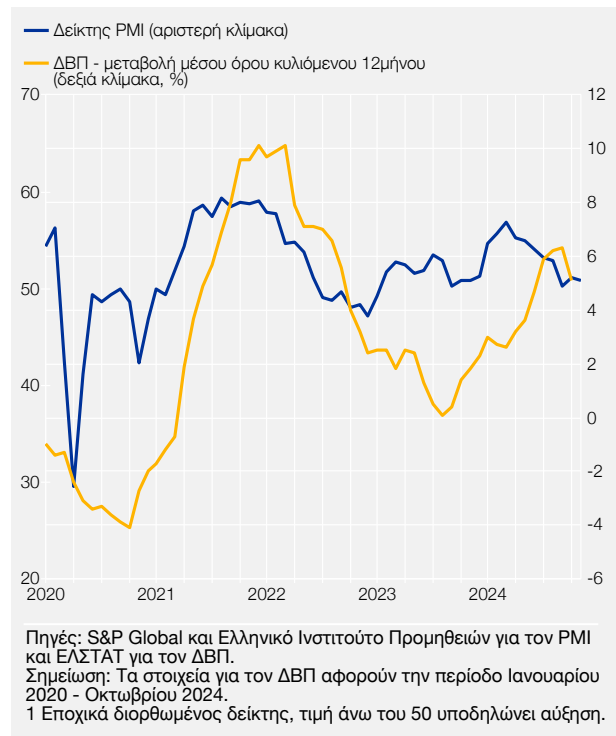
Οι επιπτώσεις της οικονομικής κρίσης, που είχαν ως αποτέλεσμα τη σημαντική υποχώρηση του μεριδίου του ακαθάριστου σχηματισμού πάγιου κεφαλαίου στο ΑΕΠ, δεν έχουν ξεπεραστεί ακόμη. Ενώ πριν από το 2009 το μερίδιο αυτό ήταν υψηλότερο στην Ελλάδα σε σχέση με το μέσο όρο της ευρωζώνης, κατά τη διάρκεια της προηγούμενης δεκαετίας σχεδόν υποδιπλασιάστηκε. Από το 2019, οπότε έφθασε στο χαμηλότερο επίπεδο (11,0% του ΑΕΠ, έναντι 21,9% του ΑΕΠ στην ευρωζώνη), το μερίδιο αυξάνεται διαρκώς και το 2023 ανήλθε σε 15,2% και σε 14,4% το εννέαμηνο του 2024. Εντούτοις, υπολείπεται ακόμη κατά πολύ σε σχέση τόσο με το μέσο όρο της ευρωζώνης (20,9% του ΑΕΠ το εννέαμηνο του 2024) όσο και με τα προ οικονομικής κρίσης επίπεδά του (24,0% του ΑΕΠ τη δεκαετία 2000-2009). Η κύρια αιτία είναι η μείωση των επενδύσεων σε κατοικίες, το μερίδιο των οποίων στο ΑΕΠ, παρότι έχει τετραπλασιαστεί σε σχέση με το ιστορικά χαμηλό (2,3% του ΑΕΠ το εννέαμηνο του 2024, από 0,6% του ΑΕΠ το 2017), παραμένει 4-5 φορές μικρότερο σε σύγκριση με τα μερίδια της δεκαετίας του 2000.

Το πρόγραμμα ιδιωτικοποιήσεων συνεχίζεται με την ολοκλήρωση αρκετών συμβάσεων, με κυριότερες τη σύμβαση παραχώρησης της Αττικής Οδού έναντι οικονομικού ανταλλάγματος 3,27 δισεκ. ευρώ και τη σύμβαση παραχώρησης της Εγνατίας Οδού έναντι οικονομικού ανταλλάγματος 1,35 δισεκ. ευρώ. Σύμφωνα με τις προβλέψεις του Προϋπολογισμού για το 2025, τα

**Διάγραμμα IV.3 Ιδιωτική κατανάλωση και εμπιστοσύνη των καταναλωτών (α' τρίμηνο 2016-γ' τρίμηνο 2024)**



**Διάγραμμα IV.4 Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών<sup>1</sup> (PMI) και Δείκτης Βιομηχανικής Παραγωγής (ΔΒΠ) (Ιανουάριος 2020-Νοέμβριος 2024)**



έσοδα από το πρόγραμμα ιδιωτικοποιήσεων για το 2024 αναμένεται να ανέλθουν σε 4.180,4 εκατ. ευρώ. Το Μάιο του 2024 το Κυβερνητικό Συμβούλιο Οικονομικής Πολιτικής (ΚΥΣΟΙΠ) ενέκρινε το επικαιροποιημένο Επιχειρησιακό Πρόγραμμα Αξιοποίησης του ΤΑΙΠΕΔ, που περιλαμβάνει 39 έργα, όπως τη μακροχρόνια παραχώρηση της Εγνατίας Οδού και της Αττικής Οδού, την αξιοποίηση της ΕΥΔΑΠ και της ΕΥΑΘ, την πώληση μετοχικού μεριδίου στη HelleniQ Energy, καθώς και την αξιοποίηση λιμένων, μαρινών και άλλων ακινήτων.

## 2.2 Εξελίξεις από την πλευρά της προσφοράς

Η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία (ΑΠΑ) της οικονομίας συνέχισε να καταγράφει άνοδο το εννεάμηνο του 2024, λόγω της θετικής επίδοσης 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 (7,1%). Η θετική πορεία του βιομηχανικού τομέα επιβεβαιώνεται από τη σημαντική άνοδο του δείκτη βιομηχανικής παραγωγής την ίδια περίοδο, 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 ποιοποιία, η παραγωγή σπάνθρακα 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.4).

Το προϊόν του κατασκευαστικού τομέα κατέγραψε οριακή άνοδο το εννεάμηνο του 2024. Οι πρόδρομοι δείκτες δραστηριότητας για τον τομέα των κατασκευών (δείκτης οικοδομικών αδειών και δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές) υποδηλώνουν διατήρηση της ανόδου της κατασκευαστικής δραστηριότητας το 2024 (βλ. Πίνακα IV.2).

Πίνακας IV.3 Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές (2021-γ' τρίμηνο 2024)

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

	2021	2022	2023	2023 (δ' τρίμ.)	2024 (α' τρίμ.)	2024 (β' τρίμ.)	2024 (γ' τρίμ.)
Γεωργία, δασοκομία και αλιεία	-2,9 (-0,1)	16,0 (0,6)	-26,8 (-1,2)	-25,2 (-1,0)	-11,8 (-0,4)	-3,6 (-0,1)	0,7 (0,0)
Δευτερογενής τομέας	13,0 (2,1)	1,9 (0,4)	4,7 (0,7)	10,2 (1,6)	5,4 (0,9)	9,4 (1,6)	4,3 (0,7)
Βιομηχανία συμπεριλαμβανομένης της ενέργειας	11,0 (1,6)	1,7 (0,3)	3,9 (0,5)	9,6 (1,4)	5,8 (0,8)	11,3 (1,6)	4,5 (0,7)
Κατασκευές	30,3 (0,5)	2,8 (0,1)	11,2 (0,2)	14,1 (0,3)	2,3 (0,0)	-3,2 (-0,1)	3,2 (0,1)
Τριτογενής τομέας	7,8 (6,1)	5,5 (4,3)	3,3 (2,7)	2,0 (1,6)	0,7 (0,5)	1,2 (0,9)	1,9 (1,5)
Εμπόριο, ξενοδοχεία και εστιατόρια, μεταφορές και αποθήκευση	12,3 (2,7)	9,4 (2,2)	1,8 (0,5)	0,2 (0,0)	-0,3 (-0,1)	2,4 (0,6)	3,0 (0,7)
Ενημέρωση και επικοινωνία	9,5 (0,4)	7,6 (0,3)	4,7 (0,2)	3,8 (0,2)	5,3 (0,2)	4,2 (0,2)	5,4 (0,2)
Χρηματοπιστωτικές και ασφαλιστικές δραστηριότητες	3,2 (0,2)	4,7 (0,2)	4,0 (0,2)	-0,1 (-0,0)	2,5 (0,1)	1,1 (0,1)	2,6 (0,1)
Δραστηριότητες σχετικές με την ακίνητη περιουσία	5,7 (1,0)	2,2 (0,4)	5,1 (0,9)	4,8 (0,8)	0,4 (0,1)	0,4 (0,1)	0,4 (0,1)
Επαγγελματικές, επιστημονικές και τεχνικές δραστηριότητες	18,6 (1,0)	10,9 (0,6)	7,8 (0,5)	5,2 (0,3)	2,5 (0,2)	2,0 (0,1)	8,1 (0,5)
Δημόσια διοίκηση και άμυνα	1,6 (0,3)	1,4 (0,3)	1,0 (0,2)	-0,1 (-0,0)	-0,3 (-0,0)	-0,5 (-0,1)	-0,7 (-0,1)
Τέχνες, διασκέδαση και ψυχαγωγία	16,1 (0,5)	8,8 (0,3)	5,9 (0,2)	8,0 (0,3)	2,3 (0,1)	1,2 (0,0)	0,6 (0,0)
<b>Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές</b>	<b>8,1</b>	<b>5,3</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>1,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, τριμηνιαίοι εθνικοί λογαριασμοί, 6 Δεκεμβρίου 2024. Τα ετήσια στοιχεία είναι μη εποχικώς διορθωμένα. Τα τριμηνιαία στοιχεία είναι εποχικώς διορθωμένα.

Σημείωση: Εντός παρενθέσεων, συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες.

Κατά το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2024 η ΑΠΑ του τομέα των υπηρεσιών αυξήθηκε κατά 1,3% έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2023 και συνέβαλε κατά μία ποσοστιαία μονάδα στη μεταβολή της συνολικής ΑΠΑ. Τα έως τώρα διαθέσιμα στοιχεία για τον κύκλο εργασιών στις υπηρεσίες σε τρέχουσες τιμές για το 2024 παρουσιάζουν μικτή εικόνα στις επιδόσεις του τριτογενούς τομέα (βλ. Πίνακα IV.4). Επιπλέον, ο δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στον τομέα των υπηρεσιών φαίνεται ενισχυμένος κατά 12,3% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2023.

Σε ό,τι αφορά τον τουρισμό, οι τρεις κύριες μεταβλητές του εισερχόμενου τουρισμού (αφίξεις, διανυκτερεύσεις και εισπράξεις) δείχνουν αυξήσεις το 2024 σε σχέση με τα επίπεδα του 2019, παρά τις προκλήσεις που αντιμετώπισε ο ελληνικός τουρισμός.<sup>2</sup> Κατά το πρώτο εννεάμηνο του έτους, οι αφίξεις μη κατοίκων και οι ταξιδιωτικές εισπράξεις (συμπεριλαμβανομένης της κρουαζιέρας) διαμορφώθηκαν σε 30,4 εκατομμύρια επισκέπτες και 18,8 δισεκ. ευρώ αντίστοιχα, καταγράφοντας ετήσια αύξηση κατά 9,3% και 4,1%, υπερβαίνοντας τις επιδόσεις του 2019 κατά 13% και 16% αντίστοιχα. Αξίζει να αναφερθεί ότι για κάθε μήνα της εννεάμηνης περιόδου οι αφίξεις υπερέβαιναν τις αντίστοιχες περυσινές. Οι εκτιμήσεις για τα τουριστικά μεγέθη κατά το τελευταίο τρίμηνο του έτους παραμένουν θετικές, παρά τη χαμηλότερη δυναμική που αναμένεται λόγω εποχικότητας. Ειδικότερα, τον Οκτώβριο και το Νοέμβριο η επιβατική κίνηση από το εξωτερικό στο Διεθνή Αερολιμένα Αθηνών ήταν αυξημένη κατά 13,5% σε ετήσια βάση και κατά 31% και 29,3% σε σύγκριση με τον Οκτώβριο και το Νοέμβριο του 2019 αντίστοιχα. Επιπρόσθετα,

2 Κατά το β' τρίμηνο του 2024 ο ελληνικός τουρισμός αντιμετώπισε προκλήσεις λόγω των ασυνήθιστων για την εποχή υψηλών θερμοκρασιών, φαινόμενο όμως που παρατηρήθηκε σε όλους τους προορισμούς της Μεσογείου. Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή Ταξιδιών (European Travel Commission, *European Tourism: Trends & Prospects, Quarterly Report Q2/2024*), αν οι υψηλές θερμοκρασίες συνεχιστούν τα επόμενα έτη, οι τουρίστες μπορεί να προτιμήσουν προορισμούς με πιο ευχάριστες θερμοκρασίες, όπως η Κροατία και η Μάλτα, κατά τη θερινή περίοδο αιχμής, αντί της Ελλάδος και της Κύπρου.

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

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2020	2021	2022	2023	2024
<b>A. Δείκτες κύκλου εργασιών στις υπηρεσίες</b>					
<b>1. Εμπόριο</b>					
Χονδρικό εμπόριο	-10,8	4,7	21,4	-2,2	-8,4 (Ιαν.-Σεπτ.)
Λιανικό εμπόριο	-3,9	11,5	12,4	3,7	2,7 (Ιαν.-Σεπτ.)
Εμπορία και επισκευή αυτοκινήτων-μοτοσικλετών	-13,0	-16,0	15,8	21,2	7,3 (Ιαν.-Σεπτ.)
<b>2. Μεταφορές</b>					
Χερσαίες μεταφορές	-17,8	10,6	21,3	15,8	9,6 (Ιαν.-Σεπτ.)
Θαλάσσιες και ακτοπλοϊκές μεταφορές	-25,8	6,3	32,9	1,7	6,2 (Ιαν.-Σεπτ.)
Αεροπορικές μεταφορές	-65,9	64,1	94,2	22,6	42,6 (Ιαν.-Σεπτ.)
Αποθήκευση και υποστηρικτικές προς τις μεταφορές δραστηριότητες	-14,6	13,6	23,2	-2,7	3,6 (Ιαν.-Σεπτ.)
<b>3. Ξενοδοχεία και εστιατόρια</b>					
Υπηρεσίες παροχής καταλύματος και εστίασης	-62,7	79,9	54,6	8,4	-14,8 (Ιαν.-Σεπτ.)
<b>4. Ενημέρωση και επικοινωνία</b>					
Τηλεπικοινωνίες	-2,6	7,3	5,8	5,5	2,0 (Ιαν.-Σεπτ.)
Παραγωγή κιν/κών ταινιών-βίντεο-τηλ/κών προγραμμάτων-ηχογραφήσεις και μουσικές εκδόσεις	-17,5	10,6	20,6	12,8	-20,4 (Ιαν.-Σεπτ.)
Δραστηριότητες προγραμματισμού και ραδιοτηλεοπτικών εκπομπών	0,4	-0,3	12,6	-23,7	-12,1 (Ιαν.-Σεπτ.)
<b>5. Επαγγελματικές-επιστημονικές-τεχνικές δραστηριότητες</b>					
Νομικές-λογιστικές δραστηριότητες και υπηρεσίες παροχής συμβουλών διαχείρισης	-2,9	12,2	26,4	3,3	4,9 (Ιαν.-Σεπτ.)
Δραστηριότητες αρχιτεκτόνων-μηχανικών	4,1	21,7	8,8	12,1	-12,8 (Ιαν.-Σεπτ.)
Υπηρεσίες διαφήμισης και έρευνας αγοράς	-8,6	12,0	11,5	11,6	22,4 (Ιαν.-Σεπτ.)
Ταξιδιωτικά πρακτορεία και λοιπές δραστηριότητες	-75,0	102,3	96,6	24,1	9,7 (Ιαν.-Σεπτ.)
<b>B. Επιβατική κίνηση</b>					
Επιβάτες Διεθνούς Αερολιμένα Αθηνών	-68,4	52,8	84,1	24,0	13,0 (Ιαν.-Νοέμ.)
Επιβάτες Aegean Airlines <sup>1</sup>	-65,5	38,9	73,3	25,9	3,4 (Ιαν.-Σεπτ.)
Επιβατική κίνηση Οργανισμού Λιμένος Πειραιώς (ΟΛΠ)	-59,3	34,7	45,5	16,4	6,9 (Ιαν.-Σεπτ.)
<b>Γ. Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις υπηρεσίες</b>	-22,2	37,8	1,9	2,7	10,2 (Ιαν.-Νοέμ.)

Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ (δείκτες κύκλου εργασιών στις υπηρεσίες), ΔΑΑ, Aegean Airlines, ΟΛΠ και IOBE (προσδοκίες).

<sup>1</sup> Περιλαμβάνονται και οι ναυλωμένες πτήσεις (charter).

σύμφωνα με τα στοιχεία της Fraport Greece, τον Οκτώβριο η διεθνής επιβατική κίνηση στα περιφερειακά αεροδρόμια της χώρας κατέγραψε ετήσια αύξηση 9,8%, υπερβαίνοντας κατά 35% την επίδοση του Οκτωβρίου του 2019.

Εξετάζοντας τη συμβολή του τουρισμού από την πλευρά της προσφοράς, το μερίδιο του κλάδου των καταλυμάτων και υπηρεσιών εστίασης στη συνολική ΑΠΑ ήταν 7,1% το 2023, έναντι 7,2% το 2019. Η απασχόληση στον κλάδο διαμορφώθηκε στις 381,6 χιλ. άτομα το 2023, εκ των οποίων τα περισσότερα με καθεστώς πλήρους απασχόλησης. Ωστόσο, το ποσοστό των κενών θέσεων εργασίας στον εν λόγω κλάδο στην Ελλάδα ακολουθεί ανοδική πορεία τα τελευταία τρίμηνα, σε αντίθεση με την πλειονότητα των κρατών-μελών της ΕΕ-27, όπου το συγκεκριμένο ποσοστό υποχωρεί. Κατά το β' τρίμηνο του 2024 το ποσοστό των κενών θέσεων εργασίας στον κλάδο των καταλυμάτων και της εστίασης στην Ελλάδα διαμορφώθηκε σε 8,3% και ήταν το δεύτερο υψηλότερο στην ΕΕ-27, μετά από εκείνο της Τσεχίας (8,4%). Παρατηρείται επίσης ότι σε άλλες μεσογειακές χώρες, στις οποίες ο τουρισμός συμβάλλει καθοριστικά στην οικονομική δρα-



στηριότητα, τα αντίστοιχα ποσοστά των κενών θέσεων εργασίας είναι αρκετά χαμηλότερα (Κύπρος: 6,9%, Γαλλία: 4,7%, Ιταλία: 3,3%, Πορτογαλία: 1,9%, Κροατία: 2,2% και Ισπανία: 0,6%).

Ο τουρισμός παρέμεινε σε θετική τροχιά κατά το πρώτο εννεάμηνο του τρέχοντος έτους και καθίσταται πολύ πιθανό το 2024 να αποτελέσει μια ακόμη καλή χρονιά, ξεπερνώντας τα τουριστικά μεγέθη των προηγούμενων ετών. Η διεθνής αναγνώριση της Ελλάδος ως χώρας που διαθέτει υψηλού επιπέδου τουριστικό προϊόν με σημαντικές ξενοδοχειακές υποδομές και υπηρεσίες έχει οδηγήσει τα τελευταία χρόνια και μετά την πανδημία στη δυναμική ανάκαμψη και την περαιτέρω ανάπτυξη του. Ωστόσο, στο μεσοπρόθεσμο διάστημα ο ελληνικός τουρισμός αναμένεται να αντιμετωπίσει προκλήσεις, όπως η κλιματική αλλαγή με τις υψηλές θερμοκρασίες κατά τους θερινούς μήνες, καθώς και η δυνατότητά του να εξασφαλίσει όρους βιωσιμότητας, χωρίς όμως να υπονομεύσει την ανταγωνιστικότητά του.

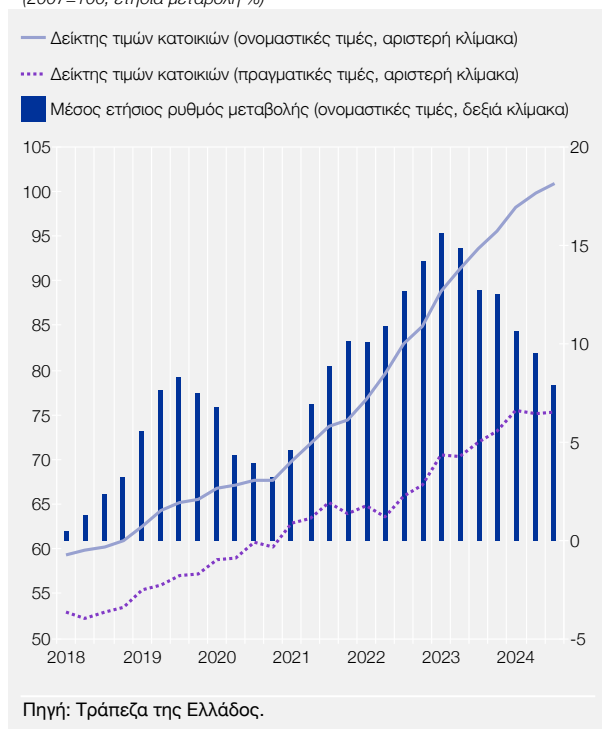
### 3 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

Κατά τη διάρκεια του 2024 η ελληνική αγορά ακινήτων διατηρεί τη θετική πορεία της. Παρά τις ιδιαίτερες συνθήκες που ανέκυψαν κατά την τελευταία τριετία, με την εντεινόμενη γεωπολιτική αστάθεια, τα αυξημένα κατασκευαστικά και λειτουργικά κόστη στην εγχώρια αγορά, καθώς και το αυξημένο κόστος χρηματοδότησης, η ζήτηση παραμένει ενισχυμένη για συγκεκριμένες χρήσεις και θέσεις ακινήτων. Η χαμηλή προσφορά ποιοτικών χώρων σε όλο το εύρος της αγοράς έχει δώσει ώθηση στην κατασκευαστική δραστηριότητα, η οποία εντούτοις δεν έχει αναπτύξει ρυθμούς που θα επέτρεπαν την πλήρη αποσυμπίεση της ζήτησης, ειδικά στην περίπτωση της κατοικίας. Υπό τις τρέχουσες συνθήκες, εκτιμάται ότι η αύξηση των τιμών θα συνεχιστεί μέχρι την αποκατάσταση σχετικής ισορροπίας, με ηπιότερους ωστόσο ρυθμούς σε σχέση με την προηγούμενη περίοδο.

Στην αγορά των κατοικιών, ισχυροί ετήσιοι ρυθμοί αύξησης στις τιμές των διαμερισμάτων συνεχίζουν να καταγράφονται έως και το γ' τρίμηνο του 2024, ωστόσο αισθητή επιβράδυνση σημειώνεται κατά τα τέσσερα τελευταία τρίμηνα. Με βάση τα στοιχεία εκτιμήσεων που συλλέγει η Τράπεζα της Ελλάδος, το εννεάμηνο του 2024 οι τιμές των διαμερισμάτων (σε ονομαστικούς όρους) ήταν αυξημένες κατά 9,3% σε ετήσια βάση, έναντι αύξησης κατά 14,3% το αντίστοιχο διάστημα του 2023 (βλ. Διάγραμμα IV.5). Κατά παλαιότητα, η αύξηση των τιμών για τα νέα διαμερίσματα, δηλ. ηλικίας έως 5 ετών, ήταν εντονότερη (10,5%) έναντι των παλαιών διαμερισμάτων (8,4%). Στους επιμέρους δείκτες κατά γεωγραφική περιοχή, αισθητά υψηλότεροι ρυθμοί αύξησης σε σχέση με το μέσο ετήσιο ρυθμό για το σύνολο της Ελλάδος καταγράφηκαν στη Θεσσαλονίκη και στις λοιπές περιοχές της χώρας (12,5% και 10,5%), ενώ η Αθήνα και οι άλλες μεγάλες πόλεις κατέγραψαν χαμηλότερους μέσους ετήσιους ρυθμούς της τάξεως του 8,8% και του 7,7% αντίστοιχα. Αξίζει να σημειωθεί ότι το γ' τρίμηνο του 2024 ο δείκτης για το σύνολο της χώρας ανέρχεται στο 100,9 και υπολείπεται κατά 1,3% του ιστορικού υψηλού του γ' τριμήνου του 2008, ενώ στα νέα διαμερίσματα το επίπεδο του δείκτη ανήλθε σε 106,9

Διάγραμμα IV.5 Δείκτης τιμών κατοικιών (α' τρίμηνο 2018-γ' τρίμηνο 2024)

(2007=100, ετήσια μεταβολή %)



ξεπερνώντας το αντίστοιχο ιστορικό υψηλό κατά 3,8%. Τέλος, κατά γεωγραφική περιοχή, το γ' τρίμηνο του 2024 ο δείκτης διαμερισμάτων στην περιοχή της Αθήνας ξεπέρασε το αντίστοιχο ιστορικό υψηλό επίπεδο του δείκτη διαμερισμάτων (β' τρίμηνο του 2008) κατά 5,2%.

Η αγορά κατοικιών συνεχίζει τη θετική της πορεία στη διάρκεια του εννεαμήνου του 2024, η οποία ενισχύεται από τον τουρισμό και τη βραχυχρόνια μίσθωση, καθώς και από το επενδυτικό ενδιαφέρον, κυρίως από το εξωτερικό, για αγορά ακινήτων<sup>3</sup> – συμπεριλαμβανομένου του προγράμματος Golden Visa. Άλλοι σχετικοί δείκτες που καταγράφουν την πορεία της αγοράς κατοικιών είναι, μεταξύ άλλων, η οικοδομική δραστηριότητα για κατοικίες (στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ), που κατά τη διάρκεια του οκταμήνου του 2024 κατέγραψε θετικούς ετήσιους ρυθμούς τόσο ως προς τον αριθμό όσο και ως προς το δομήσιμο όγκο των νέων οικοδομικών αδειών κατοικιών σε επίπεδο χώρας (41,2% και 30,5% αντίστοιχα), αρκετά ενισχυμένους έναντι του οκταμήνου του 2023 (22,5% και 14,5% αντίστοιχα). Παράλληλα, οι θετικές επιχειρηματικές προσδοκίες για την κατασκευή κατοικιών (στοιχεία IOBE) ενισχύονται περαιτέρω το ενδεκάμηνο του 2024, κατά 13,1% σε ετήσια βάση. Ωστόσο, οι επενδύσεις σε κατοικίες (εποχικώς διορθωμένα στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ, σε σταθερές τιμές) στο σύνολο της χώρας κατέγραψαν το εννέαμηνο του 2024, σε ετήσια βάση, μείωση κατά 4,6% και εξακολουθούν να βρίσκονται σε χαμηλό επίπεδο ως ποσοστό του ΑΕΠ (2,3%). Επίσης, η τραπεζική χρηματοδότηση βρίσκεται σε χαμηλά επίπεδα, παρά την αύξηση που καταγράφεται, σε ετήσια βάση, στο συνολικό ύψος των νέων στεγαστικών δανείων κατά τη διάρκεια του δεκαμήνου του 2024 (21,8%). Τέλος, το εννέαμηνο του 2024 το συνολικό κόστος κατασκευής νέων κτιρίων κατοικιών (στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ) συνέχισε να αυξάνεται (3,8% σε ετήσια βάση).

Στον κλάδο των επαγγελματικών ακινήτων, με βάση τους δείκτες που δημοσιεύει η Τράπεζα της Ελλάδος, κατά το πρώτο εξάμηνο του 2024 οι τιμές 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%. 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%. Κατά την ίδια περίοδο οι αυξήσεις στα μισθώματα γραφείων και καταστημάτων όλων των κατηγοριών προδιαγραφών ανήλθαν σε 0,8% και 4,8% αντίστοιχα σε επίπεδο χώρας.

Το οκτάμηνο του 2024 η συνολική κατασκευαστική δραστηριότητα για ακίνητα επαγγελματικής χρήσης (στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ) κατέγραψε αύξηση ως προς τον αριθμό και μείωση σε όρους δομήσιμου όγκου (8,5% και -7,4%, αντίστοιχα). Ο αριθμός των νέων αδειών για γραφειακούς χώρους αυξήθηκε κατά 2,9%, με τον αντίστοιχο δομήσιμο όγκο να καταγράφει αύξηση 169,4%. Αύξηση σημειώθηκε και στον αριθμό νέων αδειών για καταστήματα (12,7%), με τον αντίστοιχο συνολικό όγκο να μειώνεται ωστόσο κατά 47,5% σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2023. Τέλος, οι νέες άδειες για ξενοδοχεία υποχώρησαν κατά 15,0%, ενώ ο αντίστοιχος δομήσιμος όγκος εμφανίζεται αυξημένος κατά 29,5%.

Με βάση τα στοιχεία που συγκεντρώνει η Τράπεζα της Ελλάδος και τα αποτελέσματα της Έρευνας Αγοράς Επαγγελματικών Ακινήτων,<sup>4</sup> στη διάρκεια του πρώτου εξαμήνου του 2024 τα κεφάλαια των Ανωνύμων Εταιριών Επενδύσεων Ακίνητης Περιουσίας (ΑΕΕΑΠ) και άλλων επενδυτικών χαρτοφυλακίων και εταιριών ανάπτυξης ακινήτων κατευθύνθηκαν στην πλειοψηφία τους στην αγορά ή και ανάπτυξη ακινήτων φιλοξενίας υψηλών προδιαγραφών. Σημαντικά κεφάλαια προσέλκυσαν επίσης οι επαγγελματικές αποθήκες και τα καταστήματα. 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 περίπου επίπεδα

3 Σύμφωνα με τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, οι ξένες άμεσες επενδύσεις για την αγορά ακινήτων κατέγραψαν αύξηση κατά τη διάρκεια του εννεαμήνου του 2024 και ανήλθαν, σε όρους καθαρών εισπράξεων, σε 1.925,8 εκατ. ευρώ, ξεπερνώντας κατά 17,2% το αντίστοιχο επίπεδο εισπράξεων που καταγράφηκε το 2023 (1.643,6 εκατ. ευρώ).

4 Βλ. [Έρευνα Αγοράς Επαγγελματικών Ακινήτων – Α' εξάμηνο του 2024 \(Οκτώβριος 2024\)](#).

όπως το προηγούμενο εξάμηνο, ενώ οι ελάχιστες αποδόσεις καταστημάτων υψηλών προδιαγραφών στις εμπορικότερες θέσεις του κέντρου της Αθήνας κυμάνθηκαν μεταξύ 5,3% και 6,1%.

Οι προσδοκίες για την ελληνική αγορά ακινήτων όσον αφορά το επόμενο διάστημα παραμένουν θετικές, ωστόσο καταγράφεται πλέον αυξημένη επιφυλακτικότητα από τους παράγοντες της αγοράς, ειδικά για συγκεκριμένες κατηγορίες ακινήτων, κυρίως επαγγελματικής χρήσης. Οι υφιστάμενες επισφάλειες σχετίζονται με τη γεωπολιτική αστάθεια σε παγκόσμιο επίπεδο, τις επιβαρύνσεις στο κόστος κατασκευής και λειτουργίας, αλλά και τις συνεχείς νομοθετικές παρεμβάσεις, οι οποίες, σε συνδυασμό με τα διαχρονικά ζητήματα γραφειοκρατίας στις μεταβιβάσεις ακινήτων, επηρεάζουν τον επενδυτικό σχεδιασμό, τα περιθώρια κέρδους και την ελκυστικότητα εκκίνησης νέων επενδυτικών έργων. Παρά τις αβεβαιότητες, η αγορά κατοικίας, και ιδιαίτερα κατοικίας υψηλών προδιαγραφών, παραμένει θετική. Οι νομοθετικές πρωτοβουλίες προς την κατεύθυνση του περιορισμού της ζήτησης για επενδυτική κατοικία, μέσω του νέου πλαισίου για τη βραχυχρόνια μίσθωση και τη Golden Visa, αποτελούν προσωρινή και με περιορισμένες δυνατότητες λύση για την αντιμετώπιση του ζητήματος του κόστους στέγασης. Ουσιαστικές λύσεις θα πρέπει να αναζητηθούν με σκοπό την ενίσχυση της προσφοράς κατοικίας επιθυμητών προδιαγραφών, αλλά και προστιής αξίας. Οι πρόσφατες παρεμβάσεις που αφορούν τη βελτίωση επιμέρους διαδικασιών μεταβιβάσεων είναι προς τη σωστή κατεύθυνση, ωστόσο σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα η επίλυση του προβλήματος είναι πολυδιάστατη και επιβάλλει εθνικό στρατηγικό σχεδιασμό.

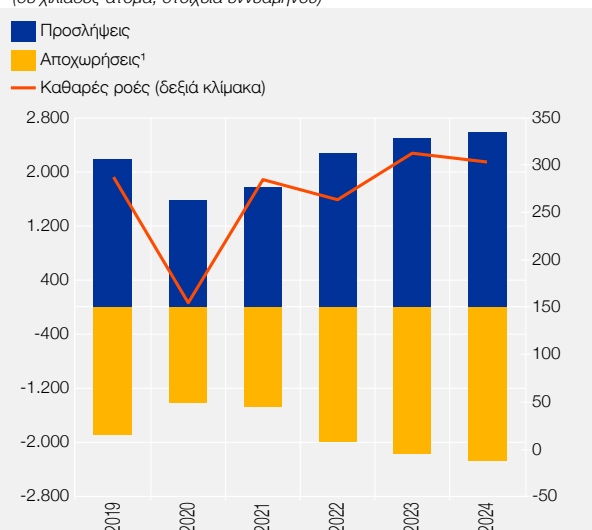
#### 4 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΑΝΕΡΓΙΑΣ

Η αγορά εργασίας συνεχίζει να παρουσιάζει σημαντική ανάπτυξη το εννεάμηνο του 2024, με αξιόλογη αύξηση της απασχόλησης και μείωση του ποσοστού ανεργίας. Πιο συγκεκριμένα, η απασχόληση αυξήθηκε κατά 1,9% το εννεάμηνο του 2024, ενώ το ποσοστό ανεργίας μειώθηκε περαιτέρω στο 10,3%, και μάλιστα το β' και το γ' τρίμηνο του 2024 διαμορφώθηκε σε μονοψήφιο επίπεδο για πρώτη φορά από το γ' τρίμηνο του 2009. Η μισθωτή απασχόληση, σύμφωνα με το ισοζύγιο ροών μισθωτής απασχόλησης του συστήματος ΕΡΓΑΝΗ, παρέμεινε σε υψηλά επίπεδα το εννεάμηνο του 2024, αν και ήταν ελαφρώς χαμηλότερη έναντι του προηγούμενου έτους. Οι προοπτικές για την απασχόληση παραμένουν ιδιαίτερα θετικές κυρίως στον κλάδο των υπηρεσιών. Οι κενές θέσεις εργασίας συνέχισαν να αυξάνονται το πρώτο εξάμηνο του 2024, επιβεβαιώνοντας την αυξανόμενη δυσκολία των επιχειρήσεων να προσλάβουν κατάλληλο προσωπικό.

Σύμφωνα με τα στοιχεία του πληροφοριακού συστήματος ΕΡΓΑΝΗ, το εννεάμηνο του 2024 δημιουργήθηκαν 302.744 νέες θέσεις εργασίας, έναντι 312.112 την αντίστοιχη περίοδο του 2023 (βλ. Διάγραμμα IV.6). Ως προς τους επιμέρους κλάδους οικονομικής δραστηριότητας, η μεγαλύτερη αύξηση προσλήψεων καταγράφηκε στις σχετικές με τον τουρισμό δραστηριότητες, καθώς οι επιδόσεις της τουριστικής περιόδου παρουσιάστηκαν βελτιωμένες έναντι της αντίστοιχης περιόδου το 2023. Τέλος, οι προσλήψεις πλήρους απασχόλησης υπερτερούν σε σχέση με τις ευέλικτες μορφές απασχόλησης, καθώς ανήλθαν στο 53,2% του συνόλου των προσλήψεων (έναντι 52,0% το εννεάμηνο του 2023).

Διάγραμμα IV.6 Ροές μισθωτής απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα (2019-2024)

(σε χιλιάδες άτομα, στοιχεία εννεαμήνου)

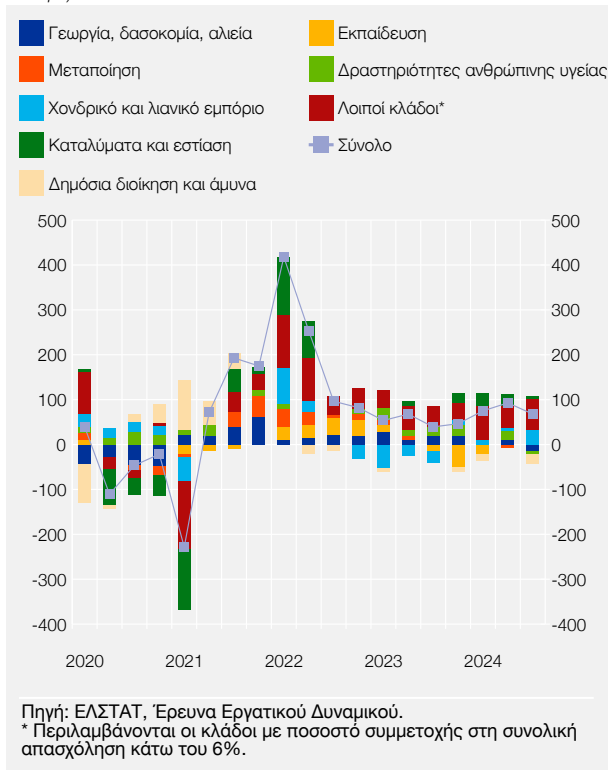


Πηγές: ΟΑΕΔ και πληροφοριακό σύστημα "ΕΡΓΑΝΗ".

<sup>1</sup> Περιλαμβάνονται καταγγελίες συμβάσεων, λήξεις συμβάσεων και οικειοθελείς αποχωρήσεις.

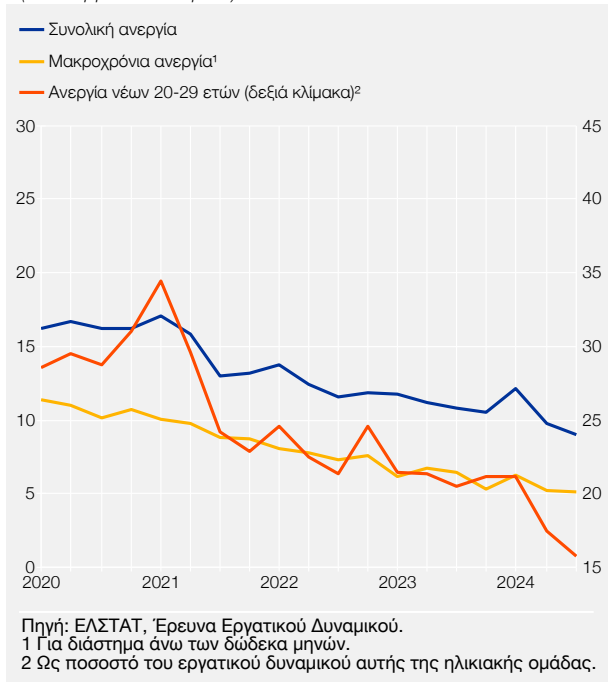
**Διάγραμμα IV.7 Μεταβολές του αριθμού των απασχολούμενων: σύνολο και ανά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας (α' τρίμηνο 2020-γ' τρίμηνο 2024)**

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



**Διάγραμμα IV.8 Ποσοστά ανεργίας (α' τρίμηνο 2020-γ' τρίμηνο 2024)**

(% του εργατικού δυναμικού)



Ο αριθμός των απασχολούμενων το εννέαμηνο του 2024, σύμφωνα με τα στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού (ΕΕΔ) της ΕΛΣΤΑΤ, παρουσίασε άνοδο κατά 1,9%, έναντι αύξησης 1,3% την αντίστοιχη περίοδο του 2023. Σημαντική συνεισφορά στην αύξηση της συνολικής απασχόλησης είχαν οι αυτοαπασχολούμενοι με προσωπικό (3,4%), ενώ οι μισθωτοί, που αποτελούν περίπου τα 2/3 των εργαζομένων, αυξήθηκαν με πιο ήπιο ρυθμό (1,8%).

Η αύξηση της απασχόλησης την ίδια περίοδο προήλθε από την αύξηση του αριθμού των απασχολούμενων στις κατασκευές (13,5%), στις δραστηριότητες σχετικές με τον τουρισμό (5,5%) και στο χονδρικό και λιανικό εμπόριο (2,4%). Αντίθετα, μείωση των απασχολούμενων παρατηρήθηκε στη δημόσια διοίκηση και άμυνα και στην εκπαίδευση (βλ. Διάγραμμα IV.7).

Το ποσοστό μερικής απασχόλησης υποχώρησε στο 6,9% του συνόλου των απασχολούμενων το εννέαμηνο του 2024 (7,4% την αντίστοιχη περίοδο του 2023), κυρίως λόγω της μείωσης που παρατηρήθηκε το β' και το γ' τρίμηνο του 2024 (6,5% και 6,3% αντίστοιχα).

Την ίδια περίοδο το ποσοστό ανεργίας αποκλιμακώθηκε σε 10,3% (11,3% το εννέαμηνο του 2023). Ειδικότερα, το ποσοστό ανεργίας στους άνδρες (8,1%) υποχώρησε, ενώ στις γυναίκες (13,0%), παρά την υποχώρηση που σημειώθηκε κατά 1,8 ποσοστιαίες μονάδες, παρέμεινε σημαντικά υψηλότερο από αυτό των ανδρών. Παράλληλα, μειώθηκε το ποσοστό ανεργίας των νέων ηλικίας 20-29 ετών και το ποσοστό μακροχρόνιας ανεργίας σε 18,1% και 5,5% αντίστοιχα (βλ. Διάγραμμα IV.8).

Οι βραχυπρόθεσμες προοπτικές απασχόλησης (έρευνες συγκυρίας IOBE και Ευρωπαϊκής Επιτροπής) στο ενδεκάμηνο του 2024 σημείωσαν βελτίωση στις υπηρεσίες. Σε θετικό επίπεδο κινήθηκαν και οι προοπτικές απασχόλησης στις κατασκευές, στο εμπόριο και στη μεταποίηση, ωστόσο κατέγραψαν καθοδική πορεία. Ο σταθμισμένος δείκτης των προσδοκίων απασχόλησης παρέμεινε αμετάβλητος σε σχέση με το αντίστοιχο ενδεκάμηνο του προηγούμενου έτους.

Η αυξημένη κινητικότητα στην αγορά εργασίας που παρατηρήθηκε τα χρόνια μετά την πανδημία συνεχίστηκε και το πρώτο εξάμηνο του

2024. Η αύξηση του αριθμού των εργαζομένων προήλθε σχεδόν εξίσου από τη μετακίνηση τόσο των ανέργων όσο και των μη οικονομικά ενεργών προς την απασχόληση. Παράλληλα, υψηλή παρέμεινε η κινητικότητα μεταξύ των ανέργων και των μη οικονομικά ενεργών, καθώς σημαντικός αριθμός ανέργων έπαυσαν να αναζητούν ενεργά εργασία, ενώ εξίσου υψηλός αριθμός μη οικονομικά ενεργών εισήλθαν στην αγορά εργασίας ως απασχολούμενοι. Πιο συγκεκριμένα, το 24,4% των ανέργων εξήλθε της αγοράς εργασίας, ενώ παράλληλα το 2,3% των μη οικονομικά ενεργών βρήκε εργασία, ποσοστά πολύ υψηλότερα σε σχέση με το παρελθόν.

Όσον αφορά τη στενότητα στην αγορά εργασίας,<sup>5</sup> συνεχίστηκε η ανοδική της πορεία το πρώτο εξάμηνο του 2024, οπότε και καταγράφηκε αύξηση της στενότητας στους περισσότερους κλάδους της οικονομίας. Ειδικότερα, τα υψηλότερα ποσοστά στενότητας καταγράφονται στις δραστηριότητες σχετικές με τον τουρισμό (13,4%), στις κατασκευές (4,8%), στις επαγγελματικές, επιστημονικές και τεχνικές δραστηριότητες (4,5%) και στη μεταποίηση (2,4%), με τις δραστηριότητες σχετικές με τον τουρισμό να σημειώνουν τη μεγαλύτερη αύξηση. Τα χαμηλότερα ποσοστά στενότητας κατέγραψαν η δημόσια διοίκηση και άμυνα, η εκπαίδευση και οι χρηματοπιστωτικές και ασφαλιστικές δραστηριότητες. Αντίθετα, ο κλάδος της πληροφορικής και τεχνολογίας ήταν ο μοναδικός κλάδος που σημείωσε πτώση του ποσοστού κενών θέσεων εργασίας.

Παρά τη σημαντική πρόοδο που έχει συντελεστεί στην αγορά εργασίας τα τελευταία έτη, οι προκλήσεις συνεχίζουν να είναι σημαντικές. Βασική πρόκληση αποτελεί η συνεχώς αυξανόμενη δυσκολία των επιχειρήσεων να βρουν εξειδικευμένο προσωπικό, ιδιαίτερα σε ένα περιβάλλον όπου η διάδοση της τεχνητής νοημοσύνης αναμένεται να επηρεάσει ουσιαστικά τις απαραίτητες δεξιότητες των εργαζομένων. Ενώ η έλλειψη δεξιοτήτων στο παρελθόν αφορούσε κυρίως ανέργους μεγαλύτερης ηλικίας, η χρήση της τεχνητής νοημοσύνης αναμένεται να ασκήσει επίδραση και στους εργαζόμενους νεότερης ηλικίας. Γι' αυτό το λόγο, ουσιώδη ρόλο στη σύζευξη των αναγκών της αγοράς εργασίας με τις δεξιότητες των εργαζομένων έχουν η διά βίου εκπαίδευση, η τεχνική εκπαίδευση, καθώς και η ενίσχυση των δεξιοτήτων των εργαζομένων, ιδιαίτερα στη χρήση της τεχνητής νοημοσύνης. Επίσης, τα προγράμματα κατάρτισης ανέργων μπορούν να συμβάλουν στην απόκτηση νέων δεξιοτήτων, στην εύρεση εργασίας και την ενσωμάτωση των ευάλωτων ομάδων στην αγορά εργασίας.

Παράλληλα, για να καλυφθεί το καίριο κενό εργατικού δυναμικού και δεξιοτήτων, σημαντική είναι η θέσπιση κινήτρων για την αντιστροφή του brain drain και την επιστροφή εργαζομένων υψηλών δεξιοτήτων και ανθρώπινου κεφαλαίου στη χώρα, η προσέλκυση εξειδικευμένων μεταναστών, καθώς και η αύξηση της δεξαμενής του διαθέσιμου προς πρόσληψη εργατικού δυναμικού από τις επιχειρήσεις, όπως οι γυναίκες, οι νέοι και τα άτομα με αναπηρία (βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική 2023-2024*, Πλαίσιο IV.1). Εξίσου απαραίτητες είναι οι παρεμβάσεις για να ενισχυθεί το πλέγμα εναρμόνισης της οικογενειακής και επαγγελματικής ζωής, διευκολύνοντας την ένταξη και παραμονή στην αγορά εργασίας του μη οικονομικά ενεργού πληθυσμού.

Επιπλέον, θα πρέπει να συνεχιστούν τα μέτρα για την καταπολέμηση της αδήλωτης και υποδηλωμένης εργασίας που έχουν αποφέρει μέχρι στιγμής αποτελέσματα, ενώ ο υψηλότερος ρυθμός αύξησης του μη μισθολογικού κόστους σε σχέση με τους μισθούς που παρατηρείται τα τελευταία έτη καθιστά πιο επιτακτική την ανάγκη περαιτέρω μείωσης ή επιδότησης των ασφαλιστικών εισφορών.<sup>6</sup> Προς αυτή την κατεύθυνση, ιδιαίτερα σημαντική είναι η μείωση, από 1ης Ιανουαρίου 2025 των ασφαλιστικών εισφορών κατά 1 ποσοστιαία μονάδα (0,5 ποσ. μον. στις

5 Η στενότητα στην αγορά εργασίας (labour market tightness) αντανακλά την υπέρβαση των κενών θέσεων εργασίας σε σύγκριση με εκείνους που αναζητούν απασχόληση και εκφράζεται από το ποσοστό κενών θέσεων εργασίας, το οποίο ορίζεται ως ο λόγος (αριθμός κενών θέσεων εργασίας) / (αριθμός κατεληγμένων θέσεων + αριθμός κενών θέσεων εργασίας), εκφραζόμενος ως ποσοστό.

6 Στις 6 Δεκεμβρίου 2024 ψηφίστηκε ο ν. 5163/2024 που ενσωματώνει την ευρωπαϊκή οδηγία 2022/2041 για επαρκείς κατώτατους μισθούς στην Ευρωπαϊκή Ένωση και εισάγεται νέος τρόπος υπολογισμού του νομοθετημένου κατώτατου μισθού και κατώτατου ημερομισθίου (βλ. ενότητα 5.3).

εισφορές των εργαζομένων και 0,5 ποσ. μον. στις εισφορές των εργοδοτών)<sup>7</sup> για την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας των ελληνικών επιχειρήσεων και τη διατήρηση των θέσεων εργασίας.

## 5 ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ, ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΑ ΚΕΡΔΗ, ΚΟΣΤΟΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΚΑΙ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑ

### 5.1 Πληθωρισμός

Ο πληθωρισμός, όπως μετρείται με τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ), υποχώρησε στο 4,2% το 2023 από 9,3% το 2022. Στο διαθέσιμο ενδεκάμηνο του 2024 ο εναρμονισμένος πληθωρισμός υποχώρησε περαιτέρω, καταγράφοντας μέσο όρο 3,0% (βλ. Διάγραμμα IV.9).

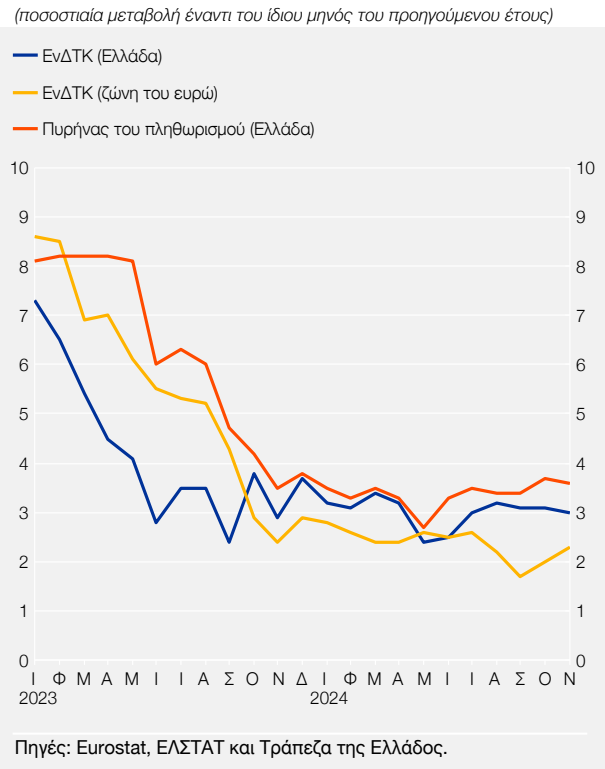
Κύρια χαρακτηριστικά του πληθωρισμού για τη διαθέσιμη περίοδο του 2024 είναι ότι αφενός ξεκίνησε τον Ιανουάριο από χαμηλότερα επίπεδα (3,2%) σε σχέση με το μέσο όρο του προηγούμενου έτους (4,2%), αλλά και σε σχέση με το Δεκέμβριο του 2023 (3,7%), και αφετέρου ότι κατά κύριο λόγο κινήθηκε οριζόντια. Πιο συγκεκριμένα, ο πληθωρισμός ήταν 3,2% τον Ιανουάριο, τον Απρίλιο και τον Αύγουστο του 2024, με μικρές αυξομειώσεις κατά τους ενδιάμεσους μήνες.

Όσον αφορά τις συνιστώσες του εναρμονισμένου πληθωρισμού, υπάρχει σαφής αποκλιμάκωση του πληθωρισμού των ειδών διατροφής το 2024 σε σύγκριση με το 2023. Ο πληθωρισμός του συνόλου των ειδών διατροφής ανήλθε στο 9,9% το 2023, ενώ κατά το διαθέσιμο ενδεκάμηνο του 2024 έχει υποχωρήσει στο 3,0%. Πιο αναλυτικά, ο πληθωρισμός των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής ανήλθε το 2023 στο 11,1% και εκείνος των επεξεργασμένων ειδών διατροφής στο 9,3%. Κατά το διαθέσιμο ενδεκάμηνο του 2024 ο μέσος πληθωρισμός για τα μη επεξεργασμένα είδη υποχώρησε στο 3,7% και ο αντίστοιχος των επεξεργασμένων ειδών στο 2,7% (βλ. Διάγραμμα IV.10).

Έντονη αποκλιμάκωση καταγράφεται επίσης και στον πληθωρισμό των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών, ο οποίος έχει υποχωρήσει στο 1,7% κατά το διαθέσιμο ενδεκάμηνο του 2024, από 6,4% το 2023. Η αποκλιμάκωση αυτή οφείλεται κυρίως στη γενικότερη εξομάλυνση των εφοδιαστικών αλυσίδων, σε επιδράσεις βάσης, αλλά και στη συμπίεση των κερδών. Η έκρυθμη κατάσταση όμως στη Μέση Ανατολή έχει εκ νέου συμβάλει στην ενδυνάμωση του πληθωρισμού αυτών των ειδών, κυρίως από το Σεπτέμβριο του 2024 και μετά.

Το γεγονός ότι ο εναρμονισμένος πληθωρισμός δεν αποκλιμακώθηκε περαιτέρω μέσα στο 2024 αποδίδεται στις υπηρεσίες, όπου ο πληθωρισμός έχει μεν υποχωρήσει σε σύγκριση με το 2023, αλλά κατά τη διάρκεια του 2024 παρουσιάζει μια ανοδική τάση με έντονα στοιχεία επιμονής,

Διάγραμμα IV.9 Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή στην Ελλάδα και τη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2023-Νοέμβριος 2024)



7 Από το 2019 έχουν ήδη μειωθεί οι ασφαλιστικές εισφορές κατά 4,4 ποσοστιαίες μονάδες. Δελτίο τύπου Υπ. Εργασίας και Κοινωνικής Ασφάλισης, 12.9.2024.

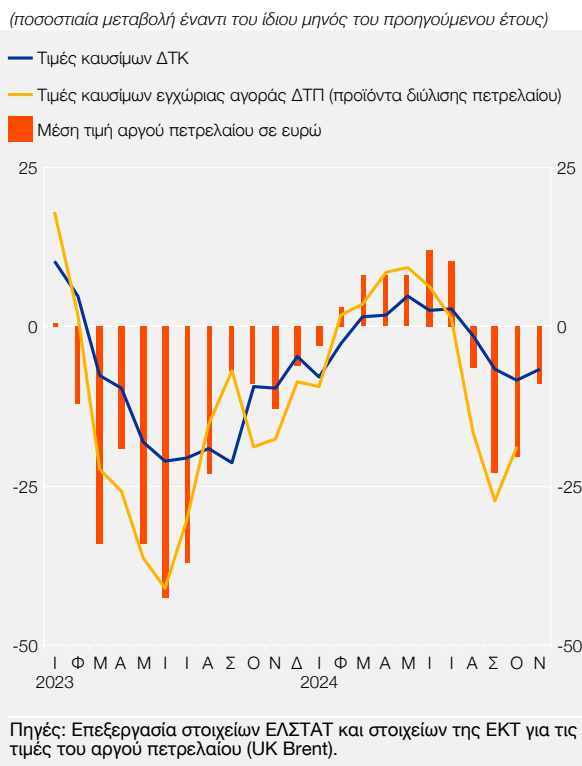
καθώς επίσης και στην ελαφρώς ανοδική τάση του ενεργειακού πληθωρισμού.

Η αργή αποκλιμάκωση του πληθωρισμού των υπηρεσιών αποδίδεται σε έναν συνδυασμό παραγόντων όπως υψηλή ζήτηση λόγω τουρισμού, μισθολογικές αυξήσεις, έμμεση φορολογία (επιβολή του “τέλους ανθεκτικότητας στην κλιματική κρίση”, που αντικατέστησε το φόρο διανυκτέρευσης, με αυξημένους όμως συντελεστές, επιβολή ΦΠΑ με συντελεστή 13% στα καταλύματα βραχυχρόνιας μίσθωσης, επαναφορά του συντελεστή ΦΠΑ στο 24% για συγκεκριμένες υπηρεσίες εστίασης) καθώς επίσης και σημαντικές αυξήσεις των ενοικίων.

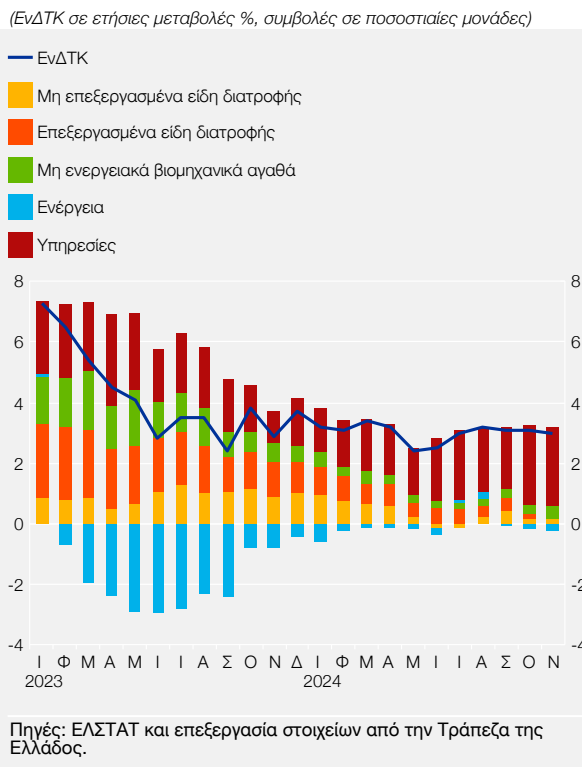
Έντονη μεταβλητότητα καταγράφει μέσα στο 2024 ο πληθωρισμός των ενεργειακών αγαθών (βλ. Διάγραμμα IV.11). Μετά τη σημαντική πτώση που κατέγραψε το 2023 ο ενεργειακός πληθωρισμός (-13,4%), οι αρνητικοί ετήσιοι ρυθμοί του κατά το πρώτο εξάμηνο του 2024 επιβραδύνθηκαν έντονα, καταγράφοντας κατά μέσο όρο -2,6%, λόγω κυρίως ανοδικών επιδράσεων βάσης. Οι αρνητικοί αυτοί ετήσιοι ρυθμοί διατηρήθηκαν λόγω του συνεχιζόμενου αποπληθωρισμού στο ηλεκτρικό ρεύμα και στο φυσικό αέριο. Κατά το δεύτερο εξάμηνο η εικόνα αντιστράφηκε, με την επάνοδο του φυσικού αερίου αρχικά και του ηλεκτρικού ρεύματος στη συνέχεια σε θετικό έδαφος. Παρά την αντίστροφη κίνηση του πληθωρισμού των καυσίμων αυτοκινήτων, η ενεργειακή συνιστώσα επηρεάστηκε από τη συνδυασμένη ανοδική κίνηση του φυσικού αερίου και του ηλεκτρικού ρεύματος και επανήλθε στην καταγραφή θετικών ετήσιων ρυθμών τους μήνες Ιούλιο και Αύγουστο. Όμως, οι χαμηλές διεθνείς τιμές του πετρελαίου και η επίσης χαμηλή τιμή έναρξης χρήσης του πετρελαίου θέρμανσης τον Οκτώβριο του 2024 οδήγησαν εκ νέου την ενεργειακή συνιστώσα σε αρνητικό έδαφος. Έτσι, κατά το διανυόμενο δεύτερο εξάμηνο του 2024, σε αντίθεση με το πρώτο, υπάρχει έντονη μεταβλητότητα στον πληθωρισμό των ενεργειακών αγαθών.

Ο συνδυασμός της αυξητικής πορείας του πληθωρισμού των υπηρεσιών με τη μερικώς ανοδική στροφή του πληθωρισμού των ενεργειακών αγαθών συνέβαλε στην απόκλιση του πληθωρισμού της Ελλάδος έναντι εκείνου της ευρωζώνης. Αποκλίσεις εντοπίζονται όμως και στον πληθωρισμό των ειδών διατροφής, αλλά και

**Διάγραμμα IV.10** Εξέλιξη τιμών καυσίμων του ΔTK και του ΔΤΠ και της τιμής του αργού πετρελαίου σε ευρώ (Ιανουάριος 2023-Νοέμβριος 2024)



**Διάγραμμα IV.11** Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή και συμβολές των κύριων συνιστωσών του (Ιανουάριος 2023-Νοέμβριος 2024)



στον πληθωρισμό των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών. Παρά ταύτα, αναμένεται ότι οι επιμέρους συνιστώσες του πληθωρισμού θα εξακολουθήσουν και το 2025 να αποκλιμακώνονται, με τους ετήσιους ρυθμούς των υπηρεσιών όμως να συνεχίζουν τη δική τους αργή αποκλιμάκωση, καθώς, σύμφωνα με τις κυβερνητικές εξαγγελίες, θα συνεχιστεί η επιβάρυνση του πληθωρισμού των υπηρεσιών από τους έμμεσους φόρους, όπως επίσης αναμένεται να υπάρξουν και περαιτέρω μισθολογικές αυξήσεις.

Οι ανωτέρω προβλέψεις για την πορεία του πληθωρισμού βασίζονται στην υπόθεση ότι το γεωπολιτικό πλαίσιο δεν θα επιδεινωθεί δραστικά. Στο βαθμό που θα υπάρξει σημαντική αλλαγή του μακροοικονομικού περιβάλλοντος των τιμών της ενέργειας λόγω περαιτέρω γεωπολιτικών εντάσεων, θα υπάρξουν αποκλίσεις από τις έως τώρα αναμενόμενες εξελίξεις για τον πληθωρισμό.

### 5.2 Επιχειρηματικά κέρδη

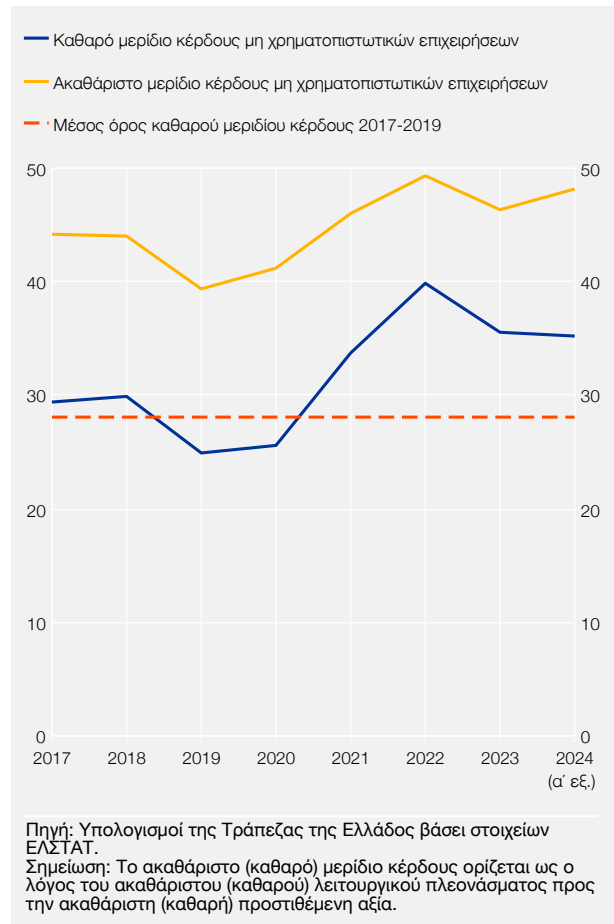
Το α' τρίμηνο του 2024 η κερδοφορία των ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων υποχώρησε σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2023 (βλ. Διάγραμμα IV.12). Το ακαθάριστο λειτουργικό πλεόνασμα των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων σε ονομαστικούς όρους μειώθηκε σε 2,7% το α' τρίμηνο του 2024 (από 7,3% την αντίστοιχη περίοδο του 2023), ενώ το καθαρό λειτουργικό πλεόνασμα (που προκύπτει μετά την αφαίρεση της ανάληψης πάγιου κεφαλαίου) υποχώρησε ακόμη περισσότερο, σε -4,4% το α' τρίμηνο του 2024 (από 4,2% την αντίστοιχη περίοδο του 2023 – βλ. Διάγραμμα IV.13). Η επιδείνωση αυτή οφείλεται κυρίως στη σημαντική επιβράδυνση της ΑΠΑ στο 3,2% (από 8,3% την αντίστοιχη περίοδο του 2023), ενώ το εισόδημα εξαρτημένης εργασίας αυξήθηκε με υψηλότερο ρυθμό (4,3%) από ό,τι η ΑΠΑ. Αντίθετα, η επίδραση των φόρων μείον επιδοτήσεων στην παραγωγή ήταν ελαφρώς θετική.

Κατά συνέπεια, το α' τρίμηνο του 2024, το μερίδιο καθαρού κέρδους (που ορίζεται 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 στο 35,1% από 37,0% την αντίστοιχη περίοδο του 2023. Εντούτοις, παρέμεινε εντυπωσιακά υψηλότερο συγκριτικά με το μέσο όρο της προ της πανδημίας τριετίας 2017-2019 (28,1%). Οι καλές επιδόσεις του τουριστικού και του κατασκευαστικού τομέα, σε συνδυασμό με τις πληθωριστικές πιέσεις και προσδοκίες και τη διατήρηση της ζήτησης σε θετικούς ρυθμούς, τροφοδότησαν τα τελευταία έτη την εξαιρετική πορεία των κερδών των επιχειρήσεων.

### 5.3 Κόστος εργασίας

Το 2024 εκτιμάται ότι οι συνολικές αποδοχές θα αυξηθούν περισσότερο από ό,τι το 2023, ενώ οι αμοιβές ανά μισθωτό θα επιταχυνθούν ακόμη πιο πολύ, καθώς η μισθωτή απασχόληση θα εμφανίσει αισθητή επιβράδυνση. Ο ρυθμός ανόδου της παραγωγικότητας θα είναι σχεδόν ίσος με

Διάγραμμα IV.12 Μερίδιο κέρδους των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (2017-α' εξάμηνο 2024)





εκείνον του 2023, αλλά ο ρυθμός ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος εκτιμάται ότι θα επιταχυνθεί σημαντικά (βλ. Πίνακα IV.5).

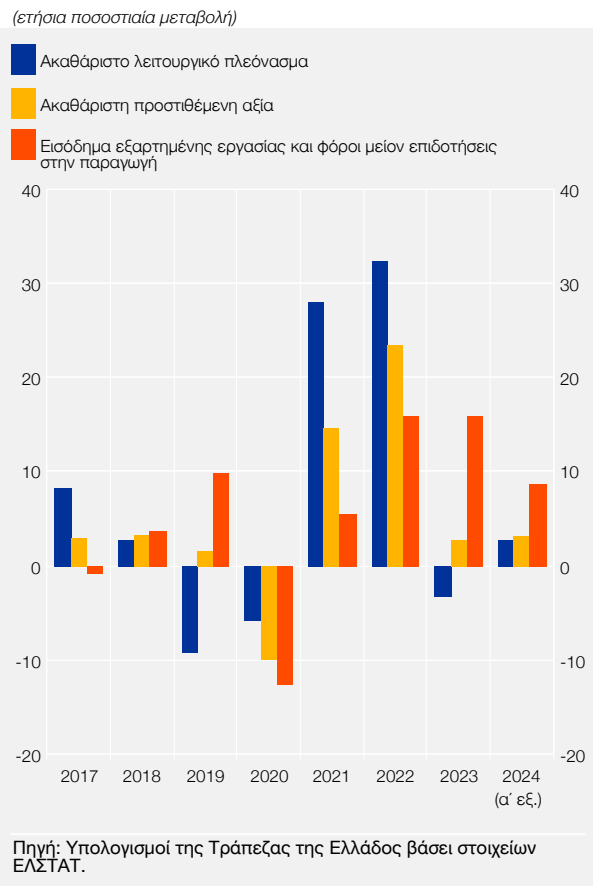
Η άνοδος των αποδοχών το 2024 έχει επηρεαστεί από την αύξηση των μισθών των δημοσίων υπαλλήλων, καθώς και από τη λήξη της αναστολής των επιδομάτων προϋπηρεσίας (τριετιών) των μισθωτών του ιδιωτικού τομέα, η οποία είχε νομοθετηθεί κατά την περίοδο των προγραμματικών οικονομικής προσαρμογής. Επιπλέον, χορηγήθηκε αύξηση 6,4% από 1ης Απριλίου 2024 στον κατώτατο μισθό.

Ειδικότερα, στον επιχειρηματικό τομέα το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2024 υπογράφηκαν 184 νέες επιχειρησιακές συλλογικές συμβάσεις, οι οποίες αφορούν 126.371 μισθωτούς. Από αυτές, 67 συμβάσεις προβλέπουν αυξήσεις μισθών, ενώ οι υπόλοιπες δεν περιλαμβάνουν μισθολογικές ρυθμίσεις.<sup>8</sup> Στον τομέα της γενικής κυβέρνησης, οι δαπάνες για αμοιβές υπαλλήλων αυξήθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 6,2% το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2024 (βάσει ταμειακών στοιχείων).

Το 2025 προβλέπεται ότι οι συνολικές αμοιβές και οι αμοιβές ανά μισθωτό θα επιβραδυνθούν ελαφρά, γεγονός που, σε συνδυασμό με τη μικρή επιτάχυνση της παραγωγικότητας, θα συντελέσει σε υποχώρηση του ρυθμού ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος.

Τέλος, η κυβέρνηση πρόωθησε – σε εφαρμογή της κοινοτικής Οδηγίας 2022/2041 για επαρκείς κατώτατους μισθούς – μέτρα τα οποία αφορούν τη διαδικασία καθορισμού των κατώτατων μισθών. Σε πόρισμα της ειδικής Επιστημονικής Επιτροπής μεταξύ άλλων προτάθηκε ο καθορισμός και η αναπροσαρμογή του νομοθετημένου κατώτατου μισθού και ημερομισθίου να γίνεται αυτόματα με βάση συντελεστή που θα προκύπτει από το άθροισμα (α) του ετήσιου ποσοστού μεταβολής του δείκτη τιμών 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.<sup>9</sup> Η

**Διάγραμμα IV.13** Συνιστώσες του μεριδίου κέρδους των επιχειρήσεων (2017-α' εξάμηνο 2024)



**Πίνακας IV.5** Αμοιβές και κόστος εργασίας (2022-2025)

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

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

Πηγή: Για το 2022-2023: ΕΛΣΤΑΤ, αναθεωρημένα στοιχεία ετήσιων εθνικών λογαριασμών και λογαριασμών θεσμικών τομέων, 17-24.10.2024. Σημείωση: Για το 2024-2025: εκτιμήσεις και προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

8 Οι κυριότερες κλαδικές ή ομοιοεπαγγελματικές συμβάσεις εργασίας που επηρεάζουν τους μισθούς το 2024 έχουν αναφερθεί στην Έκθεση Νομισματικής Πολιτικής 2023-2024.

9 Ανακοίνωση Υπουργείου Εργασίας και Κοινωνικής Ασφάλισης, 8.10.2024.

πρόταση περιλήφθηκε σε σχέδιο νόμου που κατατέθηκε στη Βουλή στις 22 Νοεμβρίου, μετά από δημόσια διαβούλευση στις 7-21 του ίδιου μήνα, καθώς και διαβουλεύσεις με τους κοινωνικούς εταίρους. Σε αυτό προβλέπεται εφαρμογή του νέου συστήματος από το 2028: αυτό θα αφορά και τους δημοσίους υπαλλήλους, ενώ θα αποκλείεται μείωση του κατώτατου μισθού. Τα έτη 2025, 2026 και 2027 η αύξηση του κατώτατου μισθού θα συνεχίσει να καθορίζεται μετά από διαβούλευση με τους κοινωνικούς εταίρους.<sup>10</sup> Το σχέδιο ψηφίστηκε από τη Βουλή στις 5 Δεκεμβρίου,<sup>11</sup> ενώ εντός έτους η κυβέρνηση θα ανακοινώσει Σχέδιο Δράσης για την ενίσχυση των συλλογικών διαπραγματεύσεων.

#### 5.4 Διεθνής ανταγωνιστικότητα

Η διεθνής ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας κατά το 2024 εμφάνισε διττή πορεία, καθώς, σύμφωνα με τους δείκτες πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας, επιδεινώθηκε ελαφρώς ως προς τις σχετικές τιμές, ενώ βελτιώθηκε ως προς το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Η ανατίμηση του ευρώ, αν και πιο περιορισμένης έκτασης έναντι εκείνης του 2023, λόγω ενδεχομένως και του ότι η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) ξεκίνησε να μεταβάλλει την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής της νωρίτερα από ό,τι η Fed, συνέχισε να επηρεάζει αρνητικά τους δείκτες ανταγωνιστικότητας τόσο της Ελλάδος όσο και των περισσότερων οικονομιών της ζώνης του ευρώ. Ωστόσο οι διαφορετικές εξελίξεις στο εγχώριο κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στις επιμέρους οικονομίες της ΕΕ επέδρασαν διαφορετικά στην εξέλιξη των σχετικών δεικτών ανταγωνιστικότητας κάθε χώρας (βλ. Διάγραμμα IV.14). Σε όρους διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας, υπάρχουν ενδείξεις ότι η πρόοδος που έχει συντελεστεί τα τελευταία έτη στην Ελλάδα με την υλοποίηση σημαντικών μεταρρυθμίσεων σε επίπεδο θεσμικού πλαισίου ή υποδομών του κράτους δεν έχει ακόμη τελεσφορήσει σε όρους αύξησης της οικονομικής και επιχειρηματικής αποτελεσματικότητας σύμφωνα με την κατάσταση της χώρας στις εκθέσεις των σύνθετων δεικτών διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας.

Η ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία της Ελλάδος ανατιμήθηκε κατά 2,4% το εννιάμηνο του 2024 σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2023, σύμφωνα με τους εθνικούς εναρμονισμένους δείκτες ανταγωνιστικότητας τους οποίους καταρτίζει η ΕΚΤ (ΕνΔΑ-ΗCIs). Τους πρώτους εννέα μήνες του 2024 το ευρώ υποτιμήθηκε ελαφρώς έναντι της λίρας Αγγλίας, του ελβετικού φράγκου και της κορώνας Σουηδίας, ενώ ανατιμήθηκε έναντι του γιεν Ιαπωνίας, του δολαρίου ΗΠΑ, της κορώνας Νορβηγίας, της κορώνας Δανίας, του δολαρίου Αυστραλίας και της λίρας Τουρκίας. Εντούτοις, η σημαντική αυτή ανατίμηση, η οποία είχε επίπτωση σε όλους τους ευρύτερους δείκτες ανταγωνιστικότητας της Ελλάδος, απορροφήθηκε σε σημαντικό βαθμό από την ευνοϊκή διαφορά του εγχώριου πληθωρισμού τιμών και κόστους εργασίας σε σχέση με τους κυριότερους εμπορικούς εταίρους. Το εννιάμηνο του έτους ο δείκτης ΕνΔΑ της Ελλάδος ως προς τις σχετικές τιμές παρουσίασε ανατίμηση (χειροτέρευση) κατά 0,9% έναντι της ίδιας περιόδου του 2023. Αντιστοίχως, το πρώτο εξάμηνο του έτους ο δείκτης ΕνΔΑ της Ελλάδος ως προς το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος ανατιμήθηκε (βελτιώθηκε) κατά 0,7% έναντι της ίδιας περιόδου του 2023. Ωστόσο σημειώνεται ότι η Ελλάδα το 2024 διατήρησε το μερίδιο αγοράς της σε όλες τις γεωγραφικές περιοχές, πλην των Δυτικών Βαλκανίων και της Τουρκίας.<sup>12</sup> Οι εντεινόμενοι γεωπολιτικοί κίνδυνοι, η ανάφλεξη στη Μέση Ανατολή και οι φόβοι χρήσης μη συμβατικών όπλων επιτείνουν τις συνθήκες αυξημένης αβεβαιότητας και διαμορφώνουν δυσμενές εξωτερικό περιβάλλον για το παγκόσμιο εμπόριο, το κόστος ενέργειας και τους διαύλους θαλάσσιας μεταφοράς αγαθών, με ταυτόχρονη εξασθένηση στο ρυθμό αύξησης της διεθνούς ζήτησης.

Ως προς τις προοπτικές για το σύνολο του 2024 και για το 2025, εκτιμάται ότι ο πρόσφατος κύκλος βελτίωσης της ανταγωνιστικότητας της Ελλάδος με αφορμή την ενεργειακή κρίση στην Ευρώπη εξαντλείται, καθώς οι ρυθμοί ανόδου του ΕνΔTK και του κόστους εργασίας ανά μονάδα

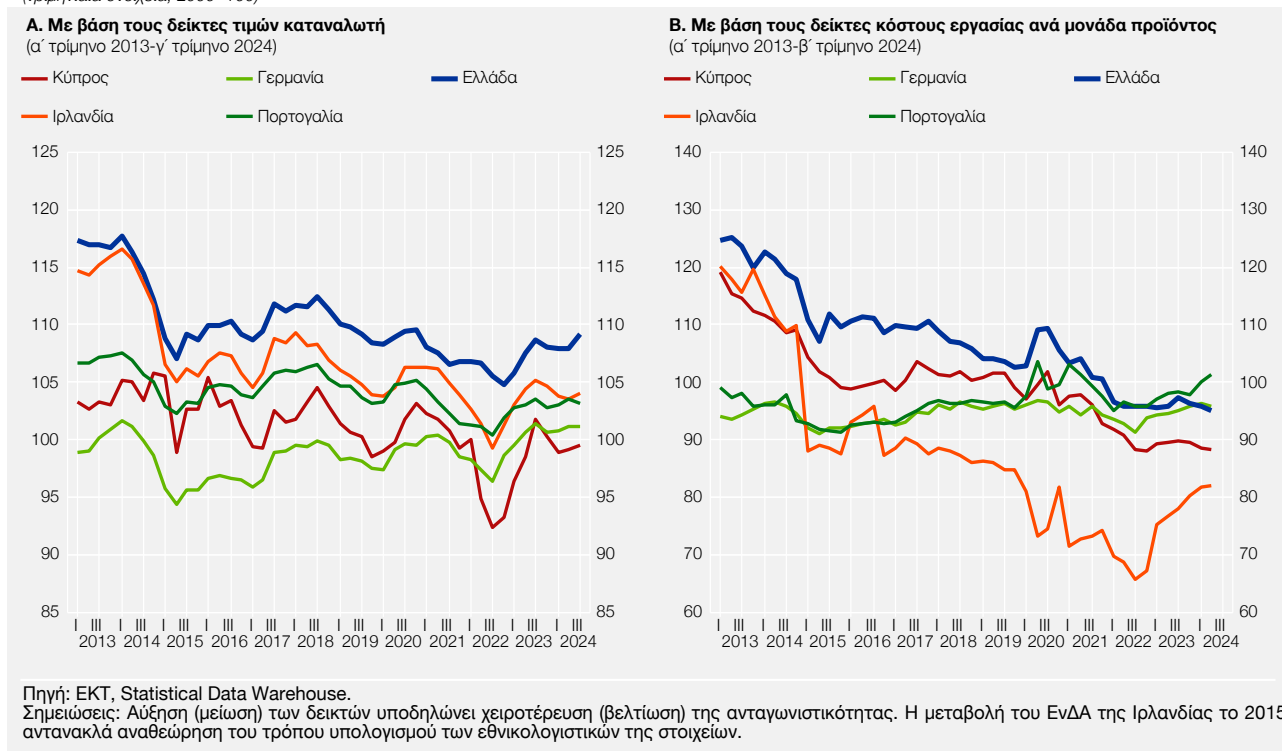
10 Βλ. [ανακοίνωση του Υπουργείου Εργασίας, 7.11.2024](#).

11 Ν. 5163, ΦΕΚ Α' 199, 6.12.2024.

12 IMF, DOTS Statistics.

Διάγραμμα IV.14 Εναρμονισμένοι δείκτες ανταγωνιστικότητας  
(δείκτες πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας)

(τριμηνιαία στοιχεία, 2000=100)



προϊόντος στη Γερμανία, τη Γαλλία, την Ιταλία και σε άλλους σημαντικούς εμπορικούς εταίρους υποχωρούν ταχύτερα από ό,τι εκείνοι της Ελλάδος. Μάλιστα, ως προς τον πληθωρισμό με βάση τον ΕνΔΤΚ, ο εγχώριος πληθωρισμός της Ελλάδος το 2024 προβλέπεται ότι θα είναι υψηλότερος σε σχέση με τις συγκεκριμένες χώρες. Ο δείκτης πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας, όπως τον υπολογίζει η Τράπεζα της Ελλάδος, αναμένεται να παρουσιάσει μικρή βελτίωση κατά 0,6% για το σύνολο του 2024, μετά τη μικρή επιδείνωση κατά 0,6% το 2023 (βλ. Πίνακα IV.6). Το πρώτο εξάμηνο του 2024 ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στην Ελλάδα, αν και συνέχισε να είναι υψηλός, υπολείπεται των επίσης υψηλών ρυθμών άλλων βασικών εμπορικών εταίρων (4,2% στην Ελλάδα, 6,0% στη Γερμανία, 5,6% στην ΕΕ-27). Το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος το 2024 στο σύνολο της οικονομίας εκτιμάται ότι θα αυξηθεί στην Ελλάδα κατά 3,1%, ενώ η αντίστοιχη αύξηση αναμένεται να διαμορφωθεί σε 4,5% στη ζώνη του ευρώ και 4,8% στην ΕΕ-27 σύμφωνα με τις συγκρίσιμες εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής.<sup>13</sup> Οι εν λόγω εκτιμήσεις ενσωματώνουν την πρόβλεψη υψηλών αυξήσεων των ονομαστικών αποδοχών ανά εργαζόμενο και αύξησης της παραγωγικότητας της εργασίας κατά 1,0% στην Ελλάδα, έναντι μείωσης 0,2% στη ζώνη του ευρώ.

Ο δείκτης πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας με βάση τους σχετικούς δείκτες τιμών καταναλωτή (ΔΤΚ), όπως τον υπολογίζει η Τράπεζα της Ελλάδος, εκτιμάται ότι θα καταγράψει περαιτέρω μικρή άνοδο (επιδείνωση) κατά 0,6% το 2024, καθώς η ανατίμηση της ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας υπερκάλυψε την ευνοϊκή για την Ελλάδα διαφορά του εγχώριου πληθωρισμού συγκριτικά με τον αντίστοιχο σταθμισμένο μέσο όρο των κυριότερων εμπορικών εταίρων, κυρίως εκείνων εκτός της ζώνης του ευρώ (Τουρκία, Βουλγαρία, Ρουμανία κ.λπ.).

13 European Commission, *European Economic Forecasts*, Autumn 2024.

**Πίνακας IV.6 Δείκτες ονομαστικής και πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας (ΣΣΙ) της Ελλάδος**

(δείκτης: 2000=100)

Έτος	Δείκτης ονομαστικής ΣΣΙ		Δείκτης πραγματικής ΣΣΙ*							
	Ευρύς δείκτης <sup>1</sup>		Ευρύς δείκτης <sup>1</sup>				Έναντι χωρών της ζώνης του ευρώ			
	Ετήσια % μεταβολή	Με βάση το δείκτη τιμών καταναλωτή	Ετήσια % μεταβολή	Με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας*	Ετήσια % μεταβολή	Με βάση το δείκτη τιμών καταναλωτή	Ετήσια % μεταβολή	Με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας*	Ετήσια % μεταβολή	
2000										100,0
2010	112,4	-2,8	118,3	-0,4	131,2	4,7	118,3	-0,4	123,7	4,6
2015	110,6	-2,7	106,5	-4,6	111,1	-4,5	106,5	-4,6	107,8	-3,5
2020	117,4	1,5	105,8	-0,8	104,2	2,1	105,8	-0,8	103,5	2,4
2021	118,7	1,1	104,4	-1,4	101,3	-2,8	104,4	-1,4	100,6	-2,8
2022	117,5	-1,0	101,9	-2,3	93,2	-8,0	104,9	0,6	97,1	-3,5
2023	122,0	3,8	102,9	1,0	93,7	0,6	103,8	-1,1	95,4	-1,7
2024**	124,9	2,4	103,5	0,6	92,5	-1,3	104,5	0,6	94,1	-1,6

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 Ταξινόμησης Διεθνούς Εμπορίου – SITC).

Παρά τη σημαντική βελτίωση της κατάταξης της Ελλάδος στους παγκόσμιους σύνθετους δείκτες διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας τα τελευταία χρόνια, το χάσμα σε όρους καινοτομίας, τεχνολογίας και συνολικών παραγωγικών επενδύσεων ως προς το ΑΕΠ παραμένει, διατηρώντας το υφιστάμενο χάσμα ανταγωνιστικότητας με τις περισσότερες προηγμένες οικονομίες. Η νέα έκθεση της Παγκόσμιας Τράπεζας για την επιχειρηματικότητα, με τον τίτλο Business Ready (αντί Doing Business), καταγράφει τα συγκριτικά πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα της ελληνικής οικονομίας μεταξύ 50 συνολικά οικονομιών (στην τελική φάση του έργου, σε δύο έτη, θα συγκρίνονται περί τις 180 οικονομίες). Η ανάλυση 2.000 περίπου κριτηρίων για κάθε οικονομία πραγματοποιείται για 10 συγκεκριμένες πτυχές της επιχειρηματικής δραστηριότητας με βάση την αξιολόγηση ως προς τρεις πυλώνες: (I) το υφιστάμενο θεσμικό πλαίσιο, (II) τις υποδομές του Δημοσίου για την εξυπηρέτηση του θεσμικού πλαισίου 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. Αναλυτικότερα, ως προς τις συγκεκριμένες υπό εξέταση πτυχές δραστηριότητας, η Ελλάδα έχει πολύ θετικές επιδόσεις ως προς την ίδρυση νέας επιχείρησης και το διεθνές εμπόριο. Στον αντίποδα, χαμηλές επιδόσεις καταγράφονται στην ταχύτητα των πτωχευτικών διαδικασιών και στην ποιότητα του φορολογικού συστήματος. Σύμφωνα με το διεθνή δείκτη φορολογικής ανταγωνιστικότητας του Tax Foundation (22 Οκτωβρίου 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 ακίνητης περιουσίας, ενώ βελτιώθηκε στους εταιρικούς φόρους και τους διασυνοριακούς φορολογικούς κανόνες.

**6 ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΠΛΗΡΩΜΩΝ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΘΕΣΗ**

Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ) το πρώτο εννεάμηνο του 2024 διευρύνθηκε κατά 1,0 δισεκ. ευρώ σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2023 και διαμορφώ-

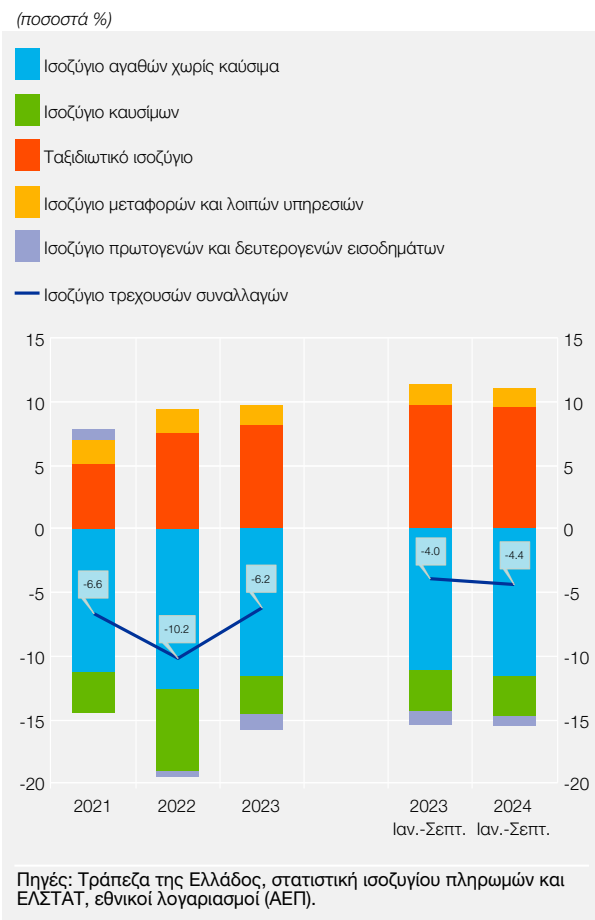
θηκε σε 7,7 δισεκ. ευρώ. Η εξέλιξη αυτή είναι αποτέλεσμα της επιδείνωσης πρωτίστως του ισοζυγίου αγαθών και δευτερευόντως του ισοζυγίου πρωτογενών εισοδημάτων, η οποία αντισταθμίστηκε μερικώς από την αύξηση του πλεονάσματος των ισοζυγίων δευτερογενών εισοδημάτων και υπηρεσιών (βλ. Πίνακα 2 του Στατιστικού Παραρτήματος και Διάγραμμα IV.15). Για το σύνολο του έτους, εκτιμάται ότι το ΙΤΣ αναμένεται να καταγράψει μικρή επιδείνωση συγκριτικά με εκείνο του 2023 ως ποσοστό του ΑΕΠ.

Όσον αφορά τις προοπτικές για το 2025, αναμένεται μικρή μείωση του ελλείμματος ΙΤΣ. Ο αναιμικός ρυθμός ανάπτυξης της ΕΕ, η οποία αποτελεί την κύρια αγορά των ελληνικών εξαγωγών, δεν θα επιτρέψει τη σημαντική αύξηση των εξαγωγών αγαθών. Επιπροσθέτως, η ενίσχυση των εγχώριων επενδύσεων, επικουρούμενων και από τα έργα που χρηματοδοτούνται από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (Recovery and Resilience Facility – RRF), θα συντελέσει στην αύξηση των εισαγωγών επενδυτικών αγαθών και συνεπώς στην επιδείνωση του ισοζυγίου αγαθών. Το πλεόνασμα του ισοζυγίου υπηρεσιών αναμένεται να αυξηθεί περαιτέρω το 2025. Συγκεκριμένα, η εκτιμώμενη αύξηση των αφίξεων, σε συνδυασμό με την επέκταση της τουριστικής περιόδου, καθώς και η συνέχιση της δυναμικής στην κρουαζιέρα, θα συμβάλουν στην αύξηση – αν και με χαμηλότερο ρυθμό – των ταξιδιωτικών εισπράξεων. Ωστόσο, ο ισχνός ρυθμός ανάπτυξης των χωρών της ευρωζώνης, που αποτελούν τις κύριες χώρες προέλευσης ταξιδιωτών, καθώς και η αβεβαιότητα που συνδέεται με τις γεωπολιτικές εξελίξεις και το υψηλό κόστος των αεροπορικών μεταφορών, αναμένεται να έχουν επίπτωση στη δαπάνη τους ανά ταξίδι. Θετικές παραμένουν οι προοπτικές για τις εισπράξεις από θαλάσσιες μεταφορές, καθώς οι ναύλοι αναμένεται να διαμορφωθούν σε υψηλότερα επίπεδα, λόγω αφενός της ενίσχυσης του διεθνούς εμπορίου και αφετέρου των μακρότερων διαδρομών εξαιτίας των γεωπολιτικών εξελίξεων (π.χ. εξαιτίας των επιθέσεων σε πλοία στην Ερυθρά Θάλασσα). Τέλος, οι εισροές από το Πολυετές Δημοσιονομικό Πλαίσιο 2021-2027 και από τον RRF, καθώς και η αναμενόμενη περαιτέρω μείωση των επιτοκίων, θα συμβάλουν στη μείωση του ελλείμματος του ΙΤΣ.

Το εννεάμηνο του 2024 το έλλειμμα του ισοζυγίου αγαθών διευρύνθηκε κυρίως λόγω της επιδείνωσης του ισοζυγίου λοιπών αγαθών και, σε μικρότερο βαθμό, του ισοζυγίου καυσίμων. Ειδικότερα, η αξία των εξαγωγών (παρά την άνοδο που κατέγραψαν – κυρίως οι εξαγωγές αγαθών χωρίς καύσιμα – την περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2024) μειώθηκε κατά 2,7%, ενώ η αξία των εισαγωγών αυξήθηκε κατά 1,9%. Η μείωση τόσο των εξαγωγών όσο και των εισαγωγών καυσίμων αντανάκλα σε κάποιο βαθμό τη μείωση των διεθνών τιμών τους. Σε σταθερές τιμές, οι συνολικές εξαγωγές μειώθηκαν κατά 3,3%, ενώ οι εισαγωγές αυξήθηκαν κατά 3,3% (βλ. Διάγραμμα IV.16).

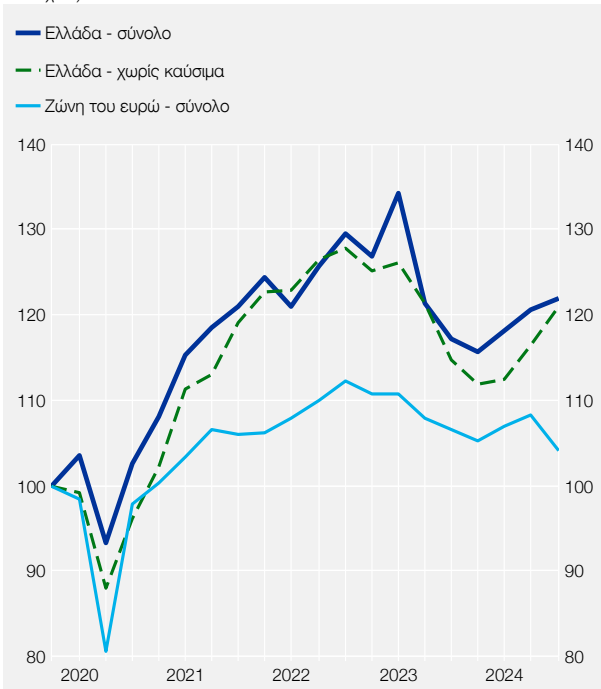
Αναφορικά με τα αγαθά χωρίς καύσιμα, σε σταθερές τιμές, οι εξαγωγές μειώθηκαν κατά 3,3%, ενώ οι εισαγωγές αυξήθηκαν κατά 3,6%. Τη μεγαλύτερη συμβολή στη μείωση των εξαγωγών

Διάγραμμα IV.15 Βασικά μεγέθη του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ως ποσοστό του ΑΕΠ (2021-γ' τρίμηνο 2024)



**Διάγραμμα IV.16 Εξαγωγές αγαθών**  
(δ' τρίμηνο 2019-γ' τρίμηνο 2024)

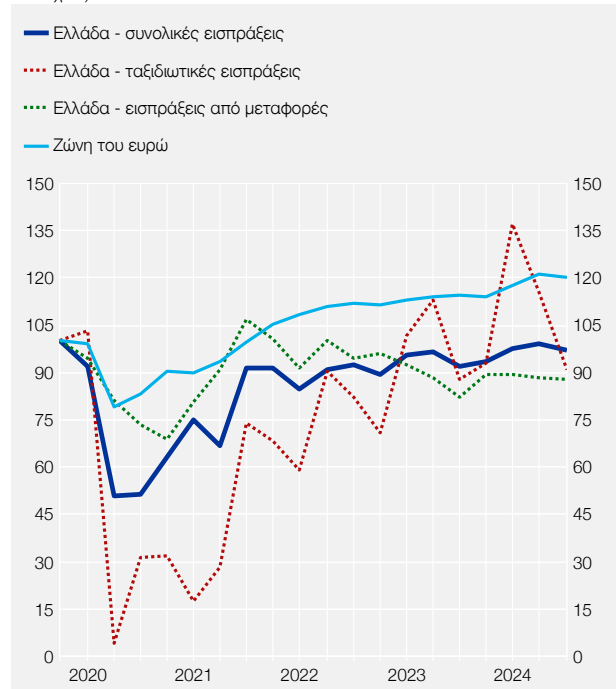
(δείκτης δ' τρίμ. 2019=100, σε σταθερές τιμές,<sup>1</sup> εποχικώς διορθωμένα στοιχεία)



Πηγές: Στατιστική ισοζυγίου πληρωμών, Τράπεζα της Ελλάδος και Eurostat.  
1 Τα μεγέθη αποπληθωρίζονται με το δείκτη τιμών παραγωγού για τις εξαγωγές (ΕΛΣΤΑΤ) για την Ελλάδα και τον έμμεσο αποπληθωριστή των εθνικών λογαριασμών (Eurostat) για τη ζώνη του ευρώ.

**Διάγραμμα IV.17 Εξαγωγές υπηρεσιών**  
(δ' τρίμηνο 2019-γ' τρίμηνο 2024)

(δείκτης δ' τρίμ. 2019=100, σε σταθερές τιμές,<sup>1</sup> εποχικώς διορθωμένα στοιχεία)



Πηγές: Στατιστική ισοζυγίου πληρωμών, Τράπεζα της Ελλάδος και Eurostat.  
1 Τα μεγέθη αποπληθωρίζονται με τον έμμεσο αποπληθωριστή των εθνικών λογαριασμών (ΕΛΣΤΑΤ για την Ελλάδα και Eurostat για τη ζώνη του ευρώ).

αυτών είχαν τα προϊόντα των κλάδων τροφίμων και ποτών, φαρμακευτικών καθώς και κλωστοϋφαντουργίας και ένδυσης. Στην αύξηση των εισαγωγών συνέβαλαν οι εισαγωγές πρωτίστως ενδιαμέσων και κεφαλαιακών αγαθών και δευτερευόντως των μη διαρκών καταναλωτικών αγαθών και του μεταφορικού εξοπλισμού.

Η αύξηση του πλεονάσματος του ισοζυγίου υπηρεσιών το εννεάμηνο του 2024 συνδέεται με τη βελτίωση των ισοζυγίων ταξιδιωτικών και λοιπών υπηρεσιών, ενώ μικρή επιδείνωση σημείωσε το ισοζύγιο μεταφορών (βλ. Διάγραμμα IV.17). Οι εισπράξεις από ταξιδιωτικές υπηρεσίες ξεπέρασαν το επίπεδο του 2023 σε πραγματικούς όρους, με τη μέση δαπάνη ανά ταξίδι όμως να είναι μειωμένη κατά 5,7% σε σχέση με το πρώτο εννεάμηνο του 2023. Η δυναμική που καταγράφηκε κατά το 2023, με τη σημαντική αύξηση των αφίξεων και των ταξιδιωτικών εισπράξεων, συνεχίστηκε, αν και με χαμηλότερο ρυθμό, την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2024. Συγκεκριμένα οι αφίξεις αυξήθηκαν κατά 9,3% και οι εισπράξεις κατά 4,1% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2023. Ο ισχνός ρυθμός ανάπτυξης στις μεγάλες για την Ελλάδα αγορές, όπως η Γαλλία και η Γερμανία, κράτησε μειωμένο το ρυθμό αύξησης των εισπράξεων από αυτές τις χώρες, οι οποίες παραμένουν οι κύριες χώρες προέλευσης ταξιδιωτών. Στον αντίποδα, ο ρυθμός ανόδου των εισπράξεων από χώρες της ΕΕ εκτός της ζώνης του ευρώ ήταν υψηλότερος από εκείνον των χωρών της ζώνης του ευρώ, με αποτέλεσμα να αυξηθεί και το μερίδιό τους στις συνολικές εισπράξεις.<sup>14</sup> Οι εισπράξεις από την κρουαζιέρα εξακολούθησαν να εμφανίζουν άνοδο και κατά το εννεάμηνο του 2024, με αποτέλεσμα να έχουν σχεδόν διπλασιαστεί έναντι

14 Οι αφίξεις στην περιοχή της Μεσογείου συνολικά κατέγραψαν άνοδο κατά 9% το πρώτο επτάμηνο του 2024 έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2019 (UNWTO Barometer, September 2024).

της αντίστοιχης περιόδου του 2019. Σημειώνεται ότι για το πρώτο εξάμηνο η μέση διάρκεια παραμονής παρουσιάζει μείωση. Επιπλέον, είναι εμφανής η επέκταση της τουριστικής περιόδου, με αύξηση της επισκεψιμότητας σε μήνες εκτός του καλοκαιριού. Η Αττική συνεχίζει να προσελκύει όλο και περισσότερες επισκέψεις, με αντίστοιχη άνοδο των εισπράξεων. Ταυτόχρονα, η αύξηση των οδικών αφίξεων, συμπεριλαμβανομένων αυτών από Τούρκους πολίτες, συνέβαλε στη σημαντική αύξηση της επισκεψιμότητας και των εσόδων στην περιφέρεια Ανατολικής Μακεδονίας και Θράκης κατά το πρώτο εξάμηνο του 2024.

Το πλεόνασμα του ισοζυγίου μεταφορών συρρικνώθηκε οριακά, καθώς η επιδείνωση του ισοζυγίου λοιπών μεταφορών υπεραντιστάθμισε τη βελτίωση του ισοζυγίου θαλάσσιων μεταφορών. Ειδικότερα, η αύξηση των εισπράξεων από θαλάσσιες μεταφορές αντανάκλα την άνοδο του μέσου επιπέδου των ναύλων κατά περίπου 12% – σύμφωνα με το δείκτη ClarkSea – συγκριτικά με την αντίστοιχη περίοδο του 2023. Η εξέλιξη αυτή υποκρύπτει δύο αντίθετες τάσεις: αφενός την αξιοσημείωτη άνοδο των ναύλων για πλοία μεταφοράς (ξηρού) χύδην φορτίου κατά 50% και αφετέρου τη μείωση των ναύλων για πετρελαιοφόρα πλοία κατά 4%. Τέλος, η βελτίωση του ισοζυγίου λοιπών υπηρεσιών προέρχεται κυρίως από την αύξηση των καθαρών εισπράξεων χρηματοοικονομικών και κατασκευαστικών υπηρεσιών.

Το έλλειμμα πρωτογενών εισοδημάτων διευρύνθηκε την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2024 σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του 2023, λόγω χαμηλότερων καθαρών εισπράξεων από λοιπά πρωτογενή εισοδήματα, που προέρχονται κατά βάση από τις μειωμένες εισπράξεις αγροτικών επιδοτήσεων, και υψηλότερων καθαρών πληρωμών για τόκους, μερίσματα και κέρδη. Αντιθέτως, το ισοζύγιο δευτερογενών εισοδημάτων εμφάνισε αυξημένο πλεόνασμα το εννεάμηνο του 2024 σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους, καθώς οι καθαρές εισπράξεις των λοιπών, πλην της γενικής κυβέρνησης, τομέων υπερέκρασαν τις καθαρές πληρωμές από τη γενική κυβέρνηση τη συγκεκριμένη περίοδο. Σε αυτό συνέβαλε σε μεγάλο βαθμό η εισροή από την αναδιανομή του νομισματικού εισοδήματος του Ευρωσυστήματος που καταγράφηκε τον Ιανουάριο του 2024. Στο ισοζύγιο κεφαλαίων καταγράφηκε έλλειμμα το εννεάμηνο του 2024, λόγω της επιδείνωσης πρωτίστως στο ισοζύγιο της γενικής κυβέρνησης και δευτερευόντως των λοιπών τομέων της οικονομίας.

Την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2024 οι αγροτικές επιδοτήσεις ανήλθαν σε 1,9 δισεκ. ευρώ, ενώ οι εισροές από τα διαρθρωτικά ταμεία της ΕΕ ήταν περιορισμένες.<sup>15</sup> Σύμφωνα με στοιχεία της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για το Πολυετές Δημοσιονομικό Πλαίσιο 2021-2027, έχουν εκταμιευθεί 1,9 δισεκ. ευρώ, με την Ελλάδα να βρίσκεται πάνω από το μέσο όρο της ΕΕ όσον αφορά τις εισπράξεις, ενώ, όπως έχει παρατηρηθεί από τα προηγούμενα προγράμματα, αναμένεται να επιταχυνθεί ο ρυθμός εκταμιεύσεων προς το τέλος της προγραμματικής περιόδου. Μέσω του RRF η Ελλάδα έλαβε 2,3 δισεκ. ευρώ υπό μορφή δανείων τον Ιούλιο του 2024 και 1,0 δισεκ. ευρώ υπό μορφή επιχορηγήσεων τον Οκτώβριο (που θα επιδράσει θετικά στο ισοζύγιο δευτερογενών εισοδημάτων και κεφαλαίων), ενώ είχε προηγηθεί τον Ιανουάριο του ίδιου έτους η εκταμίευση 158,7 εκατ. ευρώ ως προχρηματοδότηση από τους πόρους του REPowerEU, το οποίο περιλαμβάνεται στο αναθεωρημένο Σχέδιο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας της Ελλάδος.<sup>16</sup>

Στην κατηγορία των ξένων άμεσων επενδύσεων (ΞΑΕ), στις υποχρεώσεις κατοίκων έναντι του εξωτερικού, που αντιστοιχούν στις άμεσες επενδύσεις μη κατοίκων στην Ελλάδα, καταγράφηκαν ροές κατά το εννεάμηνο του 2024 χαμηλότερες από αυτές της αντίστοιχης περιόδου του 2023 και στο ίδιο περίπου επίπεδο του μέσου όρου της τριετίας 2019-2021. Η συγκράτηση των ροών των ΞΑΕ κατά το τρέχον έτος αντανάκλα δύο αντίρροπες τάσεις: αφενός μείωση των επενδύ-

15 Το 2023 οι αγροτικές επιδοτήσεις και οι εισπράξεις από τα διαρθρωτικά ταμεία της ΕΕ ανήλθαν σε 2,5 δισεκ. ευρώ και 1,3 δισεκ. ευρώ αντίστοιχα.

16 Σωρευτικά, μέχρι το τέλος Οκτωβρίου 2024, η απορρόφηση των πόρων του RRF ανέρχεται σε 47,1% για τις επιχορηγήσεις και 54,3% για τα δάνεια.

σεων (λόγω π.χ. αποπληρωμής δανείων, χρηματιστηριακών πωλήσεων μετοχών εταιριών) και αφετέρου αυξημένες επενδύσεις σε νέες μετοχές και σε ακίνητα. Οι τελευταίες βρίσκονται στο υψηλότερο επίπεδο της τελευταίας δεκαετίας (τόσο ως απόλυτο μέγεθος όσο και ως ποσοστό του συνόλου των ροών), γεγονός που εν μέρει οφείλεται στο ότι πολλοί ξένοι επενδυτές έσπευσαν να αγοράσουν ακίνητα λόγω της αλλαγής στους όρους του ελάχιστου ορίου επένδυσης του προγράμματος Golden Visa.<sup>17</sup> Οι ΞΑΕ συνεχίζουν να κατευθύνονται, όπως και το 2023, στους κλάδους της μεταποίησης, των επικοινωνιών, των ακινήτων (διαχείρισης και ιδιωτικές αγοραπωλησίες) και των μεταφορών. Διακρίνονται ως κύριες χώρες προέλευσης η Γερμανία, η Ιταλία, το Χονγκ Κονγκ και οι ΗΠΑ.<sup>18</sup> Για το σύνολο του 2024 και την επόμενη τριετία εκτιμάται ότι η Ελλάδα θα προσελκύσει περαιτέρω επενδύσεις, υποστηριζόμενες από το βελτιωμένο επιχειρηματικό περιβάλλον της χώρας (όπως ποιότητα υποδομών, πρόσβαση σε ψηφιακές υποδομές και προγραμματισμός για βιώσιμη ανάπτυξη) και τις αισιόδοξες προσδοκίες των επιχειρήσεων όπως και των επενδυτών για την Ελλάδα. Η ενίσχυση αυτή δύναται να περιοριστεί από τα υψηλά επιτόκια και το δημόσιο χρέος της χώρας.

Όσον αφορά τις απαιτήσεις κατοίκων έναντι του εξωτερικού, που αντιστοιχούν στις επενδύσεις της Ελλάδος στο εξωτερικό, καταγράφηκαν το εννεάμηνο του 2024 υψηλότερες ροές (1,5 δισεκ. ευρώ) σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2023. Η πιο σημαντική συναλλαγή αφορά την αγορά μετοχών της Hellenic Bank Public Company Limited από την Τράπεζα Eurobank ΑΕ.

Όσον αφορά τη Διεθνή Επενδυτική Θέση (ΔΕΘ), στο τέλος του β' τριμήνου του 2024 οι καθαρές υποχρεώσεις της χώρας έναντι του εξωτερικού περιορίστηκαν κατά 6,3 δισεκ ευρώ συγκριτικά με το τέλος του 2023 και διαμορφώθηκαν σε 307,5 δισεκ. ευρώ (133% του ΑΕΠ). Η βελτίωση αυτή αντανακλά κυρίως την αύξηση των καθαρών απαιτήσεων της Τράπεζας της Ελλάδος και των λοιπών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και δευτερευόντως τη μείωση των καθαρών υποχρεώσεων της γενικής κυβέρνησης και των λοιπών τομέων της οικονομίας.

## 7 ΟΙ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Η ελληνική οικονομία εκτιμάται ότι μεγεθύνθηκε με ικανοποιητικό ρυθμό και το 2024. Η αναπτυξιακή δυναμική αναμένεται να διατηρηθεί τα έτη 2025 και 2026 και να σημειωθούν ρυθμοί μεγέθυνσης περίπου διπλάσιοι από το μέσο όρο της ευρωζώνης.

Σύμφωνα με τις τρέχουσες προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ το 2024 αναμένεται να διαμορφωθεί στο 2,3%, να επιταχυνθεί το 2025 στο 2,5% και να υποχωρήσει ελαφρά στο 2,3% το 2026 και στο 2,0% το 2027 (βλ. Πίνακα IV.6). Η ελληνική οικονομία αναμένεται να σημειώσει αρκετά υψηλότερο ρυθμό ανάπτυξης σε σύγκριση με την ευρωζώνη καθ' όλη τη διάρκεια του ορίζοντα της πρόβλεψης. Η εξέλιξη αυτή είναι ιδιαίτερα σημαντική, καθώς ενισχύει τη διαδικασία σύγκλισης του πραγματικού κατά κεφαλήν ΑΕΠ της Ελλάδας προς τα μέσα επίπεδα της ΕΕ, διαδικασία που διακόπηκε κατά τη διάρκεια της κρίσης δημόσιου χρέους που βίωσε η ελληνική οικονομία.

Βασικότερη συνιστώσα της μεγέθυνσης αναμένεται να είναι η κατανάλωση, ενώ οι επενδύσεις και οι εξαγωγές θα συνεχίζουν να συμβάλλουν θετικά. Οι προβλέψεις αυτές είναι σχεδόν αμετάβλητες σε σχέση με τον προηγούμενο γύρο προβλέψεων του Σεπτεμβρίου. Μικρή διαφοροποίηση προκύπτει για το 2024 στις επιμέρους συνιστώσες, με μικρή ενδυνάμωση της κατανάλωσης και εξασθένιση των εξαγωγών.

17 Σημειώνεται ότι από 1η Σεπτεμβρίου 2024 άλλαξε το όριο του ελάχιστου ποσού επένδυσης στις Περιφέρειες Αττικής και Θεσσαλονίκης, στη Μύκονο, στη Σαντορίνη και σε νησιά με πληθυσμό άνω των 3.100 κατοίκων, από 250.000 ευρώ σε 800.000 ευρώ.

18 Οι ΗΠΑ εξακολουθούν να αποτελούν την κύρια χώρα προέλευσης και προορισμού των παγκόσμιων επενδύσεων και το 2024.



Πίνακας IV.7 Μακροοικονομικές προβλέψεις για την Ελλάδα<sup>1</sup>

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2023	2024	2025	2026	2027
ΑΕΠ (σταθερές τιμές)	2,3	2,3	2,5	2,3	2,0
Ιδιωτική κατανάλωση	1,8	2,1	2,1	2,1	2,1
Δημόσια κατανάλωση	2,6	1,1	0,1	0,1	0,7
Επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	6,6	9,5	8,2	7,3	0,9
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	1,9	1,7	3,7	3,8	3,9
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	0,9	3,7	3,8	3,9	2,9
ΕνΔΤΚ	4,2	3,0	2,5	2,2	2,5
ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια και τα μη επεξεργασμένα τρόφιμα	5,3	3,5	3,1	2,4	2,2
Απασχόληση	1,2	1,4	1,3	1,2	1,1
Ανεργία (% του εργατικού δυναμικού)	11,1	10,6	9,8	9,1	8,5
Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)	-6,2	-6,5	-6,0	-5,2	-5,2

Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ και Τράπεζα της Ελλάδος.

<sup>1</sup> Οι προβλέψεις ενσωματώνουν όλη τη διαθέσιμη πληροφόρηση έως τις 27 Νοεμβρίου 2024 και συνεπώς δεν λαμβάνουν υπόψη τους τα πρόσφατα στοιχεία των εθνικών λογαριασμών για το γ' τρίμηνο του 2024.

Πιο αναλυτικά, η ιδιωτική κατανάλωση αναμένεται ότι θα αυξηθεί κατά μέσο όρο με ρυθμό που θα προσεγγίζει το 2,1% για όλη την περίοδο της πρόβλεψης. Η υψηλή κατανάλωση υποστηρίζεται από την ενίσχυση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, καθώς αναμένεται ότι η απασχόληση θα συνεχίσει να ανακάμπτει, οι μισθοί θα αυξάνονται και ο πληθωρισμός θα υποχωρεί σταδιακά. Η συμβολή της δημόσιας κατανάλωσης στην ανάπτυξη αναμένεται οριακή τα επόμενα έτη.

Οι επενδύσεις εκτιμάται ότι θα συνεχίσουν να αυξάνονται με υψηλούς ρυθμούς, κατά μέσο όρο 6,5% την περίοδο της πρόβλεψης. Εντούτοις, για το 2027, με βάση την τρέχουσα πληροφόρηση, αναμένεται σημαντική πτώση του ρυθμού των συνολικών επενδύσεων που θα προέλθει ως αποτέλεσμα της μεγάλης μείωσης των κρατικών επενδύσεων, αφού αναμένεται το τέλος των επιχορηγήσεων του Ταμείου Ανθεκτικότητας και Ανάπτυξης το 2026. Οι ιδιωτικές επενδύσεις εξαιρουμένων των κατοικιών, οι οποίες αποτελούν περίπου 60% των συνολικών επενδύσεων και είναι οι πιο παραγωγικές, θα αυξάνονται με ρυθμό περίπου 7,8%, υποστηριζόμενες σε μεγάλο βαθμό από τους διαθέσιμους ευρωπαϊκούς πόρους. Οι επενδύσεις σε κατοικίες αναμένεται να συνεχίσουν να αυξάνονται με υψηλούς ρυθμούς καθ' όλη την περίοδο της πρόβλεψης, αφού σε μέγεθος παραμένουν ακόμη σε πολύ χαμηλότερο επίπεδο σε σχέση με την προ της κρίσης περίοδο. Επισημαίνεται ότι, λόγω της αποεπένδυσης και της υποεπένδυσης της τελευταίας δεκαετίας, οι συνολικές επενδύσεις, αν και υψηλές, δεν αρκούν για να προσεγγίσει η Ελλάδα τον ευρωπαϊκό μέσο όρο όσον αφορά τις επενδύσεις ως ποσοστό του ΑΕΠ στο τέλος του 2027. Συνεπώς, πρέπει να ενταθούν οι προσπάθειες ώστε να γίνει προσέλκυση περισσότερων, παραγωγικών κυρίως, επενδύσεων προκειμένου να διατηρηθεί η αναπτυξιακή δυναμική της χώρας.

Οι συνολικές εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών αναμένεται ότι θα συνεχίσουν να αυξάνονται με μέσο ρυθμό 3,3% τα επόμενα έτη, συμβαδίζοντας με την ενισχυμένη ανταγωνιστικότητα των ελληνικών προϊόντων και την αναμενόμενη βελτίωση στην εξωτερική ζήτηση. Ωστόσο, η συμβολή του εξωτερικού τομέα συνολικά στο ΑΕΠ θα είναι τα επόμενα έτη ελαφρώς αρνητική, δεδομένης της έντονης επενδυτικής δραστηριότητας που θα προκαλέσει αντίστοιχους με τις εξαγωγές ρυθμούς αύξησης των εισαγωγών βραχυχρόνια. Επισημαίνεται ότι η σύνθεση των εισαγωγών θα πρέπει να παρακολουθείται προσεκτικά, καθώς ενδεχόμενη υπερβάλλουσα αύξηση των εισαγωγών τα επόμενα χρόνια ενέχει τον κίνδυνο σοβαρής επιδείνωσης του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.

Η ανεργία εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί στο 10,6% το 2024, ενώ θα συνεχίσει να αποκλιμακώνεται με γρήγορο ρυθμό και θα φθάσει στο 8,5% το 2027, αντανακλώντας τη συνεχιζόμενη ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας τα επόμενα έτη. Όσον αφορά το κόστος εργασίας, η Τράπεζα της Ελλάδος εκτιμά ότι τα επόμενα χρόνια, για το σύνολο της οικονομίας, οι ονομαστικές αμοιβές ανά μισθωτό θα αυξάνονται με υψηλούς ρυθμούς γύρω στο 4,5% ετησίως, κυρίως ως αποτέλεσμα της εντεινόμενης στενότητας στην αγορά εργασίας, αλλά και με βάση τις πρόσφατες συλλογικές συμβάσεις εργασίας σε διάφορους κλάδους του ιδιωτικού τομέα. Επισημαίνεται ότι η παραγωγικότητα της εργασίας για την οικονομία συνολικά εκτιμάται ότι θα αυξάνεται με μικρότερους ρυθμούς σε σχέση με τις πραγματικές αμοιβές ανά μισθωτό. Αν δεν υπάρξουν αντίστοιχες εξελίξεις και στους εμπορικούς εταίρους της χώρας, τότε οι τάσεις αυτές θα πλήξουν τη διεθνή ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας.

Ο πληθωρισμός, βάσει του ΕνΔΤΚ θα συνεχίσει να αποκλιμακώνεται εντός της περιόδου πρόβλεψης. Το 2024 αναμένεται να διαμορφωθεί σε 3,0%, από 4,2% το 2023, αντανακλώντας τη μεγάλη μείωση των τιμών των ενεργειακών αγαθών και την αποκλιμάκωση του πληθωρισμού των ειδών διατροφής. Μέχρι το 2026 ο πληθωρισμός θα συγκλίνει προς το στόχο της ΕΚΤ (2,0%), αλλά θα παραμείνει ελαφρά πάνω από αυτόν. Ωστόσο, το 2027 αναμένεται μια εφάπαξ επιτάχυνση του ΕνΔΤΚ στο 2,5%, λόγω ενσωμάτωσης της επίδρασης του συστήματος εμπορίας εκπομπών ρύπων στην ενεργειακή συνιστώσα του ΕνΔΤΚ. Σημειώνεται ότι ο πληθωρισμός των υπηρεσιών αναμένεται να είναι πιο επίμονος σε σχέση με τον πληθωρισμό των λοιπών συνιστωσών, αντανακλώντας κυρίως τις αναμενόμενες αυξήσεις στην αμοιβή της εργασίας. Τέλος, ο πυρήνας του πληθωρισμού (ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής) αναμένεται να μειωθεί σημαντικά στο 3,5% το 2024 και στο 3,1% το 2025, αντικατοπτρίζοντας την αποκλιμάκωση κυρίως του πληθωρισμού των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών.

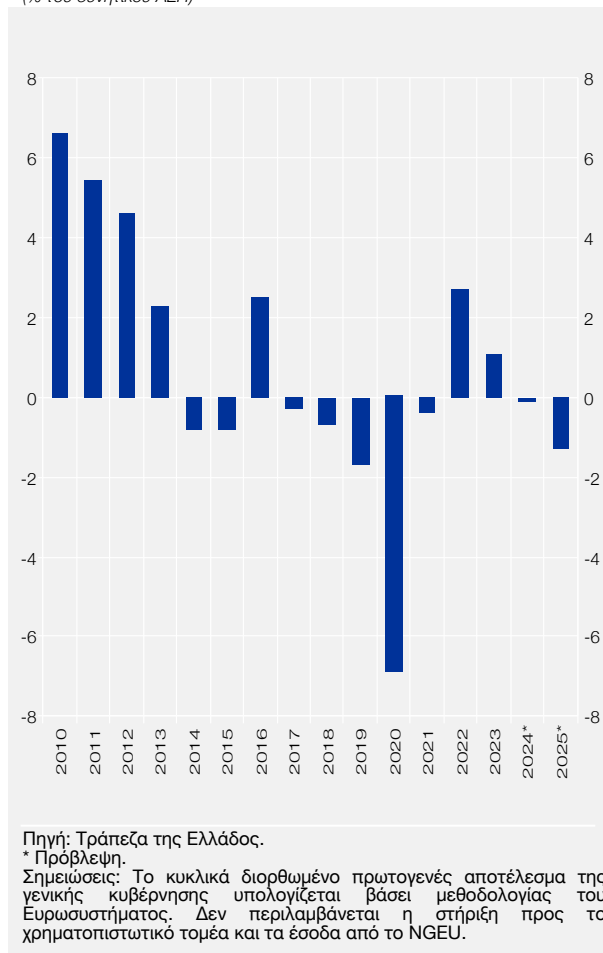
Οι κίνδυνοι που περιβάλλουν τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος για την ανάπτυξη είναι κυρίως καθοδικοί. Αναλυτικότερα, κινδύνους για τις βραχυχρόνιες προοπτικές της ελληνικής οικονομίας αποτελούν: (α) τυχόν επιδείνωση της γεωπολιτικής κρίσης στην Ουκρανία και τη Μέση Ανατολή και οι συνεπαγόμενες επιπτώσεις στο διεθνές οικονομικό περιβάλλον, (β) αύξηση του προστατευτισμού και αβεβαιότητα στο διεθνές εμπόριο, (γ) στενότητα στην αγορά εργασίας και ενδεχόμενες μισθολογικές πιέσεις, (δ) ενδεχόμενες φυσικές καταστροφές που συνδέονται με τις επιπτώσεις της κλιματικής κρίσης (ε) χαμηλότερος του αναμενομένου ρυθμός απορρόφησης και αξιοποίησης των κονδυλίων του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, και (στ) βραδύτερη του αναμενομένου υλοποίηση των απαραίτητων μεταρρυθμίσεων.

# ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Η πρόοδος στην υλοποίηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων για τη μείωση της φοροδιαφυγής και τη βελτίωση της αποτελεσματικότητας του φοροεισπρακτικού μηχανισμού συνέβαλε και το 2024 στην υπεραπόδοση των φορολογικών εσόδων. Η θετική αυτή εξέλιξη διευκόλυνε το μεσοπρόθεσμο σχεδιασμό της δημοσιονομικής πορείας σε συμμόρφωση με τους νέους ευρωπαϊκούς κανόνες, με παράλληλη ενίσχυση των δημόσιων επενδύσεων. Η εναρμόνιση της δημοσιονομικής διαχείρισης με το νέο ευρωπαϊκό πλαίσιο οικονομικής διακυβέρνησης πρέπει να αποτελεί αδιαμφισβήτητη προτεραιότητα διαχρονικά. Δεδομένης της αυξημένης αβεβαιότητας που χαρακτηρίζει την τρέχουσα συγκυρία και συνδέεται πρωτίστως με τις γεωπολιτικές εξελίξεις και την κλιματική κρίση, και λαμβάνοντας υπόψη τις σημαντικές προκλήσεις που αντιμετωπίζει η ελληνική και η ευρωπαϊκή οικονομία, ο μεσοπρόθεσμος σχεδιασμός της δημοσιονομικής πολιτικής θα πρέπει να δίνει έμφαση στην εκτίμηση των κινδύνων και στη σταδιακή συσσώρευση επαρκών αποθεμάτων προκειμένου να υπάρχει δημοσιονομική ευελιξία αντιμετώπισης των κινδύνων, χωρίς να επιδεινώνεται η βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους. Επιπλέον, η έγκαιρη υλοποίηση του μεταρρυθμιστικού προγράμματος και του προγράμματος δημόσιων επενδύσεων θα συμβάλει στην περαιτέρω βελτίωση των διαρθρωτικών χαρακτηριστικών της ελληνικής οικονομίας και κατ' επέκταση στη διαφύλαξη της βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους μέσω της επίτευξης ενισχυμένης και διατηρήσιμης ανάπτυξης.

Διάγραμμα V.1 Μεταβολή του κυκλικά διορθωμένου πρωτογενούς αποτελέσματος της γενικής κυβέρνησης

(% του δυνητικού ΑΕΠ)



## 1 ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ<sup>1</sup>

Το 2024 η δημοσιονομική πολιτική εκτιμάται ότι υπήρξε ουδέτερη και ότι θα 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) την περίοδο 2024-25 είναι σύμφωνη με τις οδηγίες<sup>2</sup>

1 Στο κεφάλαιο αυτό έχουν ληφθεί υπόψη στοιχεία και πληροφορίες που είχαν δημοσιευθεί έως τις 9.12.2024.

2 Communication from the Commission to the Council: [Fiscal policy guidance for 2024](#), 8.3.2023, και Eurogroup Statement on fiscal policy orientation for 2025, 11.3.2024.

της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για το συντονισμό των εθνικών δημοσιονομικών πολιτικών: 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 ψηφιακή μετάβαση.

Η σταθερή υπεραπόδοση των φορολογικών εσόδων τα τελευταία χρόνια αποτελεί ισχυρή ένδειξη ότι οι προσπάθειες καταπολέμησης της φοροδιαφυγής αποδίδουν καρπούς. Με τον τρόπο αυτό διευρύνεται η φορολογική βάση και ενισχύεται η φορολογική δικαιοσύνη, οδηγώντας σε μόνιμη αύξηση των φορολογικών εσόδων. Το γεγονός αυτό επέτρεψε στις ελληνικές αρχές να επιτύχουν μεγαλύτερη αύξηση των καθαρών πρωτογενών δαπανών την περίοδο 2025-2028 σε σύγκριση με τις αρχικές κατευθύνσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, στο πλαίσιο της κατάρτισης του Μεσοπρόθεσμου Δημοσιονομικού-Διαρθρωτικού Σχεδίου (ΜΔΣ) 2025-2028.

Η αποτελεσματική αξιοποίηση των πόρων του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας είναι καθοριστικός παράγοντας για την υλοποίηση των αναγκαίων μεταρρυθμίσεων, την προώθηση της έρευνας και της καινοτομίας, καθώς και για την κάλυψη του επενδυτικού κενού της ελληνικής οικονομίας. Η επίτευξη αυτών των στόχων είναι απαραίτητη προϋπόθεση για τη διαχρονική διαφύλαξη της δημοσιονομικής αξιοπιστίας, στο πλαίσιο των νέων κανόνων δημοσιονομικής διακυβέρνησης, αλλά και για την περαιτέρω βαθμιαία βελτίωση της πιστοληπτικής διαβάθμισης της χώρας και την ενίσχυση της βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους.

## 2 ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΤΟ 2024

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 αποτέλεσμα 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 5.5).

Την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2024 παρατηρήθηκε καλύτερη απόδοση των φορολογικών εσόδων έναντι των στόχων του Προϋπολογισμού 2024 αλλά και του Προγράμματος Σταθερότητας 2024, λόγω κυρίως της μείωσης της φοροδιαφυγής και της βελτίωσης των εισοδημάτων, της κερδοφορίας των επιχειρήσεων και της απασχόλησης σε σχέση με τις αρχικές εκτιμήσεις. Σε πολλές ευρωπαϊκές χώρες υιοθετήθηκε το μέτρο μείωσης του συντελεστή ΦΠΑ στα βασικά είδη διατροφής και στις τιμές της ενέργειας ως απάντηση στην άνοδο του πληθωρισμού. Ωστόσο, στην Ελλάδα ένα τέτοιο μέτρο κρίνεται αναποτελεσματικό καθώς, σύμφωνα με σχετική ανάλυση, η μείωση των συντελεστών ΦΠΑ εκτιμάται ότι δεν θα έχει στατιστικά σημαντική συμβολή στην αποκλιμάκωση του πληθωρισμού, δεδομένων των συνθηκών ανταγωνισμού στην ελληνική αγορά (βλ. Πλαίσιο V.1).

Η υπεραπόδοση των φορολογικών εσόδων που καταγράφεται σταθερά τα τελευταία χρόνια αποτελεί σημαντική ένδειξη ότι η προσπάθεια μείωσης της φοροδιαφυγής αποφέρει οφέλη. Οι πρόσφατες μεταρρυθμίσεις στο μέτωπο της φοροδιαφυγής, που εκτιμάται ότι είχαν ως αποτέλεσμα τη βελτίωση της φορολογικής συμμόρφωσης και την επακόλουθη 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,

Πίνακας V.1 Αποτελέσματα γενικής κυβέρνησης

(% του ΑΕΠ)

	2020	2021	2022	2023
<b>Αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης<sup>1</sup></b> (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
<b>Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης</b>	-6,6	-4,5	0,0	2,1

Πηγές: Υπουργείο Οικονομικών και ΕΛΣΤΑΤ.

<sup>1</sup> Στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ, όπως γνωστοποιούνται στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος). Το άθροισμα των επιμέρους στοιχείων ενδέχεται να μη συμφωνεί με το σύνολο λόγω στρογγυλοποίησης.

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.

Τον Ιούλιο ψηφίστηκε η φορολόγηση των πλεοναζόντων κερδών των διυλιστηρίων και για το 2024, γεγονός που αναμένεται να συμβάλει περαιτέρω στην υπεραπόδοση των φορολογικών εσόδων το 2024 και στη διεύρυνση του δημοσιονομικού χώρου. Ως εκ τούτου, το Σεπτέμβριο ανακοινώθηκε για το Δεκέμβριο η παροχή έκτακτης οικονομικής ενίσχυσης ύψους από 100 έως 200 ευρώ προς τους συνταξιούχους με προσωπική διαφορά, 200 ευρώ προς τους δικαιούχους αναπηρικών επιδομάτων και τους ανασφάλιστους υπερήλικες, μισή και μία επιπλέον δόση για το ελάχιστο εγγυημένο εισόδημα και το επίδομα παιδιού αντίστοιχα, ενώ τον ίδιο μήνα ψηφίστηκε συμπληρωματικός προϋπολογισμός δημοσίων επενδύσεων ύψους 900 εκατ. ευρώ για το 2024.

Οι προαναφερθείσες εξελίξεις ενσωματώθηκαν στις προβλέψεις του Μεσοπρόθεσμου Δημοσιονομικού-Διαρθρωτικού Σχεδίου (ΜΔΣ) 2025-2028 που δημοσιεύθηκε το Σεπτέμβριο και για πρώτη φορά καταρτίζεται με βάση το αναθεωρημένο ευρωπαϊκό πλαίσιο οικονομικής διακυβέρνησης (βλ. και ενότητα 3). Σύμφωνα με το ΜΔΣ, το πρωτογενές πλεόνασμα το 2024 εκτιμάται σε 2,4% του ΑΕΠ, έναντι 2,1% του ΑΕΠ στο Πρόγραμμα Σταθερότητας τον Απρίλιο.

Στη συνέχεια, η εκτίμηση αυτή αναθεωρήθηκε ανοδικά εκ νέου ενσωματώνοντας νεότερα στοιχεία σχετικά με την πορεία των φορολογικών εσόδων. Ειδικότερα, στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού του 2025 που δημοσιεύθηκε στις 21 Νοεμβρίου 2024, το πρωτογενές αποτέλεσμα της Γενικής Κυβέρνησης (ΓΚ) 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 (ΓΚ) κατά 9,9 ποσοστιαίες μονάδες (ποσ. μον.) του ΑΕΠ έναντι του 2023, σε 154% του ΑΕΠ.

Σύμφωνα με την πρόβλεψη της Τράπεζας της Ελλάδος, το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης το 2024 αναμένεται να διαμορφωθεί σε πλεόνασμα 2,5% του ΑΕΠ και το δημόσιο χρέος σε 154,2% του ΑΕΠ.

Το δεύτερο εξάμηνο του 2024 ο Οργανισμός Διαχείρισης Δημόσιου Χρέους (ΟΔΔΗΧ) συνέχισε την επενδυτική του στρατηγική μέσω επανεκδόσεων 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 τον Ιούνιο έως το Νοέμβριο αντλήθηκαν 1,2 δισεκ. ευρώ από επανεκδόσεις ομολόγων 5ετούς και 10ετούς διάρκειας, με το συνολικό ύψος των αντληθέντων κεφαλαίων από τις αγορές από την αρχή του έτους να ανέρχεται σε 9,6 δισεκ. ευρώ.

Παράλληλα, η βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση του Ελληνικού Δημοσίου συνέχισε να υλοποιείται μέσω εκδόσεων εντόκων γραμματίων διάρκειας 13, 26 και 52 εβδομάδων, μειώνοντας το απόθεμα των βραχυπρόθεσμων τίτλων κατά 3,6 δισεκ. ευρώ έναντι του τέλους Δεκεμβρίου 2023, σε 8,5 δισεκ. ευρώ στο τέλος Νοεμβρίου. 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.

Τα ταμειακά διαθέσιμα διατηρήθηκαν σε υψηλό επίπεδο και διαμορφώθηκαν στο τέλος του γ' τριμήνου του 2024 σε 39,3 δισεκ. ευρώ (από 33,6 δισεκ. ευρώ στο τέλος του 2023),<sup>3</sup> ενισχυμένα μεταξύ άλλων από έσοδα αποκρατικοποιήσεων ύψους 940,5 εκατ. ευρώ, εκ των οποίων τα 760 εκατ. ευρώ προέρχονται από την πώληση μετοχών του Διεθνούς Αερολιμένα Αθηνών. Αξίζει να σημειωθεί ότι τα ταμειακά διαθέσιμα ενισχύθηκαν σημαντικά τον Οκτώβριο με επιπλέον 3.270 εκατ. ευρώ από την παραχώρηση της Αττικής Οδού.

Το Νοέμβριο το Διοικητικό Συμβούλιο του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας/Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ESM/EFSD) ενέκρινε τη δυνατότητα της Ελλάδος να αποπληρώσει πρόωρα τρεις δόσεις των δανείων GLF ύψους 7,9 δισεκ. ευρώ που λήγουν την περίοδο 2026-2028.<sup>4</sup> Η πρόωρη αποπληρωμή αυτών των δόσεων σχεδιάζεται να γίνει με τη μείωση των ταμειακών διαθεσίμων.

Το Δεκέμβριο ο οίκος αξιολόγησης Score Ratings αναβάθμισε το αξιόχρεο του Ελληνικού Δημοσίου σε BBB (από BBB-), διατηρώντας σταθερές τις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας. Σύμφωνα με τον οίκο, η αναβάθμιση της ελληνικής οικονομίας αντικατοπτρίζει κυρίως την προσδοκία για συνεχή μείωση του δείκτη χρέους/ΑΕΠ τα επόμενα χρόνια, καθώς και τα καλύτερα των αναμενόμενων πρωτογενή δημοσιονομικά πλεονάσματα.

Όσον αφορά την απορρόφηση των πόρων του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF), μέχρι στιγμής η Ελλάδα σημειώνει ικανοποιητική πρόοδο στην εκπλήρωση σχετικών οροσήμων και στόχων και στην είσπραξη των 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 επιδοτήσεις (47% του συνόλου), έχοντας ολοκληρώσει το 28% των συμφωνημένων στόχων/οροσήμων.<sup>5</sup>

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 Νοεμβρίου 2024 είχαν υποβληθεί 909 αιτήσεις για χρηματοδότηση μέσω δανείων του Μηχανισμού, προϋπολογισμού 12,3 δισεκ. ευρώ, από τις οποίες 372 έχουν προχωρήσει σε υπογραφή σύμβασης έργων ύψους 6,1 δισεκ. ευρώ. Στο ίδιο διάστημα οι εκταμιεύσεις προς τις επιχειρήσεις ανήλθαν σε 2,9 δισεκ. ευρώ (24% 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 υλο-

3 Βλ. ΟΔΔΗΧ, Δελτίο Δημόσιου Χρέους No. 115, Σεπτέμβριος 2024.

4 [ESM and EFSF waive Greece's repayment obligation enabling early repayment of GLF loans](#), 28.11.2024.

5 Συνολικά, μέχρι τον Οκτώβριο του 2024 είχαν εκταμιευθεί 268 δισεκ. ευρώ (41% των συνολικών διαθέσιμων πόρων) από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή στις χώρες της ΕΕ, εκ των οποίων περίπου τα 2/3 αφορούσαν επιχορηγήσεις (49% του συνόλου) και το υπόλοιπο δάνεια (33% του συνόλου), μετά την υλοποίηση του 19% των συμφωνημένων στόχων/οροσήμων.

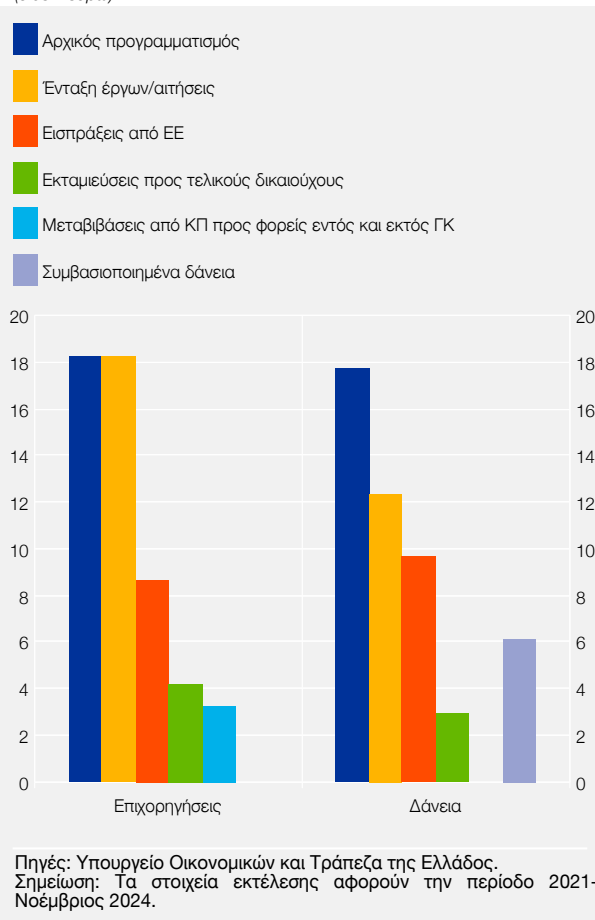
ποίησης των έργων, σε βάθος χρόνου τριών ετών που θεωρείται η μέση κατασκευαστική περίοδος (βλ. Διάγραμμα V.2).

Εντούτοις, ως προς το σκέλος των επιχορηγήσεων του RRF, οι εκταμιεύσεις προς τους τελικούς δικαιούχους παρουσιάζουν καθυστερήσεις. Ειδικότερα, μέχρι το τέλος του πρώτου εξαμήνου του 2024 είχε καταβληθεί στους τελικούς δικαιούχους ποσό ύψους 4,13 δισεκ. ευρώ (το 48% των συνολικών εισπράξεων), ενώ μέχρι το Νοέμβριο επιπλέον 3,25 δισεκ. ευρώ είχαν μεταβιβαστεί από τον κρατικό προϋπολογισμό προς τους φορείς της γενικής κυβέρνησης.<sup>6</sup> Σύμφωνα με την αξιολόγηση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής,<sup>7</sup> καθυστερήσεις στις τελικές πληρωμές των πόρων για επιχορηγήσεις παρατηρούνται σε όλες τις χώρες και αντανακλούν πρωτίστως περιορισμούς των φορέων σε περιφερειακό και τοπικό επίπεδο ως προς τη διοικητική διεκπεραίωση και την υλοποίηση των σχεδίων.

Δεδομένης της περιορισμένης διάρκειας ζωής του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης και ανθεκτικότητας NGEU, χρειάζεται εντατικότερη προσπάθεια υλοποίησης των επενδυτικών σχεδίων, ώστε να καταστεί δυνατή η πλήρης αξιοποίηση των θετικών επιδράσεων του μέσου αυτού στο ρυθμό ανάπτυξης και στην παραγωγικότητα της οικονομίας τα επόμενα χρόνια.

Διάγραμμα V.2 Μηχανισμός Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας

(δισεκ. ευρώ)



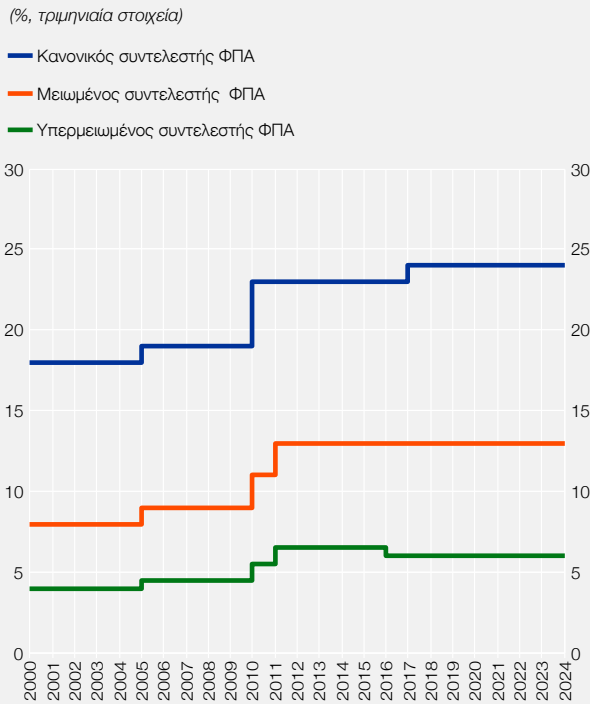
- 6 Μέχρι στιγμής γίνεται η υπόθεση ότι η υστέρηση εκτέλεσης των δαπανών που σχετίζονται με τον RRF αναμένεται να αντισταθμιστεί τα επόμενα χρόνια. Ωστόσο, η υποεκτέλεση των δαπανών καταδεικνύει τις δυσκολίες υλοποίησης των επενδυτικών προγραμμάτων. Οι προηγούμενες επιδόσεις όσον αφορά την απορρόφηση κονδυλίων από τα διαρθρωτικά ταμεία της ΕΕ δείχνουν ότι οι πληρωμές δαπανών που σχετίζονται με δημόσια επενδυτικά έργα χρηματοδοτούμενα από ευρωπαϊκά κονδύλια παρουσιάζουν σημαντικές καθυστερήσεις. Τα στοιχεία για την Ελλάδα φανερώνουν ότι στον τελευταίο κύκλο του Πολυετούς Δημοσιονομικού Πλαισίου (ΠΔΠ) (Multiannual Financial Framework, MFF) περίπου το 56% των διαθέσιμων δεσμευμένων κονδυλίων των διαρθρωτικών ταμείων τελικά ξοδεύτηκε σε έναν χρονικό ορίζοντα αντίστοιχο με αυτόν του NGEU (Πηγή: [EC Cohesion Data Platform](#)). Επίσης βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική 2023-2024*, Ιούνιος 2024, Πλαίσιο V.1.
- 7 Βλ. European Commission, *Mid-term evaluation for the Recovery and Resilience Facility*, February 2024.

## Πλαίσιο V.1

### ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΔΡΑΣΕΩΝ ΜΙΑΣ ΜΕΙΩΣΗΣ ΤΟΥ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗ ΦΠΑ ΣΤΟΝ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟ ΚΑΙ ΣΤΟ ΠΡΟΪΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Η πρόταση για προσωρινή και στοχευμένη μείωση του συντελεστή Φόρου Προστιθέμενης Αξίας (ΦΠΑ) σε ορισμένες κατηγορίες αγαθών (όπως βασικά είδη διατροφής και ενέργεια) ήρθε πρόσφατα στο προσκήνιο ως απάντηση στη ραγδαία άνοδο του πληθωρισμού, ύστερα από την αύξηση των τιμών της ενέργειας και των εμπορευμάτων, καθώς και από τα προβλήματα στις εφοδιαστικές αλυσίδες λόγω κυρίως του ρωσοουκρανικού πολέμου.

**Διάγραμμα Α Εξέλιξη των συντελεστών ΦΠΑ στην Ελλάδα**



Πηγές: European Commission (DG Taxation and Customs Union), Taxes in Europe database και International Bureau of Fiscal Documentation (IBFD).

Στην Ευρωπαϊκή Ένωση, η Ισπανία ήταν η πρώτη χώρα που υιοθέτησε προσωρινή μείωση του ΦΠΑ στα βασικά είδη διατροφής<sup>1</sup> και στην ενέργεια,<sup>2</sup> ως μέρος της στρατηγικής για την ανάσχεση των πρόσφατων πληθωριστικών πιέσεων (μετά τα τέλη του 2021). Οι προσωρινές αυτές μειώσεις φορολογικών συντελεστών αρχικά σχεδιάστηκαν με ορίζοντα το τέλος του 2023, με δυνατότητα παράτασης ανάλογα με τις τάσεις του πληθωρισμού και τις επιδόσεις της οικονομίας. Παρόμοιες πολιτικές, τόσο για τα βασικά αγαθά όσο και για την ενέργεια, υιοθετήθηκαν στη συνέχεια και από άλλες οικονομίες της ευρωζώνης, όπως η Γερμανία, η Γαλλία, το Βέλγιο, η Ιταλία και η Πορτογαλία. Στην περίπτωση της Ελλάδος, μετά το πέρας της πανδημίας, οι αρχές προέβλεψαν σε στοχευμένες παρεμβάσεις προκειμένου να αντιμετωπίσουν τις αυξημένες τιμές της ενέργειας, διατηρώντας όμως τους συντελεστές ΦΠΑ ως επί το πλείστον αμετάβλητους στα σημαντικά αυξημένα επίπεδα που είχαν θεσπιστεί κατά την περίοδο της οικονομικής προσαρμογής για να επιτευχθεί η απαιτούμενη δημοσιονομική εξισορρόπηση<sup>3</sup> (βλ. Διάγραμμα Α).

**Βιβλιογραφία και θεωρητικές επιδράσεις**

Όπως προκύπτει από τη βιβλιογραφία, η αποτελεσματικότητα ενός μέτρου μείωσης του ΦΠΑ όσον αφορά την ανάσχεση του πληθωρισμού παραμένει αμφίσημη, καθώς εξαρτάται από πολλούς παράγοντες. Σύμφωνα με τον Blundell (2009),<sup>4</sup> ο οποίος εξετάζει το παράδειγμα

των προσωρινών περικοπών του συντελεστή ΦΠΑ κατά το 2009 στο Ηνωμένο Βασίλειο, η επίδραση στον πληθωρισμό είναι περιορισμένη, λόγω της ενίσχυσης των πραγματικών εισοδημάτων και της ζήτησης, που δευτερογενώς τροφοδοτεί τον πληθωρισμό. Παράλληλα, πλήθος άρθρων<sup>5</sup> μελετά τις επιπτώσεις του μέτρου σε συγκεκριμένες αγορές αγαθών και υπηρεσιών, με τις εκτιμήσεις για τη μετακύλιση (pass-through) των μειώσεων του συντελεστή ΦΠΑ στις τιμές λιανικής να ποικίλλουν και να εξαρτώνται από τη δομή των αγορών (π.χ. με βάση

- 1 Μείωση του ΦΠΑ από 4% σε 0% για ορισμένα προϊόντα όπως ψωμί, γάλα, τυρί, φρούτα, λαχανικά και δημητριακά και από 10% σε 5% για το κρέας και τα ψάρια.
- 2 Για παράδειγμα, ο ΦΠΑ στην ηλεκτρική ενέργεια μειώθηκε από 21% σε 5%, προκειμένου να μετριαστούν οι επιπτώσεις των υψηλών λογαριασμών ενέργειας σε νοικοκυριά και επιχειρήσεις.
- 3 Επισημαίνεται ότι κατά τη διάρκεια της πανδημίας η Ελλάδα έθεσε σε εφαρμογή σειρά εισοδηματικών και επιδοματικών μέτρων αλλά και φοροαπαλλαγών προσωρινού χαρακτήρα, με στόχο τη διατήρηση της αγοραστικής δύναμης των καταναλωτών. Στο πλαίσιο αυτό, προχώρησε μεταξύ άλλων σε μείωση ΦΠΑ για το ηλεκτρικό ρεύμα και το φυσικό αέριο από 13% σε 6%, καθώς και στον κλάδο της εστίασης από 24% σε 13% (για μια αναλυτική περιγραφή των σχετικών δημοσιονομικών μέτρων, βλ. Ενότητα “Θεσμικό πλαίσιο και δημοσιονομικές μεταρρυθμίσεις” στις Εκθέσεις του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος). Οι περιορισμένες παρεμβάσεις κατά την περίοδο μετά το ξέσπασμα του ρωσοουκρανικού πολέμου αφορούσαν τη μείωση του συντελεστή ΦΠΑ για εισροές που χρησιμοποιούνται στην κτηνοτροφία και τη γεωργία (ζωοτροφές, λιπάσματα κ.λπ.), καθώς και την παράταση υφιστάμενων απαλλαγών (με μορφή μειωμένου συντελεστή ΦΠΑ) σε συγκεκριμένους κλάδους (όπως μη αλκοολούχα ποτά, μεταφορές και γυμναστήρια, ακίνητα).
- 4 Blundell, R. (2009), “Assessing the temporary VAT cut policy in the UK”, *Fiscal Studies*, 30(1), 31-38.
- 5 Ανάλογα με τη μορφή των δεδομένων και τη δομή των υπό εξέταση αγορών, εναλλακτικές εμπειρικές μέθοδοι ανάλυσης αφορούν κυρίως τη χρήση διαρθρωτικών αυτοπαλινδρομών υποδειγμάτων (structural vector autoregression models), καθώς και τη χρήση διαστρωματικών μεθόδων (panel data models). Περιπτώσεις αγορών για τις οποίες μελετήθηκαν οι επιδράσεις της μείωσης των συντελεστών του ΦΠΑ είναι: (α) τα κομμωτήρια (Kosonen, T. (2015), “More and Cheaper Haircuts after VAT Cut? On the Efficiency and Incidence of Service Sector Consumption Taxes”, *Journal of Public Economics*, 131, 87-100), (β) ο κινηματογράφος (Arce, I. and M. Gómez-Antonio (2020), “Una evaluación sobre los efectos de una reducción del tipo de gravamen del IVA para los bienes y servicios culturales”, Instituto de Estudios Fiscales), (γ) η εστίαση (Harju, J. and T. Kosonen



το μέγεθος των επιχειρήσεων), το επίπεδο ανταγωνισμού,<sup>6</sup> τη στρατηγική κοστολόγησης των επιχειρήσεων, τη διεξόδου του ηλεκτρονικού εμπορίου και των ηλεκτρονικών αγορών στο καλάθι των νοικοκυριών, καθώς και το βαθμό διαφοροποίησης των προϊόντων.

Ceteris paribus, η βραχυχρόνια επίδραση στον πληθωρισμό από μια προσωρινή μείωση του συντελεστή ΦΠΑ είναι η μείωση του επιπέδου των τιμών. Δευτερογενώς όμως, αυτή η αρχική μείωση εν μέρει ακυρώνεται, καθώς η εφαρμογή του μέτρου ενισχύει την αγοραστική δύναμη των καταναλωτών, μετατοπίζοντας την αντίστοιχη καμπύλη συνολικής ζήτησης δεξιότερα, με αποτέλεσμα αύξηση του προϊόντος μέσω της κατανάλωσης καθώς και του πληθωρισμού. Σε συνθήκες τέλει ανταγωνισμού, η γενικευμένη μείωση του συντελεστή ΦΠΑ, εφόσον αφορά και το κόστος των εισροών παραγωγής, αναμένεται να μειώσει το κόστος παραγωγής, βελτιώνοντας τις παραγωγικές δυνατότητες των οικονομικών κλάδων, με αποτέλεσμα αύξηση της παραγωγής και μείωση των τιμών (μετατοπίζοντας την καμπύλη προσφοράς δεξιότερα). Αντίθετα, υπό συνθήκες ατελούς ανταγωνισμού<sup>7</sup> (ολιγοπωλιακής ή μονοπωλιακής διάρθρωσης των αγορών), η πτώση του κόστους παραγωγής μαζί με τις μειώσεις των τιμών καταναλωτή (λόγω μείωσης του ΦΠΑ) ενδέχεται να εσωτερικευθούν στην κερδοφορία των επιχειρήσεων και να συνοδευθούν από μειώσεις του επιπέδου παραγωγής. Σε μια τέτοια περίπτωση, περιορίζεται η μετακίνηση της μείωσης του συντελεστή ΦΠΑ στις τιμές λιανικής, ο πληθωρισμός διατηρείται και εν τέλει μειώνεται η αποτελεσματικότητα του μέτρου πολιτικής.<sup>8</sup>

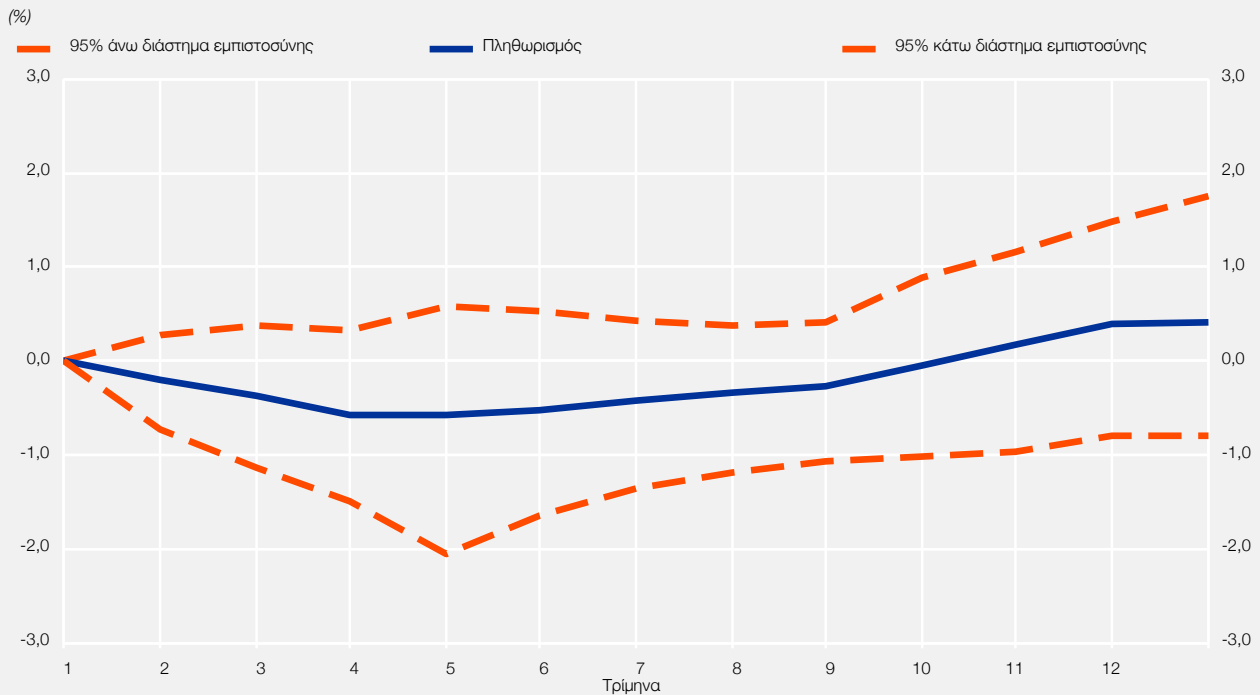
### Εμπειρική διερεύνηση

Μέσα από ένα εμπειρικό αυτοπαλίνδρομο υπόδειγμα για την ελληνική οικονομία<sup>9</sup> είναι δυνατόν να εκτιμηθεί η επίπτωση στον πληθωρισμό και στο προϊόν της οικονομίας από μια μη αναμενόμενη και προσωρινή μείωση του

(2014), “The inefficiency of reduced VAT rates: Evidence from restaurant industry”, Government Institute for Economic Research) και (δ) τα τρόφιμα και ποτά (Benzarti, Y., S. Garriga, and D. Tortarolo (2024), “Can VAT Cuts and Anti-Profiteering Measures Dampen the Effects of Food Price Inflation?”, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 32241, De Amores Hernandez, A., S. Barrios, R. Speitmann, and D. Stoehker (2023), “Price Effects of Temporary VAT Rate Cuts: Evidence from Spanish Supermarkets”, European Commission, JRC132542, και Fuest, C., F. Neumeier, and D. Stöhlker (2024), “The pass-through of temporary VAT rate cuts: Evidence from German supermarket retail”, *International Tax and Public Finance*, σελ. 1-47). Επιπλέον, πρόσφατα χρησιμοποιούνται μέθοδοι τεχνητής νοημοσύνης για την αξιοποίηση δεδομένων ηλεκτρονικών συναλλαγών σε πραγματικό χρόνο (βλ. Forteza, N., E. Prades, and M. Roca (2024), “Analysing the VAT cut pass-through in Spain using web-scraped supermarket data and machine learning”, Banco de España, *Documentos de Trabajo*, No. 2417).

- 6 Για παράδειγμα, Hindriks, J. and V. Serse (2019), “Heterogeneity in the tax pass-through to spirit retail prices: Evidence from Belgium”, *Journal of Public Economics*, 176, 142-160, και Copestake A. and M. Bellon (2022), “Supply and Demand Determinants of Heterogeneous VAT Pass-Through”, SSRN 4207882.
- 7 Υπό συνθήκες μονοπωλίου οι επιχειρήσεις καθορίζουν το επίπεδο παραγωγής και, με δεδομένη τη συνολική ζήτηση, την τιμή, ενώ υπό συνθήκες ολιγοπωλίου καθορίζουν το επίπεδο παραγωγής και οι τιμές είναι συνάρτηση των στρατηγικών των λοιπών επιχειρήσεων που συνιστούν το ολιγοπώλιο εντός ενός κλάδου.
- 8 Η αποτελεσματικότητα ενός τέτοιου μέτρου στην περίπτωση της Ισπανίας παραμένει αμφίσημη. Πρόσφατη μελέτη της Τράπεζας της Ισπανίας καταλήγει ότι το μέτρο είναι αποτελεσματικό σε επίπεδο τιμών σουπερμάρκετ, καθώς η μείωση του συντελεστή ΦΠΑ μετακινείται ικανοποιητικά στις τιμές καταναλωτή, μειώνοντας τον πληθωρισμό. Από την άλλη πλευρά, η ένωση καταναλωτών της Ισπανίας (Facua-Consumidores en Acción) θεωρεί το μέτρο ανεπαρκές, καθώς με βάση έρευνα τιμοληψίας που διενήργησε, στο 44,7% των αγαθών για τα οποία εφαρμόστηκε το μέτρο υπήρξαν αυξήσεις τιμών σε σχέση με το Δεκέμβριο του 2023. Ανάλογα είναι τα συμπεράσματα και από έρευνες εντός του 2023, έτους κατά το οποίο εισήχθη το μέτρο μείωσης του ΦΠΑ στην Ισπανία (για περισσότερες πληροφορίες, βλ. <https://facua.org/en/noticias/4-out-of-10-food-items-affected-by-the-vat-reduction-became-more-expensive-during-the-first-half-of-the-year/> και <https://euroweeklynnews.com/2023/10/30/facua-reveals-52-per-cent-food-products-reduced-vat-expensive-than-january-2023/>).
- 9 Το αυτοπαλίνδρομο υπόδειγμα ενσωματώνει μεταβλητές με τριμηνιαία συχνότητα ως εξής: Ενδογενείς μεταβλητές είναι ο ετησιοποιημένος ρυθμός ανάπτυξης και ο εναρμονισμένος πληθωρισμός (ΕνΔΤΚ) και εξωγενείς μεταβλητές ο κανονικός (standard or statutory) συντελεστής ΦΠΑ (%) από κοινού με τέσσερις χρονικές υστερήσεις αυτού, καθώς και το Euribor τριών μηνών. Τα τριμηνιαία στοιχεία αφορούν την περίοδο από το α΄ τρίμηνο του 2000 έως το α΄ τρίμηνο του 2024 και έχουν αντληθεί από την ΕΛΣΤΑΤ, την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και την ΕΚΤ. Υιοθετούνται τέσσερις χρονικές υστερήσεις στο υπόδειγμα. Τα αποτελέσματα των συναρτήσεων άμεσης αντίδρασης (impulse response function) παρουσιάζονται στα Διαγράμματα Β και Γ και αφορούν τη σύγκριση ενός σεναρίου μείωσης του κανονικού συντελεστή ΦΠΑ από 24% σε 23% προσωρινά από το β΄ τρίμηνο του 2024 (τελευταίο τρίμηνο του δείγματος) για διάστημα 8 τριμήνων και στη συνέχεια επαναφοράς του στο 24%, με ένα βασικό σενάριο όπου ο συντελεστής ΦΠΑ παραμένει σταθερός μετά το πέρας του δείγματος. Οι εκτιμώμενες επιδράσεις στον πληθωρισμό και στο προϊόν προέρχονται από το σύστημα εκτιμημένων σχέσεων του ανωτέρω αυτοπαλίνδρουμο υποδείγματος. Προκειμένου να βελτιστοποιήσουμε την καταλληλότητα του υποδείγματος εντός και εκτός δείγματος (in-sample/out-of-sample fitness), εφαρμόζονται στοχαστικές προσομοιώσεις που παράγουν διαστήματα εμπιστοσύνης 95%.

**Διάγραμμα Β Απόκριση του πληθωρισμού σε μια προσωρινή (διάρκειας 8 τριμήνων) μείωση του κανονικού συντελεστή ΦΠΑ από 24% σε 23%**



Πηγή: Υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.

κανονικού συντελεστή ΦΠΑ κατά 1 ποσοστιαία μονάδα (από 24% που είναι σήμερα σε 23%). Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα Β, αν και η προσωρινή μείωση του ΦΠΑ εκτιμάται ότι βραχυχρόνια περιορίζει τον πληθωρισμό, η επίπτωση είναι μη στατιστικά σημαντική,<sup>10</sup> γεγονός που υποδηλώνει ότι *ceteris paribus* δεν θα πρέπει να αναμένεται η μετακύλιση της μείωσης του συντελεστή ΦΠΑ στις τιμές λιανικής.<sup>11,12</sup> Ομοίως, σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα, η εκτιμώμενη άνοδος του πληθωρισμού, αν και είναι συνεπής με τις θεωρητικές προβλέψεις περί ενίσχυσης της ζήτησης, είναι επίσης μη στατιστικά σημαντική. Τέλος, η επίδραση μιας προσωρινής μείωσης του συντελεστή ΦΠΑ επί του ρυθμού αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ (βλ. Διάγραμμα Γ) εκτιμάται μη στατιστικά σημαντική βραχυπρόθεσμα, εύρημα συνεπές με τις προβλέψεις της αντίστοιχης βιβλιογραφίας, σύμφωνα με τις οποίες ο ΦΠΑ δεν επηρεάζει την ανάπτυξη, καθώς δεν εισάγει στρεβλώσεις και αντικίνητρα κατά τη διαδικασία παραγωγής.<sup>13</sup>

### Συμπεράσματα

Από τα παραπάνω προκύπτει ότι η μείωση του συντελεστή ΦΠΑ δεν αναμένεται να έχει σημαντική συμβολή στην καταπολέμηση του πληθωρισμού στην ελληνική οικονομία. Τα ευρήματα αυτά είναι ενδεικτικά της σημασίας της

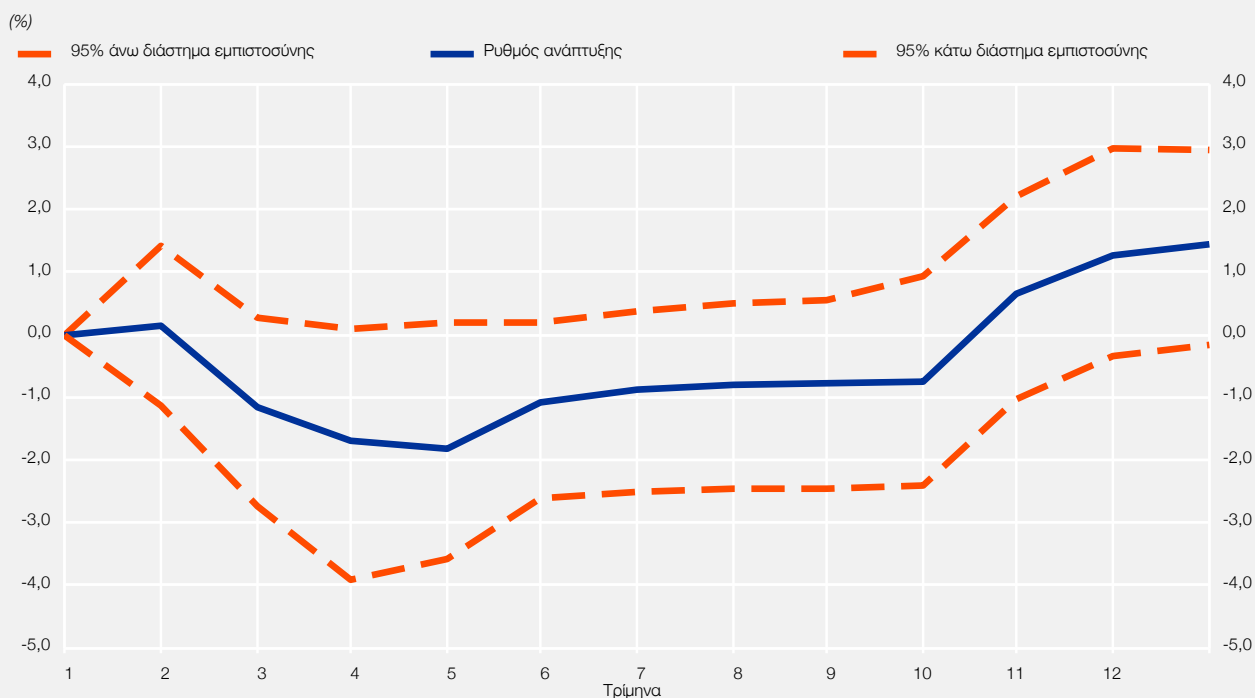
10 Η μη στατιστική σημαντικότητα των επιπτώσεων του ΦΠΑ διαπιστώνεται από το ότι, ανά τρίμηνο επιδράσεων, τα διαστήματα εμπιστοσύνης βρίσκονται εκατέρωθεν του μηδενός (οριζόντιος άξονας).

11 Επισημαίνεται ότι η ανωτέρω ανάλυση αφορά το σύνολο των αγαθών και των υπηρεσιών (aggregate level) όπως καταγράφονται στον ΕνΔΤΚ και δεν αντικατοπτρίζει την επίπτωση της μείωσης του συντελεστή ΦΠΑ σε επιμέρους αγορές (disaggregate level).

12 Ανάλογα είναι και τα ευρήματα εμπειρικής ανάλυσης που χρησιμοποιεί εναλλακτικό υπόδειγμα τοπικών προβολών (local projections). Βλ. Jordà, Ò. (2005), "Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections", *American Economic Review*, 95(1), 161-182.

13 Συμφωνά με τους Kneller, R., M.F. Bleaney, and N. Gemmell (1999), "Fiscal policy and growth: evidence from OECD countries", *Journal of Public Economics*, 74, 171-190, καθώς και Ράπανος, Β.Θ. και Γ. Καπλάνογλου (2014), "Φορολογία και οικονομική ανάπτυξη. Η περίπτωση της Ελλάδας", στο Μασουράκης, Χ. και Χ.Β. Γκόρτσος (επιμ.), *Ανταγωνιστικότητα για ανάπτυξη: Προτάσεις πολιτικής*, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, 609-638, από μόνη της η μεταβολή των συντελεστών ΦΠΑ δεν επηρεάζει τους συντελεστές της συνάρτησης παραγωγής με φαινόμενα υποκατάστασης και δεν επηρεάζει τις αποφάσεις για αποταμίευση και επένδυση ούτε την ανταγωνιστικότητα των επιχειρήσεων μέσω των εξαγωγών.

Διάγραμμα Γ Απόκλιση του ρυθμού ανάπτυξης σε μια προσωρινή (διάρκειας 8 τριμήνων) μείωση του κανονικού συντελεστή ΦΠΑ από 24% σε 23%



Πηγή: Υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.

διάρθρωσης και της λειτουργίας των αγορών αγαθών και υπηρεσιών για την αποτελεσματικότητα ενός τέτοιου μέτρου. Υπό συνθήκες ατελούς ανταγωνισμού (π.χ. μονοπωλιακές ή ολιγοπωλιακές συνθήκες), οι παραγωγοί αναπτύσσουν στρατηγικές τιμολόγησης που οδηγούν σε ατελή μετακύλιση των όποιων φορολογικών ελαφρύνσεων και λοιπών μειώσεων του κόστους. Η λήψη μέτρων ελέγχου και ενίσχυσης του ανταγωνισμού σε επίπεδο αγορών<sup>14</sup> καθώς και η επέκταση του ηλεκτρονικού εμπορίου αναμένεται να λειτουργήσουν επιβλητικά στην πληρέστερη μετακύλιση μειώσεων του συντελεστή ΦΠΑ στον τελικό καταναλωτή για ευρύτερες κατηγορίες αγαθών και υπηρεσιών, οδηγώντας σε υποχώρηση του πληθωρισμού. Επισημαίνεται τέλος ότι η απόφαση για τυχόν μείωση του συντελεστή ΦΠΑ θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη και τις δημοσιονομικές επιπτώσεις που μπορεί να υπάρξουν, δεδομένων και των δεσμεύσεων που απορρέουν από το νέο Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης.

14 Σύμφωνα με τους Benzarti, Y. et al. (2024), όπ.π., τέτοια μέτρα έχουν ληφθεί κατά το παρελθόν στην περίπτωση της Αργεντινής και περιλάμβαναν πολιτικές για την αποτελεσματική παρακολούθηση της εξέλιξης των τιμών, την καταπολέμηση της αισχροκέρδειας κ.λπ.

### 3 ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΚΑΙ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΙΣ

Το δεύτερο εξάμηνο του 2024 θεσμοθετήθηκαν στοχευμένες παρεμβάσεις για τη στήριξη των ασθενέστερων οικονομικά στρωμάτων, αλλά και για την ενίσχυση των δημόσιων επενδύσεων με αξιοποίηση μέρους του δημοσιονομικού χώρου που δημιουργήθηκε λόγω της καλύτερης του αναμενόμενου δημοσιονομικής επίδοσης το 2024. Επιπλέον, συνεχίστηκε η προσπάθεια ανάπτυξης εργαλείων στην υπηρεσία της ΑΑΔΕ για τη μείωση της φοροδιαφυγής και ανακοινώθηκαν μέτρα για το 2025 με κύριο σκοπό την ενίσχυση του διαθέσιμου εισοδήματος. Ειδικότερα:

Με το ν. 5122/2024 του Ιουλίου επιβλήθηκε και για το 2024 συνεισφορά αλληλεγγύης στις εταιρίες διύλισης με συντελεστή 33% στα κέρδη που υπερβαίνουν κατά 20% το μέσο όρο των ετών

2018-2021. Υπόχρεες είναι οι εταιρίες των οποίων τα ακαθάριστα έσοδα για το 2023 προέρχονται 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%. 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 αφορούν το εθνικό σκέλος του Προϋπολογισμού Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) και 300 εκατ. ευρώ το συγχρηματοδοτούμενο από πόρους της ΕΕ. Επισημαίνεται ότι με αυτή την ενίσχυση του ΠΔΕ εξαντλείται το όριο αύξησης των δαπανών του προϋπολογισμού 2024 ύψους 2,6%, σύμφωνα με τη σύσταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής.<sup>8</sup>

Επίσης, το Σεπτέμβριο δημοσιεύθηκε το Μεσοπρόθεσμο Δημοσιονομικό-Διαρθρωτικό Σχέδιο (ΜΔΣ) 2025-2028 βάσει του αναθεωρημένου ευρωπαϊκού πλαισίου οικονομικής διακυβέρνησης, το οποίο εγκρίθηκε αργότερα από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή.<sup>9</sup> Το ΜΔΣ υποβάλλεται από όλα τα κράτη-μέλη της ΕΕ και αποτελεί ένα ενιαίο σχέδιο δημοσιονομικών και διαρθρωτικών πολιτικών. Ο σχεδιασμός του είναι μεσοπρόθεσμος σε ορίζοντα τετραετίας (με δυνατότητα επέκτασης σε 7 έτη) και βασική του επιδίωξη είναι η διασφάλιση της διατηρήσιμης πτωτικής πορείας του λόγου του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ. Ως βασικός κανόνας παρακολούθησης της συμμόρφωσης με τους νέους δημοσιονομικούς κανόνες ορίζεται το όριο δαπανών, το οποίο καθορίζεται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή σε συνεργασία με τα κράτη-μέλη, αφού πρώτα προσδιοριστούν οι ανάγκες δημοσιονομικής προσαρμογής σε όρους διαρθρωτικού πρωτογενούς αποτελέσματος. Σύμφωνα με τον κανόνα, ο δείκτης δαπανών, που είναι οι καθαρές εθνικά χρηματοδοτούμενες πρωτογενείς δαπάνες,<sup>10</sup> μπορεί να αυξάνεται με ρυθμό που δεν θα υπερβαίνει το όριο του κανόνα. Ο εν λόγω κανόνας προκύπτει κατά περίπτωση από την ανάλυση βιωσιμότητας χρέους που διεξάγει η Ευρωπαϊκή Επιτροπή για όλες τις χώρες και οδηγεί σε αντικυκλική πολιτική, λειτουργώντας ως αυτόματος σταθεροποιητής (αύξηση δαπανών σε περιόδους ύφεσης και συγκράτηση σε περιόδους υπερθέρμανσης της οικονομίας).<sup>11</sup>

Σύμφωνα με το ΜΔΣ, η σωρευτική δημοσιονομική προσαρμογή (σε όρους διαρθρωτικού πρωτογενούς αποτελέσματος) που απαιτείται κατά τη τετραετία 2025-2028 για την ικανοποίηση όλων των κριτηρίων βιωσιμότητας εκτιμάται σε 0,4 ποσ. μον. του ΑΕΠ (ή 0,1 ποσ. μον. του ΑΕΠ ετησίως). Για την επίτευξη αυτής της προσαρμογής, απαιτείται ρυθμός αύξησης των εθνικά χρηματοδοτούμενων καθαρών πρωτογενών δαπανών ο οποίος προβλέπεται να μην υπερβαίνει το 3,4% κατά μέσο όρο ετησίως (αύξηση 2025: 3,7%, 2026: 3,6%, 2027: 3,1% και 2028: 3,0%).

<sup>8</sup> [Commission Opinion on the Draft Budgetary Plan of Greece](#), 21.11.2023, παρ. 14.

<sup>9</sup> European Commission, "[Recommendation for a COUNCIL RECOMMENDATION endorsing the national medium-term fiscal-structural plan of Greece](#)", 26.11.2024.

<sup>10</sup> Ο δείκτης υπολογίζεται αν από τις συνολικές δαπάνες της γενικής κυβέρνησης αφαιρεθούν οι τόκοι, τα προγράμματα που χρηματοδοτούνται από την ΕΕ, η εθνική συμμετοχή σε προγράμματα της ΕΕ, η κυκλική δαπάνη για την καταβολή επιδομάτων ανεργίας, οι έκτακτες μη προβλεπόμενες δαπάνες και αφαιρεθούν ή προστεθούν τα δημοσιονομικά ενεργητικά μέτρα εσόδων.

<sup>11</sup> Για περισσότερες λεπτομέρειες βλ. Ειδικό θέμα Κεφαλαίου V: "Νέοι δημοσιονομικοί κανόνες στο πλαίσιο της αναθεώρησης της οικονομικής διακυβέρνησης της ΕΕ" και Πλαίσιο V.1: "Τα βασικά χαρακτηριστικά των δημοσιονομικών κανόνων δαπανών" στην Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2023, Απρίλιος 2024.

Σύμφωνα με τα παραπάνω όρια, δημιουργείται δημοσιονομικός χώρος περίπου 1,4% του ΑΕΠ κατά μέσο όρο ετησίως (ή 3,5 δισεκ. ευρώ), ο οποίος μπορεί να χρησιμοποιηθεί είτε για αύξηση των δαπανών είτε για μείωση του φορολογικού βάρους. Σημειώνεται ότι η σταθερή υπεραπόδοση των φορολογικών εσόδων τα τελευταία χρόνια, που συνδέθηκε με την καταπολέμηση της φοροδιαφυγής και την καλύτερη φορολογική συμμόρφωση, επέτρεψε στις ελληνικές αρχές να επιτύχουν μεγαλύτερη αύξηση των καθαρών δαπανών τη συγκεκριμένη περίοδο, σε σύγκριση με τις αρχικές κατευθύνσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής.<sup>12</sup> Η εξέλιξη αυτή καταδεικνύει με τον πιο emphaticό τρόπο τα οφέλη των μέτρων καταπολέμησης της φοροδιαφυγής, διεύρυνσης της φορολογικής βάσης και ενίσχυσης της φορολογικής συμμόρφωσης.

Το μακροοικονομικό σενάριο υποθέτει ότι η οικονομική δραστηριότητα θα αυξηθεί με επιβραδυνόμενο ρυθμό (2025: 2,3%, 2026: 2,0%, 2027: 1,5%, 2028: 1,3%). Υπό αυτές τις προϋποθέσεις, το δημοσιονομικό αποτέλεσμα αναμένεται να διαμορφωθεί όλα τα έτη με ασφαλές περιθώριο κάτω από το όριο για έλλειμμα 3% του ΑΕΠ, ενώ το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ προβλέπεται να συνεχίσει την πτωτική του πορεία (σε 133,4% του ΑΕΠ το 2028), χάρη στα πρωτογενή πλεονάσματα (2,5% του ΑΕΠ το 2025 και 2,4% κάθε επόμενο έτος), καθώς και στη μειωτική επίδραση της διαφοράς έμμεσου επιτοκίου δανεισμού-ρυθμού μεταβολής του ονομαστικού ΑΕΠ (“snowball effect”).

Οι προβλέψεις για το 2025 εξειδικεύθηκαν στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2025, η οποία δημοσιεύθηκε στις 21 Νοεμβρίου 2024 και προβλέπει επίτευξη πρωτογενούς πλεονάσματος ύψους 2,4% του ΑΕΠ το 2025 και μείωση του δημόσιου χρέους κατά 6,5 ποσ. μον. του ΑΕΠ, σε 147,5% του ΑΕΠ. 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 στους ελεύθερους επαγγελματίες, σε συνέχεια της μείωσης κατά 50% το 2024, (γ) τη μονιμοποίηση της επιστροφής του ΕΦΚ στο αγροτικό πετρέλαιο με νέο σύστημα, (δ) την αυτοτελή φορολόγηση εφημερίων 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 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.

Σύμφωνα με την πρόβλεψη της Τράπεζας της Ελλάδος, το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης το 2025 αναμένεται να διαμορφωθεί σε πλεόνασμα 2,4% του ΑΕΠ και το δημόσιο χρέος σε 145,9% του ΑΕΠ.

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

12 Ειδικότερα, η δημοσιονομική πορεία αναφοράς (“reference trajectory”) της Ευρωπαϊκής Επιτροπής προέβλεπε μεγαλύτερες ανάγκες δημοσιονομικής προσαρμογής (σε όρους διαρθρωτικού πρωτογενούς αποτελέσματος) ύψους 0,6 ποσ. μον. του ΑΕΠ σωρευτικά την περίοδο 2025-28 (ή 0,2 ποσ. μον. του ΑΕΠ ετησίως) για την ικανοποίηση των κριτηρίων βιωσιμότητας (κυρίως τη διασφάλιση της ανθεκτικότητας του ελλείμματος – deficit resilience safeguard). Ως εκ τούτου, ο ρυθμός αύξησης των εθνικά χρηματοδοτούμενων καθαρών πρωτογενών δαπανών προβλεπόταν στο 3,1% κατά μέσο όρο ετησίως (2025: 3,0%, 2026: 3,2%, 2027: 3,1%, 2028: 3,0%). Τα όρια αυτά δημιουργούσαν μικρότερο περιθώριο αύξησης των δαπανών (κατά περίπου 300 εκατ. ευρώ ή 0,2% του ΑΕΠ κατά μέσο όρο ετησίως) (βλ. European Commission, [Greece: Prior guidance tables](#), 21.6.2024).

πολιτών και των επιχειρήσεων και θα συμβάλλει στον εξορθολογισμό του πλαισίου ελέγχων, στη βελτίωση της αποτελεσματικότητάς τους, καθώς και στη μείωση της γραφειοκρατίας.

Το Νοέμβριο η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσίευσε την πέμπτη έκθεση μεταπρογραμματικής εποπτείας, σύμφωνα με την οποία επιβεβαιώνεται η ανθεκτικότητα της ελληνικής οικονομίας παρά την αβεβαιότητα σε γεωπολιτικό 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, 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.

Τέλος, το Δεκέμβριο ψηφίστηκε ο πολυνόμος 5162/2024 που περιλαμβάνει μειώσεις φόρων και μέτρα για την ενίσχυση του εισοδήματος που έχουν συμπεριληφθεί στον Προϋπολογισμό του 2025, διατάξεις για τον εκσυγχρονισμό της φορολογικής νομοθεσίας, καθώς και Συμπληρωματικό Προϋπολογισμό 2024. Αναλυτικότερα, οι παρεμβάσεις που υιοθετήθηκαν έχουν ως εξής: (α) μειώσεις φόρων για το 2025, όπως προβλέφθηκαν στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2025 (βλ. ανωτέρω), (β) μέτρα ενίσχυσης των εισοδημάτων με κυριότερες την έκτακτη οικονομική ενίσχυση το Δεκέμβριο του 2024 σε χαμηλοσυνταξιούχους και ευάλωτες κοινωνικές ομάδες και την αύξηση της αποζημίωση νυχτερινής απασχόλησης των ενστόλων από το 2025, (γ) μεταρρυθμίσεις που εκσυγχρονίζουν τη φορολογική νομοθεσία και περιλαμβάνουν τη σταθερή, μη μεταβαλλόμενη και μη παρατεινόμενη, περίοδο υποβολής δηλώσεων φορολογίας εισοδήματος φυσικών και νομικών προσώπων, την κλιμακωτή αύξηση της έκπτωσης επί του οφειλόμενου φόρου εισοδήματος ανάλογα με το πόσο νωρίς γίνεται η υποβολή της δήλωσης και κυρώσεις σε πρόσωπα εντός και εκτός των φορέων του δημόσιου τομέα για τυχόν καθυστερήσεις στην αποστολή δεδομένων σχετικών με τις φορολογικές δηλώσεις στην ΑΑΔΕ, (δ) διατάξεις για παροχή κινήτρων για συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων, για καινοτομία και για επιστημονική και τεχνολογική έρευνα, (ε) διατάξεις για τον εκσυγχρονισμό του διοικητικού μοντέλου που διέπει την ΑΑΔΕ, (στ) θέσπιση αφορολόγητου για ποσά έως 300 ευρώ το μήνα για τα φιλοδωρήματα και απαλλαγή, στο σύνολό τους, από ασφαλιστικές εισφορές, (ζ) διατάξεις για την ενίσχυση της ανθεκτικότητας της ελληνικής οικονομίας απέναντι στις επιπτώσεις της κλιματικής αλλαγής, όπως η υποχρεωτική ασφάλιση επιχειρήσεων με ετήσια ακαθάριστα έσοδα άνω των 500 χιλ. ευρώ, η θέσπιση τέλους ανθεκτικότητας στην κλιματική κρίση σε τουριστικά καταλύματα και η εισαγωγή τέλους κρουαζιέρας από το 2025 και (η) κατάθεση Συμπληρωματικού Προϋπολογισμού 2024 ύψους 400 εκατ. ευρώ για τη χρηματοδότηση υποδομών και έργων που βρίσκονται σε εξέλιξη.

#### 4 ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Το 2024 καταγράφεται εκ νέου σημαντική υπέρβαση των δημοσιονομικών στόχων έναντι των αρχικών εκτιμήσεων, εξέλιξη που ενισχύει περαιτέρω την αξιοπιστία της μεταρρυθμιστικής προσπάθειας. Η προσπάθεια για δημοσιονομική υπευθυνότητα πρέπει να διατηρηθεί και να ενταθεί στο μέλλον, καθώς η διατήρηση των πρωτογενών πλεονασμάτων θα καθίσταται πιο δύσκολη μακροπρόθεσμα, λόγω της αναμενόμενης επιβράδυνσης των ρυθμών ανάπτυξης της οικονομίας και της σταδιακής εξάλειψης της θετικής επίδρασης του πληθωρισμού στα δημοσιονομικά μεγέθη.

Δεδομένης της αυξημένης αβεβαιότητας που χαρακτηρίζει την τρέχουσα συγκυρία, εξαιτίας, πρωτίστως, της γεωπολιτικής αβεβαιότητας και της κλιματικής κρίσης και λαμβάνοντας υπόψη τις σημαντικές προκλήσεις που αντιμετωπίζει η ελληνική και η ευρωπαϊκή οικονομία (δημογραφικές, μεταναστευτικές κ.ά.), ο μεσοπρόθεσμος σχεδιασμός της δημοσιονομικής πολιτικής θα πρέπει να δίνει μεγαλύτερη προσοχή στην εκτίμηση των κινδύνων και στη σταδιακή συσσώ-

ρευση επαρκών αποθεμάτων. Αυτό θα εξασφαλίσει διαθέσιμους πόρους για τη στήριξη της οικονομίας κατά τη διάρκεια κρίσεων χωρίς να διακυβεύεται η βιωσιμότητα του χρέους. Ένα πλαίσιο βασισμένο στη διαχείριση κινδύνων πρέπει να ενθαρρύνει τη δημιουργία αποθεμάτων όταν η οικονομική συγκυρία είναι ευνοϊκή, ακόμη και όταν δεν διαφαίνονται άμεσα κίνδυνοι για τη βιωσιμότητα του χρέους, επιδιώκοντας φιλόδοξους στόχους δημοσιονομικής προσαρμογής, αποφεύγοντας όμως την προκυκλικότητα. Προς αυτή την κατεύθυνση, εκτιμάται ότι απαιτείται κυκλικά διορθωμένο πρωτογενές πλεόνασμα ύψους άνω του 2% του ΑΕΠ ετησίως, προκειμένου να δημιουργηθεί το αναγκαίο δημοσιονομικό απόθεμα ασφαλείας το οποίο ικανοποιεί τα κριτήρια βιωσιμότητας του νέου ευρωπαϊκού δημοσιονομικού πλαισίου.

Το αναθεωρημένο ευρωπαϊκό πλαίσιο οικονομικής διακυβέρνησης απαιτεί τον έλεγχο των δημόσιων δαπανών, οι οποίες δεν πρέπει να υπερβαίνουν ένα συγκεκριμένο όριο. Ο κανόνας των δαπανών καθίσταται πλέον το κεντρικό μέσο παρακολούθησης και συμμόρφωσης με τους νέους δημοσιονομικούς κανόνες. Ως εκ τούτου, η χρήση τυχόν πρόσθετου δημοσιονομικού χώρου υπόκειται σε σημαντικούς περιορισμούς, καθώς αυτός θα πρέπει να χρησιμοποιείται για τη μείωση του δημόσιου χρέους. Παράλληλα, έκτακτα δημοσιονομικά μέτρα στην πλευρά των δαπανών θα πρέπει να χρηματοδοτούνται από ενεργητικά μέτρα στην πλευρά των εσόδων.

Τυχόν υψηλότεροι μεσοπρόθεσμοι ρυθμοί αύξησης του ΑΕΠ, λόγω της απόδοσης των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων που προβλέπονται στο εθνικό σχέδιο ανάπτυξης και ανθεκτικότητας, θα οδηγήσουν σε βελτίωση των δημοσιονομικών μεγεθών, μειώνοντας κατ' επέκταση τις ανάγκες προσαρμογής για την ικανοποίηση των κριτηρίων βιωσιμότητας του νέου δημοσιονομικού πλαισίου. Ως εκ τούτου, η δημιουργία μεγαλύτερου δημοσιονομικού χώρου (δηλ. υψηλότερων ορίων δαπανών) μπορεί να αξιοποιηθεί είτε για αύξηση δαπανών (π.χ. ενίσχυση δημοσίων επενδύσεων μέσω του εθνικού σκέλους του ΠΔΕ – ιδιαίτερα μετά το 2026, λήψη στοχευμένων μέτρων στήριξης κοινωνικών ομάδων) είτε για φορολογικές μεταρρυθμίσεις που θα μειώσουν το φορολογικό βάρος.

Σε ένα πλαίσιο δημοσιονομικών περιορισμών, η επισκόπηση των δημόσιων δαπανών (spending reviews) προσφέρει σημαντικά οφέλη, καθώς επιτρέπει την αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας και αποδοτικότητας των κρατικών δαπανών, διασφαλίζοντας ότι οι διαθέσιμοι πόροι χρησιμοποιούνται με τον καλύτερο δυνατό τρόπο. Μέσω αυτής της διαδικασίας, είναι δυνατός ο εντοπισμός τομέων σπατάλης ή μη βέλτιστης χρήσης κονδυλίων, γεγονός που συμβάλλει στην καλύτερη κατανομή των δημόσιων πόρων. Επιπλέον, η επισκόπηση ενισχύει τη διαφάνεια και τη λογοδοσία, βελτιώνοντας τη δημόσια διοίκηση και υποστηρίζοντας τη μακροπρόθεσμη δημοσιονομική βιωσιμότητα. Τέλος, συμβάλλει στη διαμόρφωση πιο στοχευμένων και αποδοτικών κοινωνικών πολιτικών.

Ο εξορθολογισμός των δημόσιων δαπανών και η διεύρυνση της φορολογικής βάσης μέσω της καταπολέμησης της φοροδιαφυγής θα δημιουργήσουν το δημοσιονομικό χώρο που θα επιτρέψει τη σταδιακή εφαρμογή ευρύτερων φορολογικών μεταρρυθμίσεων, με σκοπό την παροχή φορολογικών ελαφρύνσεων και την αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος, χωρίς να διαταράσσεται η δημοσιονομική ισορροπία. Τα πρόσφατα μέτρα που θεσπίστηκαν προς την κατεύθυνση της ενίσχυσης της φορολογικής συμμόρφωσης, όπως η ενισχυμένη ανταλλαγή πληροφοριών μεταξύ επιχειρήσεων και ΑΑΔΕ για τις ηλεκτρονικές συναλλαγές, συμπεριλαμβανομένης της διασύνδεσης ταμειακών μηχανών και POS, καθώς και η τεκμαρτή φορολόγηση των ελεύθερων επαγγελματιών, έχουν αποδώσει καρπούς. Επιτακτικά αναγκαία κρίνεται η ολοκλήρωση δράσεων που στοχεύουν στην περιστολή της φοροδιαφυγής και έχουν ήδη δρομολογηθεί, όπως η επέκταση της υποχρεωτικής αποδοχής ηλεκτρονικών πληρωμών στη λιανική, η υποχρεωτική εφαρμογή του ψηφιακού δελτίου αποστολής διακινούμενων προϊόντων και η πλήρης λειτουργία της πλατφόρμας *myData*. Αυτές οι παρεμβάσεις μπορούν 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, για καλύτερη στόχευση της κοινωνικής πολιτικής. Μια τέτοια προσέγγιση μπορεί να ενισχύσει όχι μόνο τα φορολογικά έσοδα, αλλά και τη φορολογική δικαιοσύνη.

Επιπλέον, απαιτείται καλύτερη στόχευση των κοινωνικών παροχών. Σε οικονομίες όπως η ελληνική, όπου η απόκρυψη εισοδημάτων είναι εκτεταμένη, η στόχευση των κοινωνικών δαπανών πρέπει να βασίζεται σε κριτήρια πέραν αυτών που απεικονίζονται στις φορολογικές δηλώσεις. Η συνήθης πρακτική της χορήγησης επιδομάτων με βάση αποκλειστικά τα δηλωθέντα εισοδήματα σε μια οικονομία με υψηλή φοροδιαφυγή οδηγεί σε μη ορθολογική και άδικη κατανομή των δημόσιων πόρων.

Η πρόσφατη διεθνής εμπειρία από τις καταστροφικές συνέπειες της κλιματικής αλλαγής ανέδειξε την ανάγκη πρόβλεψης ειδικών κονδυλίων για έργα προσαρμογής και έκτακτης βοήθειας, συμπληρωματικά προς τις απαραίτητες επενδύσεις για το μετριασμό των επιπτώσεων της κλιματικής κρίσης σε μεσοπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Η αναμενόμενη κλιμάκωση των καταστροφικών φαινομένων θέτει σε κίνδυνο τη δημοσιονομική σταθερότητα, αφού οι αναγκαίες δαπάνες για την αντιμετώπιση των επιπτώσεών τους ξεπερνούν τις δυνατότητες των χωρών. Ως εκ τούτου, η συνδρομή της ΕΕ για τη χρηματοδότηση των σχετικών δαπανών κρίνεται καθοριστική για την αποφυγή δημοσιονομικών ανισορροπιών. Κρίσιμης σημασίας είναι επίσης η συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα στην αντιμετώπιση των κινδύνων της κλιματικής αλλαγής, μέσω της ενίσχυσης της ιδιωτικής ασφάλισης περιουσιακών στοιχείων, καθώς ο δημόσιος τομέας δεν μπορεί να επωμιστεί μόνος του το συνολικό βάρος των αποζημιώσεων και της αποκατάστασης των υποδομών. Τα πρόσφατα μέτρα που υιοθέτησε η κυβέρνηση, όπως η μείωση του ΕΝΦΙΑ για κατοικίες που ασφαλίζονται για φυσικές καταστροφές, η υποχρέωση των μεγάλων επιχειρήσεων να ασφαλίζονται για φυσικές καταστροφές και η εισαγωγή του τέλους ανθεκτικότητας στην κλιματική κρίση (σε αντικατάσταση του φόρου διαμονής), κινούνται προς τη σωστή κατεύθυνση, αλλά η επάρκειά τους εξακολουθεί να είναι αβέβαιη.

Η συνεχής καθοδική αναθεώρηση του ρυθμού αύξησης των επενδύσεων και της συμβολής τους στο ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας έναντι των αρχικών εκτιμήσεων καταδεικνύει τη σημασία της έγκαιρης και αποτελεσματικής αξιοποίησης των πόρων του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας για την κάλυψη του επενδυτικού κενού.<sup>13</sup> Παρά την ικανοποιητική απορροφητικότητα των ευρωπαϊκών κονδυλίων, τα διαθέσιμα στοιχεία δείχνουν σημαντική υποεκτέλεση των δημοσίων δαπανών που σχετίζονται με το σκέλος των επιχορηγήσεων. Ως αποτέλεσμα, ο κίνδυνος να μη δαπανηθούν όλα τα δεσμευμένα κεφάλαια μέχρι το 2026 και να μην επιτευχθούν οι συγκεκριμένοι επενδυτικοί στόχοι του RRF έχει αυξηθεί, λόγω του περιορισμένου χρόνου εκτέλεσης των έργων και αντίδρασης σε αστάθμητους παράγοντες. Επομένως, καθίσταται επιτακτικά αναγκαία η επίλυση των προβλημάτων που εμποδίζουν την έγκαιρη εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων και των επενδυτικών δράσεων στις οποίες βασίζεται το Εθνικό Σχέδιο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας. Η προώθηση των επενδύσεων, της καινοτομίας και των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων συμβάλλει στην αύξηση της παραγωγικότητας, βελτιώνοντας το δυναμικό ρυθμό ανάπτυξης και ενισχύοντας την ανθεκτικότητα της οικονομίας και των δημόσιων οικονομικών.

## 5 Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ ΤΟ 2024

### 5.1 Γενική κυβέρνηση (εθνικολογιστικά στοιχεία – ΕΛΣΤΑΤ)

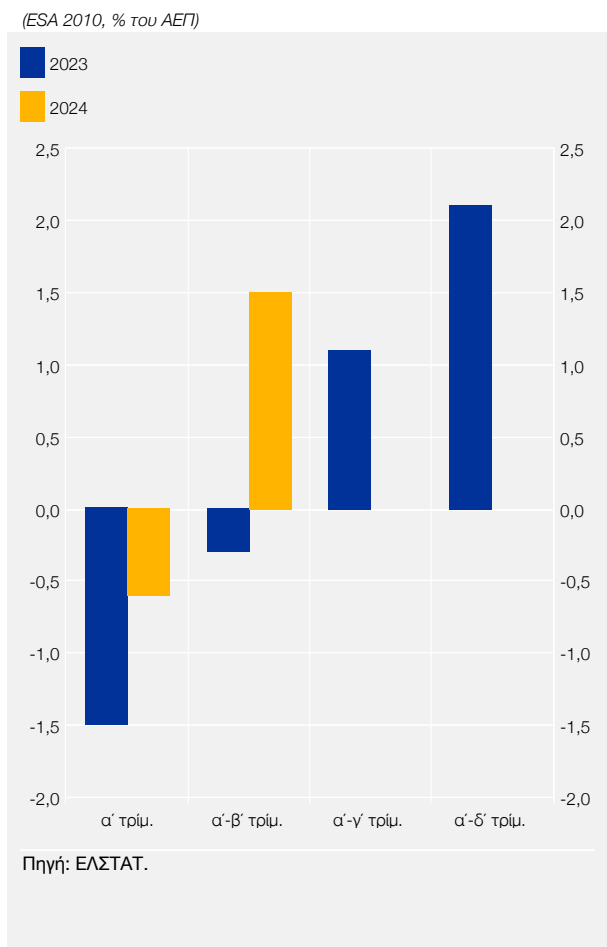
Σύμφωνα με τα εθνικολογιστικά στοιχεία της Γενικής Κυβέρνησης (ΓΚ) για το πρώτο εξάμηνο του 2024, το πρωτογενές αποτέλεσμα διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 1,5% του ΑΕΠ, παρουσιάζοντας βελτίωση κατά 1,8 ποσοστιαίες μονάδες έναντι του πρώτου εξαμήνου του 2023 (βλ. Διάγραμμα V.3). Η βελτίωση προκύπτει συμψηφιστικά από την αύξηση των εσόδων κατά 0,8 ποσ. μον. του ΑΕΠ και τη μείωση των πρωτογενών δαπανών κατά 1,0 ποσ. μον. του ΑΕΠ.

Σε απόλυτα μεγέθη, τα έσοδα αυξήθηκαν και οι πρωτογενείς δαπάνες μειώθηκαν (κατά 7,1% και 1,6% αντίστοιχα) έναντι του πρώτου εξαμήνου του 2023. Η αύξηση των εσόδων οφείλεται κυρίως στην ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας, τη μείωση της φοροδιαφυγής και την

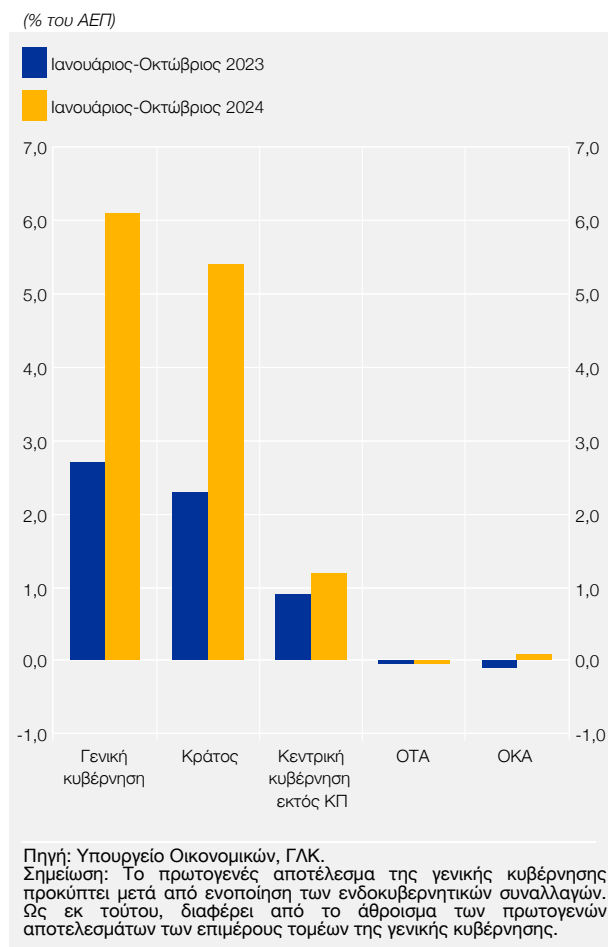
13 Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική 2023-2024*, Ιούνιος 2024, Πλαίσιο V.1.



Διάγραμμα V.3 Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης σε εθνολογιστική βάση



Διάγραμμα V.4 Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης σε ταμειακή βάση



άνοδο των τιμών. Η μείωση των πρωτογενών δαπανών προέρχεται από μειώσεις που καταγράφηκαν στις επιδοτήσεις, ως αποτέλεσμα της απόσυρσης των μέτρων για την αντιμετώπιση της πανδημίας και της ενεργειακής κρίσης, στην ενδιάμεση κατανάλωση, λόγω της υποχώρησης των τιμών των ενεργειακών προϊόντων, και στις κεφαλαιακές μεταβιβάσεις. Αντίθετα, αυξήσεις δαπανών καταγράφονται στις αμοιβές των εργαζομένων του δημόσιου τομέα, στις δημόσιες επενδύσεις και στις λοιπές πρωτογενείς δαπάνες.

## 5.2 Γενική κυβέρνηση (στοιχεία Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους – ΓΛΚ)

Σύμφωνα με τα ταμειακά στοιχεία της γενικής κυβέρνησης (ΓΚ) που συλλέγει το Γενικό Λογιστήριο του Κράτους (ΓΛΚ), την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2024 το ταμειακό αποτέλεσμα της ΓΚ διαμορφώθηκε σε πλεονάσμα 3,4% του ΑΕΠ, παρουσιάζοντας σημαντική βελτίωση σε σχέση με την αντίστοιχη περυσινή περίοδο, κατά την οποία είχε καταγραφεί πλεονάσμα 0,1% του ΑΕΠ. Το πρωτογενές αποτέλεσμα αντίστοιχα βελτιώθηκε και διαμορφώθηκε σε πλεονάσμα 6,1% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 2,7% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2023.

Η βελτίωση του πρωτογενούς αποτελέσματος έναντι του Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2023 προκύπτει συνδυαστικά από (α) τη βελτίωση του πρωτογενούς αποτελέσματος του ΚΠ κατά 7.417 εκατ. ευρώ ή 3,1 ποσ. μον. του ΑΕΠ, που οφείλεται πρωτίστως στα αυξημένα έσοδα από την παραχώρηση της Αττικής οδού (3.270 εκατ. ευρώ), την άμεση φορολογία, λόγω της αύξησης των κερδών των επιχειρήσεων και των μισθών, αλλά και από τον ΦΠΑ, χάρη κυρίως στη βελτιωμένη φορολογική συμμόρφωση και στην άνοδο των τιμών, (β) την αύξηση του πρωτογενούς πλεονάσματος των νομικών προσώπων της κεντρικής κυβέρνησης κατά 0,3 ποσ. μον. του ΑΕΠ, (γ) τη βελτίωση του

**Πίνακας V.2 Αποτελέσματα κρατικού προϋπολογισμού  
(ΓΛΚ – τροποποιημένη ταμειακή βάση)**

(εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος-Οκτώβριος		Ποσοστιαία μεταβολή	Απόκλιση από τις εκτιμήσεις του Προϋπολογισμού 2024 <sup>1</sup>
	2023	2024	2024/2023	2024 <sup>1</sup>
<b>1. Καθαρά έσοδα κρατικού προϋπολογισμού (α-β)</b>	<b>53.925</b>	<b>61.263</b>	<b>13,6</b>	<b>3.522</b>
<b>α. Έσοδα κρατικού προϋπολογισμού (I+II+III+IV)</b>	<b>59.475</b>	<b>67.345</b>	<b>13,2</b>	<b>4.129</b>
I. Φόροι	50.718	55.319	9,1	3.025
II. Μεταβιβάσεις	5.098	4.756	-6,7	-1.907
III. Πωλήσεις αγαθών και υπηρεσιών	734	4.091	457,4	1.977
IV. Λοιπά έσοδα	2.924	3.180	8,8	1.035
<b>β. Επιστροφές φόρων</b>	<b>5.550</b>	<b>6.082</b>	<b>9,6</b>	<b>607</b>
Πληροφοριακά στοιχεία:				
Έσοδα από το Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) <sup>2</sup>	2.810	3.616	28,7	664
Έσοδα από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας <sup>3</sup>	1.718	1.157	-32,7	-2.490
<b>2. Δαπάνες κρατικού προϋπολογισμού (I+II+III+IV+V+VI+VII+VIII)</b>	<b>54.406</b>	<b>55.186</b>	<b>1,4</b>	<b>-4.769</b>
<b>Πρωτογενείς δαπάνες κρατικού προϋπολογισμού (2-VI)</b>	<b>47.823</b>	<b>47.734</b>	<b>-0,2</b>	<b>-5.341</b>
I. Παροχές σε εργαζομένους	11.608	12.285	5,8	21
II. Μεταβιβάσεις	25.413	24.280	-4,5	-1.919
III. Αγορές αγαθών και υπηρεσιών	1.343	1.395	3,9	222
IV. Αποκτήσεις πάγιων περιουσιακών στοιχείων	1.363	1.072	-21,3	-1.039
V. Λοιπές πρωτογενείς δαπάνες	365	319	-12,6	-1.722
VI. Τόκοι (σε ακαθάριστη βάση)	6.583	7.452	13,2	572
VII. Δαπάνες Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων	6.980	6.817	-2,3	92
VIII. Δαπάνες Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας	750	1.566	108,8	-996
<b>3. Ισοζύγιο κρατικού προϋπολογισμού (1-2)</b>	<b>-482</b>	<b>6.078</b>		<b>8.291</b>
% του ΑΕΠ	-0,2	2,6		
<b>4. Πρωτογενές αποτέλεσμα κρατικού προϋπολογισμού (3+2.VI)</b>	<b>6.080</b>	<b>13.489</b>		<b>8.823</b>
% του ΑΕΠ	2,7	5,7		

Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών, Γενικό Λογιστήριο του Κράτους, Εκτέλεση Κρατικού Προϋπολογισμού, Μηνιαίο Δελτίο, Οκτώβριος 2024 (προσωρινό).  
1 Απόκλιση από τους στόχους του Προϋπολογισμού 2024, προσαρμοσμένους στα συνολικά μεγέθη όπως αποτυπώνονται στις εκτιμήσεις της εισηγητικής έκθεσης του Προϋπολογισμού 2024.

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”.

πρωτογενούς αποτελέσματος των οργανισμών κοινωνικής ασφάλισης (ΟΚΑ) κατά 0,2 ποσ. μον., εξέλιξη που αντανάκλα τις αυξημένες ασφαλιστικές εισφορές λόγω της ανάπτυξης της οικονομίας, της αύξησης της απασχόλησης και της αύξησης του κατώτατου μισθού, εξελίξεις οι οποίες υπεραντιστάθμισαν τις αυξημένες κοινωνικές παροχές λόγω της ετήσιας αναπροσαρμογής των συντάξεων και της εκκαθάρισης εκκρεμών αιτήσεων, και (δ) τη σταθεροποίηση του πρωτογενούς αποτελέσματος των οργανισμών τοπικής αυτοδιοίκησης (ΟΤΑ) (βλ. Διάγραμμα V.4).

Οι συνολικές ληξιπρόθεσμες οφειλές της ΓΚ στο τέλος Οκτωβρίου 2024 (στις οποίες συμπεριλαμβάνονται οι επιστροφές φόρων, αλλά όχι οι εκκρεμείς αιτήσεις συνταξιοδότησης) διαμορφώθηκαν σε 3,5 δισεκ. ευρώ, έναντι 2,8 δισεκ. ευρώ στο τέλος Δεκεμβρίου 2023.<sup>14</sup>

14 Η αύξηση ληξιπρόθεσμων οφειλών 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 που αποπληρώνονται σταδιακά. Οι ληξιπρόθεσμες οφειλές των νοσοκομείων, που αποτελούν το μεγαλύτερο μέρος του συνόλου (45% το Σεπτέμβριο 2024), είναι σημαντικά χαμηλότερες αν συνυπολογισθεί το clawback. Οι ΟΚΑ είναι σε πορεία εκκαθάρισης των ληξιπρόθεσμων οφειλών που αφορούν επικουρικές συντάξεις και εφάπαξ.

### 5.3 Κρατικός Προϋπολογισμός (δημοσιονομικά στοιχεία)

Την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2024 ο ΚΠ παρουσίασε βελτιωμένο αποτέλεσμα έναντι της αντίστοιχης περυσινής περιόδου, καθώς το πλεόνασμα ανήλθε σε 2,6% του ΑΕΠ, από έλλειμμα 0,2% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2023 (βλ. Πίνακα V.2). Το πρωτογενές αποτέλεσμα του ΚΠ επίσης βελτιώθηκε και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 5,7% του ΑΕΠ, από πλεόνασμα 2,7% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2023.

Αναλυτικότερα, έναντι του 2023 τα φορολογικά έσοδα κατέγραψαν σημαντική αύξηση. Αυτή σχετίζεται με την εισπραξη της πρώτης δόσης του ΕΝΦΙΑ τον Απρίλιο, που πέρυσι είχε εισπραχθεί το μήνα Μάιο, καθώς και με την καλύτερη απόδοση τόσο των φόρων εισοδήματος του προηγούμενου έτους, που εισπράττονται σε δόσεις μέχρι και το τέλος Φεβρουαρίου 2024, όσο και των φόρων εισοδήματος και του ΦΠΑ του τρέχοντος έτους. Οι φόροι εισοδήματος του τρέχοντος έτους 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. Σημαντικά επίσης αυξήθηκαν και τα έσοδα από ΦΠΑ, εξέλιξη που συνδέεται με την ανάπτυξη της οικονομίας και τις πρωτοβουλίες για την αντιμετώπιση της φοροδιαφυγής. Οι πρωτογενείς δαπάνες του ΚΠ καταγράφουν οριακή μείωση έναντι του 2023, κυρίως λόγω των μειωμένων μεταβιβάσεων, κοινωνικών παροχών και επιδοτήσεων.

Το πρωτογενές αποτέλεσμα παρουσίασε υπέρβαση κατά 8.823 εκατ. ευρώ έναντι του στόχου περιόδου στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2024. Η υπέρβαση οφείλεται στην καλύτερη απόδοση των φορολογικών εσόδων (μέρος της οποίας μεταφέρεται στο 2023) και στην υπέρβαση των εσόδων ΠΔΕ. Παράλληλα, καταγράφηκε συγκράτηση δαπανών έναντι του στόχου, μέρος της οποίας προήλθε από τον ετεροχρονισμό μεταβιβαστικών πληρωμών προς ΟΚΑ και δαπανών που αφορούν εξοπλιστικά προγράμματα, που ωστόσο αναμενόταν να πραγματοποιηθούν έως το τέλος του έτους.

### 5.4 Κρατικός Προϋπολογισμός σε ταμειακή βάση

Το καθαρό ταμειακό αποτέλεσμα του ΚΠ το δεκάμηνο του 2024 παρουσίασε σημαντική βελτίωση σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του προηγούμενου έτους και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 3,0% του ΑΕΠ, έναντι ισοσκελισμένου αποτελέσματος το 2023 (βλ. Πίνακα V.3). Επίσης, το καθαρό πρωτογενές ταμειακό αποτέλεσμα του ΚΠ βελτιώθηκε και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 5,7% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 2,6% του ΑΕΠ το 2023.

Ο Τακτικός Προϋπολογισμός (ΤΠ) παρουσίασε βελτίωση σε σχέση με το προηγούμενο έτος, λόγω αυξημένων φορολογικών εσόδων και μείωσης των πρωτογενών δαπανών. Αντιθέτως, ο ΠΔΕ, στον οποίο περιλαμβάνονται οι εισπράξεις και οι πληρωμές του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, παρουσίασε οριακή επιδείνωση σε σχέση με πέρυσι, λόγω μειωμένων εσόδων αλλά και αυξημένων δαπανών.

### 5.5 Χρέος γενικής κυβέρνησης

Η δεύτερη κοινοποίηση των δημοσιονομικών στοιχείων από την Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ) στο πλαίσιο της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος τον Οκτώβριο του 2024 περιλαμβάνει μια μεθοδολογική αλλαγή στον τρόπο καταγραφής του δημόσιου χρέους σε συνεννόηση

**Πίνακας V.3 Καθαρό αποτέλεσμα κρατικού προϋπολογισμού σε ταμειακή βάση**

(εκατ. ευρώ)

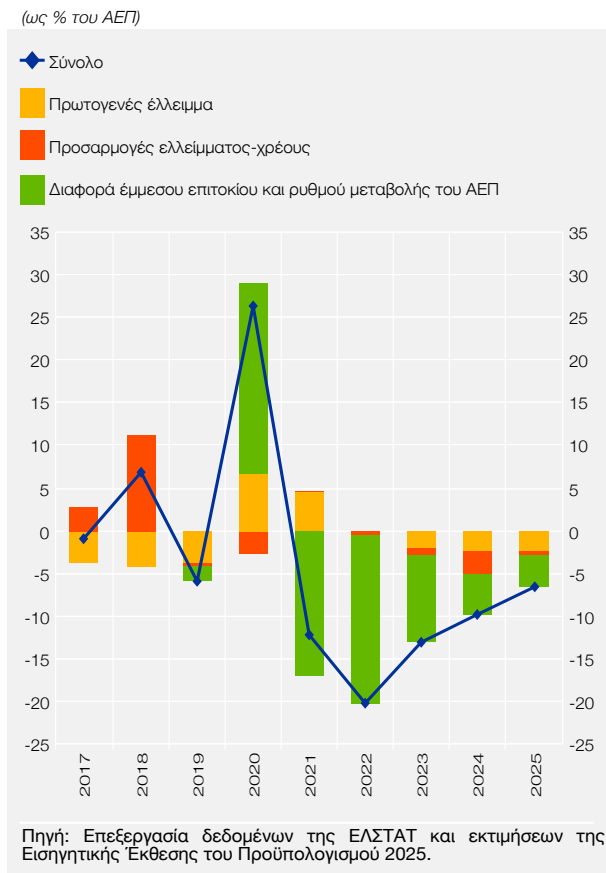
	Ετήσια στοιχεία		Ιανουάριος-Οκτώβριος	
	2023	2024	2023	2024
Κρατικός προϋπολογισμός <sup>1</sup>	-12.664	-2.685	93	7.043
% του ΑΕΠ	-6,1	-1,2	0,0	3,0
– Τακτικός προϋπολογισμός	-6.950	1.781	3.296	10.653
– Προϋπολογισμός Δημοσίων Επενδύσεων <sup>2</sup>	-5.714	-4.466	-3.204	-3.610

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> Περιλαμβάνονται τα έσοδα και οι δαπάνες του Ταμείου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας.

Διάγραμμα V.5 Μεταβολή του δημόσιου χρέους



με την Eurostat.<sup>15</sup> Η αλλαγή, για την οποία είχε προϋποθέσει η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ήδη από το Δεκέμβριο του 2023,<sup>16</sup> αφορά τη στατιστική μεταχείριση των αναβαλλόμενων τόκων προς τον EFSF.<sup>17</sup> Έως τώρα οι αναβαλλόμενες δαπάνες τόκων αποτυπώνονταν μεν στις ετήσιες δημόσιες δαπάνες της ΓΚ κατά ESA ως δεδουλευμένοι τόκοι, εντούτοις δεν επιβάρυναν το δημόσιο χρέος, στο οποίο θα έρχονταν να προστεθούν μετά τη λήξη της περιόδου αναβολής το έτος 2033. Με βάση την αναθεωρημένη καταγραφή, οι αναβαλλόμενοι τόκοι επιβαρύνουν το χρέος του έτους το οποίο αφορούν. Αυτό συνεπάγεται σταδιακή αναδρομική αύξηση του χρέους των παρελθόντων ετών από το 2013 και μετά, με αποτέλεσμα να αποφεύγεται η μελλοντική εφάπαξ επιβάρυνση του έτους 2033 με το συνολικό ποσό των αναβαλλόμενων πληρωμών. Η συνολική επιβάρυνση του δημόσιου χρέους από την ενσωμάτωση των αναβαλλόμενων τόκων μέχρι το τέλος του 2023 ανέρχεται σε 12,4 δισεκ. ευρώ ή 5,5% του ΑΕΠ. Σε κάθε περίπτωση, όπως σημειώνει η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, η στατιστική μεταχείριση των αναβαλλόμενων τόκων δεν επηρεάζει τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους.

Σε σχέση με την πρώτη κοινοποίηση τον Απρίλιο του 2024, ο λόγος χρέους/ΑΕΠ του 2023

αναθεωρήθηκε, ως το συνδυαστικό αποτέλεσμα αφενός της ανωτέρω αναθεώρησης του χρέους (αυξητική επίδραση) και αφετέρου της ανοδικής αναθεώρησης του ΑΕΠ (μειωτική επίδραση) και διαμορφώθηκε σε 163,9% του ΑΕΠ, έναντι 161,9% του ΑΕΠ στην πρώτη κοινοποίηση.

Με βάση τα αναθεωρημένα στοιχεία, το χρέος της Γενικής Κυβέρνησης (ΓΚ) το 2023 αυξήθηκε σε 369.099 εκατ. ευρώ, από 368.005 εκατ. ευρώ το 2022. Η ονομαστική αύξηση του δημόσιου χρέους κατά 1,1 δισεκ. ευρώ αντανάκλα την καταγραφή αναβαλλόμενων τόκων ύψους 1,2 δισεκ. ευρώ, χωρίς την οποία το χρέος θα είχε σημειώσει οριακή μείωση σε ονομαστικούς όρους.

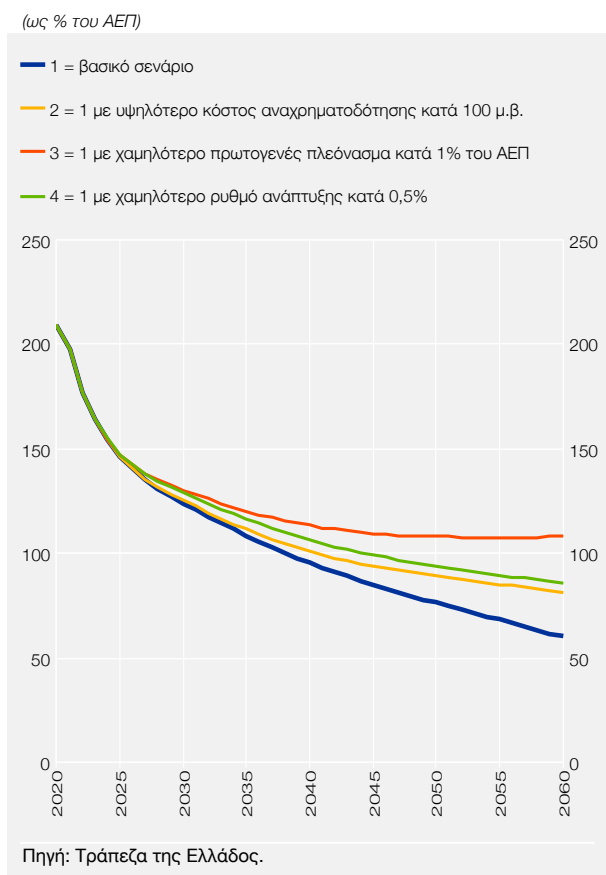
Ως ποσοστό του ΑΕΠ, το χρέος της ΓΚ μειώθηκε σημαντικά το 2023 κατά 13,1 ποσ. μον. σε 163,9% του ΑΕΠ από 177,0% το 2022, σημειώνοντας τη χαμηλότερη τιμή που έχει καταγραφεί μετά το 2010. Τη μεγαλύτερη συμβολή (10,3 ποσ. μον.) στη μείωση του χρέους είχε η διαφορά μεταξύ του έμμεσου επιτοκίου δανεισμού και του ρυθμού μεταβολής του ονομαστικού ΑΕΠ (snowball effect), αντανάκλωντας αφενός τη μεγέθυνση του ονομαστικού ΑΕΠ και αφετέρου το ύψος του συσσωρευμένου χρέους. Σημαντική συμβολή (2,1 ποσ. μον.) είχε και το πρωτογενές πλεόνασμα, το οποίο διευρύνθηκε έναντι του 2022 (βλ. Διάγραμμα V.5).

15 Για περισσότερες λεπτομέρειες βλ. [2024.09.17 - Advice - EL - Deferred interest on EFSF loans](#) (EC – Eurostat: Methodological treatment of the deferred interest on EFSF loans, Article 10 par.1 Council Regulation (EC) 479/2009 clarification request) και [2023.03.22 - EL - Final findings](#) (EC – Eurostat: Final Findings: EDP Dialogue visit to Greece).

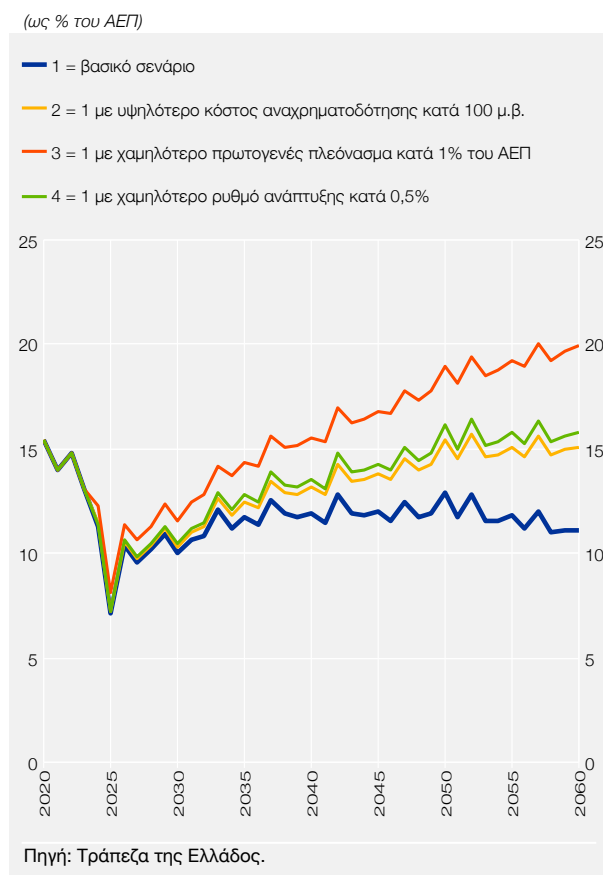
16 Βλ. υποσημείωση 26, σελ. 20 στην έκθεση European Commission, [Post-Programme Surveillance Report](#), Greece, December 2023.

17 Οι αναβαλλόμενες πληρωμές αφορούν τόκους σε δάνεια ύψους περίπου 96 δισεκ. ευρώ που έχουν χορηγηθεί από τον EFSF μεταξύ 2012 και 2014. Το Νοέμβριο του 2012 συμφωνήθηκε στο Eurogroup η αναβολή των πληρωμών τόκων στα συγκεκριμένα δάνεια του EFSF για μια περίοδο 10 ετών, η οποία παρατάθηκε κατά 10 έτη στη συνεδρίαση του Ιουνίου 2018.

Διάγραμμα V.6 Δημόσιο χρέος



Διάγραμμα V.7 Ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες



Η συνεχιζόμενη βελτίωση της οικονομικής δραστηριότητας αναμένεται να διατηρήσει την έντονα μειωτική επίδραση του ονομαστικού ΑΕΠ στο λόγο χρέους/ΑΕΠ το 2024 και τα επόμενα έτη, παρά την εκτιμώμενη αποκλιμάκωση του πληθωρισμού. Η Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2025 προβλέπει περαιτέρω αποκλιμάκωση του χρέους της ΓΚ ως ποσοστού του ΑΕΠ κατά 9,9 ποσ. μον. το 2024 και κατά 6,5 ποσ. μον. το 2025, σε συνδυασμό με τη διεύρυνση του πρωτογενούς πλεονάσματος. 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.<sup>18</sup> Οι προβλέψεις αυτές ικανοποιούν με ασφάλεια τους νέους κανόνες του αναθεωρημένου Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης.

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, οι οποίες λαμβάνουν υπόψη τη μεθοδολογική αλλαγή του Οκτωβρίου 2024, το χρέος της ΓΚ αναμένεται να διαμορφωθεί σε 154,2% του ΑΕΠ το 2024. 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. Τα Διαγράμματα V.6 και V.7 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 υποθέσεις αναφορικά με το κόστος αναχρηματοδότησης, το πρωτογενές απο-

18 Οι εκτιμήσεις του Μεσοπρόθεσμου Δημοσιονομικού-Διαρθρωτικού Σχεδίου 2025-2028 δεν λαμβάνουν υπόψη τη μεθοδολογική αλλαγή στην καταγραφή του δημόσιου χρέους.

τέλεσμα και το ρυθμό ανάπτυξης. Η εξέλιξη των λόγων χρέους και ακαθάριστων χρηματοδοτικών αναγκών προς 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,<sup>19</sup> με βάση την οποία το ενδεχόμενο να βρίσκεται ο λόγος του χρέους προς ΑΕΠ το 2029 χαμηλότερα σε σχέση με το 2024 έχει πιθανότητα που υπερβαίνει το 80%, επιβεβαιώνοντας την εκτίμηση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής,<sup>20</sup> ενώ μεγαλύτερη από 80% εκτιμάται και η πιθανότητα να βρίσκεται το 2033 ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ 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, σε συνδυασμό με την έγκαιρη σύναψη συμβάσεων ανταλλαγής επιτοκίων (swap), οι οποίες έχουν “κλειδώσει” τα ιστορικά 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 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 ικανοποίηση αυτών των προϋποθέσεων θα διασφαλίσει όχι μόνο τη διατήρηση της επενδυτικής βαθμίδας, αλλά και την περαιτέρω βαθμιαία βελτίωση της πιστοληπτικής διαβάθμισης της χώρας.

19 Οι εκτιμήσεις βασίζονται σε στοχαστικές προσομοιώσεις 100 χιλιάδων εναλλακτικών σεναρίων με τη χρήση ενός μικρής κλίμακας οικονομετρικού υποδείγματος BVAR. Για μια παρόμοια προσέγγιση βλ. (UK) Office for Budget Responsibility (OBR) [Economic and fiscal outlook](#), October 2021, Box 4.2, σελ. 194.

20 Βλ. Table A2.2, σελ. 20 στην έκθεση European Commission, [Post-Programme Surveillance Report](#), Greece, November 2024.

# VI ΧΡΗΜΑ, ΠΙΣΤΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΕΣ

Κατά τους πρώτους δέκα μήνες του 2024 η τραπεζική χρηματοδότηση των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και των νοικοκυριών παρουσιάζεται αυξημένη έναντι του 2023 (βλ. Διάγραμμα VI.1). Τα μεσοσταθμικά επιτόκια υποχώρησαν για τα επιχειρηματικά, τα καταναλωτικά και τα στεγαστικά δάνεια.

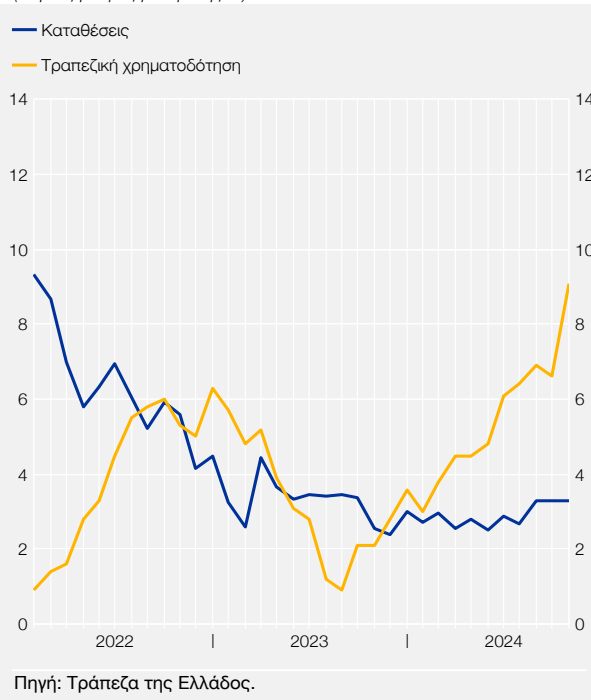
Τα θεμελιώδη μεγέθη των τραπεζών βελτιώθηκαν περαιτέρω το εννεάμηνο του 2024. Συγκεκριμένα, τα λειτουργικά έσοδα βελτιώθηκαν, κυρίως λόγω της αύξησης των καθαρών εσόδων από τόκους, εξέλιξη που αντισταθμίστηκε από την αύξηση των προβλέψεων για λοιπούς παράγοντες από συγκεκριμένες τράπεζες, με αποτέλεσμα η κερδοφορία να παραμείνει σχεδόν αμετάβλητη για το σύνολο των τραπεζών. Ειδικότερα, η εσωτερική δημιουργία κεφαλαίου, που προκύπτει από τη βελτίωση των καθαρών λειτουργικών εσόδων, και η έκδοση τίτλων, οδήγησαν σε αύξηση των δεικτών κεφαλαιακής επάρκειας και σε διατήρηση σε υψηλά επίπεδα των δεικτών ρευστότητας, παρά τη μείωση της χρηματοδότησης από το Ευρωσύστημα (αποπληρωμή πράξεων TLTRO). Ο δείκτης μη εξυπηρετούμενων δανείων σε ατομική βάση βελτιώθηκε σημαντικά σε σύγκριση με το τέλος του 2023, συγκλίνοντας περαιτέρω προς τον ευρωπαϊκό μέσο όρο. Στο πλαίσιο αυτό, οι τράπεζες εξακολουθούν να αντιμετωπίζουν προκλήσεις που σχετίζονται με την περαιτέρω εξυγίανση του ενεργητικού τους και τη βελτίωση των κεφαλαίων τους. Τη διατήρηση ισχυρής οργανικής κερδοφορίας, και κατ'επέκταση την ενίσχυση των κεφαλαιακών αποθεμάτων, θα υποβοηθήσει η συγκράτηση του κόστους χρηματοδότησης των τραπεζών, στην οποία αναμένεται να συμβάλουν οι πρόσφατες αναβαθμίσεις των πιστοληπτικών τους αξιολογήσεων με δεδομένες τις θετικές προοπτικές τους. Με τις τράπεζες να βρίσκονται πλέον πλησίον της επενδυτικής κατηγορίας, περαιτέρω βελτίωση των πιστοληπτικών τους αξιολογήσεων εκτιμάται ότι θα αποφέρει σημαντικά οφέλη στα οικονομικά τους αποτελέσματα μέσω της μείωσης του κόστους έκδοσης ομολόγων. Επίσης, η κερδοφορία αναμένεται να ωφεληθεί από την επίτευξη υψηλών ρυθμών πιστωτικής επέκτασης, στο βαθμό που θα υπερκεράσει τις ενδεχόμενες πιέσεις στο καθαρό επιτοκιακό περιθώριο από τη μείωση των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ.

## 1 ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ<sup>1</sup>

Το δεκάμηνο του 2024, τόσο η μέση μηνιαία ακαθάριστη ροή τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (ΜΧΕ) όσο και η αντίστοιχη καθαρή ροή (η οποία προκύπτει εάν από τις χορηγηθείσες νέες τραπεζικές πιστώσεις αφαιρεθούν οι καταβολές χρεολυ-

Διάγραμμα VI.1 Τραπεζική χρηματοδότηση και καταθέσεις του εγχώριου ιδιωτικού τομέα (Ιανουάριος 2022-Οκτώβριος 2024)

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)



<sup>1</sup> Το κεφάλαιο ενσωματώνει πληροφορίες και στοιχεία που ήταν διαθέσιμα μέχρι τις 6.12.2024.

σίων για υφιστάμενα δάνεια) ήταν υψηλότερες κατά μέσο όρο από ό,τι το δεκάμηνο του 2023. Εφόσον ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ επιταχυνθεί και εφόσον οι πόροι από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF) και από άλλα προγράμματα του Ομίλου της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων (ΕΤΕπ) και της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας (ΕΑΤ) εξακολουθήσουν να ενθαρρύνουν τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα να αυξήσουν τις χορηγήσεις τους, και μάλιστα σε μια περίοδο που το γενικό επίπεδο των επιτοκίων θα υποχωρεί, ο ρυθμός πιστωτικής επέκτασης προς τις ΜΧΕ θα διατηρηθεί στα σημερινά σχετικά υψηλά επίπεδα κατά το 2025 ή και θα επιταχυνθεί. Όσον αφορά την τραπεζική χρηματοδότηση προς τα νοικοκυριά, η μέση μηνιαία ακαθάριστη ροή τόσο της καταναλωτικής όσο και της στεγαστικής πίστης αυξήθηκε το πρώτο δεκάμηνο έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2023. Η καθαρή ροή στεγαστικών δανείων εξακολούθησε να είναι αρνητική (αν και λιγότερο αρνητική από ό,τι το 2023), ενώ η καθαρή ροή καταναλωτικής πίστης παρέμεινε θετική για τρίτο κατά σειρά έτος.

Το απόθεμα των καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα αυξήθηκε το δεκάμηνο του 2024 σε σύγκριση με το τέλος του 2023, παρά το γεγονός ότι πραγματοποιήθηκαν μετατοπίσεις αποταμιευτικών πόρων από καταθέσεις (ιδίως καταθέσεις προθεσμίας) προς τοποθετήσεις σε έντοκα γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου, καθώς και σε άλλα επενδυτικά μέσα με προσδοκώμενες αποδόσεις που υπερτερούν έναντι των επιτοκίων καταθέσεων.

Για να συγκρατηθεί η εν λόγω μετατόπιση κεφαλαίων, την περίοδο υπό επισκόπηση οι τράπεζες ως επί το πλείστον απέφυγαν να μειώσουν τα επιτόκια των τραπεζικών καταθέσεων προθεσμίας. Αντίθετα, το μεσοσταθμικό επιτόκιο στις περισσότερες κατηγορίες των τραπεζικών χορηγήσεων προς ΜΧΕ ακολούθησε καθοδική τάση κατά το δεκάμηνο του 2024. Επισημαίνεται ότι το κόστος δανεισμού για πολλές ΜΧΕ είναι στην πράξη χαμηλότερο από εκείνο που αποτυπώνεται στις σειρές των επιτοκίων της νομισματικής και τραπεζικής στατιστικής οι οποίες χρησιμοποιούνται στο παρόν κεφάλαιο. Αυτό διότι οι σειρές δεν αντανakλούν το γεγονός ότι πολλά δάνεια προς ΜΧΕ συγχρηματοδοτούνται από πόρους του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας και άλλων φορέων (όπως η ΕΤΕπ), οι οποίοι διατίθενται από τους εν λόγω φορείς με πολύ χαμηλά επιτόκια. Επιπλέον, μειώσεις δανειακών επιτοκίων καταγράφηκαν τους τελευταίους μήνες όσον αφορά τα καταναλωτικά δάνεια και τη στεγαστική πίστη. Οι πρώτες μειώσεις του επιτοκίου πολιτικής της ΕΚΤ και οι προσδοκίες για περαιτέρω μειώσεις δημιουργούν κατάλληλο υπόβαθρο για περαιτέρω αποκλιμάκωση των εγχώριων επιτοκίων. Με την προσέγγιση συνθηκών σταθερότητας των τιμών στη ζώνη του ευρώ, τα πραγματικά επιτόκια τραπεζικών χορηγήσεων είναι εύλογο να τείνουν να διαμορφωθούν σε χαμηλότερα επίπεδα.

Το εννεάμηνο του 2024 τα θεμελιώδη μεγέθη των ελληνικών τραπεζικών ομίλων βελτιώθηκαν. Ειδικότερα, η ρευστότητα διατηρήθηκε σε υψηλό επίπεδο, ενώ οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας βελτιώθηκαν σημαντικά. Η κερδοφορία για το σύνολο του τραπεζικού τομέα παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητη, αντικατοπτρίζοντας αφενός την αύξηση των καθαρών εσόδων από τόκους και προμήθειες, και αφετέρου την αύξηση των λοιπών προβλέψεων, κυρίως εξαπτίας μη επαναλαμβανόμενων παραγόντων. Ο δείκτης μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ) μειώθηκε σημαντικά σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος, προσεγγίζοντας τον ευρωπαϊκό μέσο όρο.

Οι πρόσφατες αναβαθμίσεις των τραπεζών από τους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης αναμένεται να οδηγήσουν σε συγκράτηση του κόστους χρηματοδότησης και σε βελτίωση των οικονομικών τους αποτελεσμάτων. Ειδικότερα, οι τράπεζες θα επωφεληθούν από το χαμηλότερο κόστος κατά την έκδοση τραπεζικών ομολόγων στην πρωτογενή αγορά (βλ. Πλαίσιο VII.2).

## 2 ΤΡΑΠΕΖΙΚΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ

Τα επιτόκια καταθέσεων προθεσμίας, μετά την ανοδική τάση που ακολουθούσαν επί ένα έτος περίπου, παρέμειναν σχεδόν αμετάβλητα το δ' τρίμηνο του 2023 και τους πρώτους δέκα μήνες



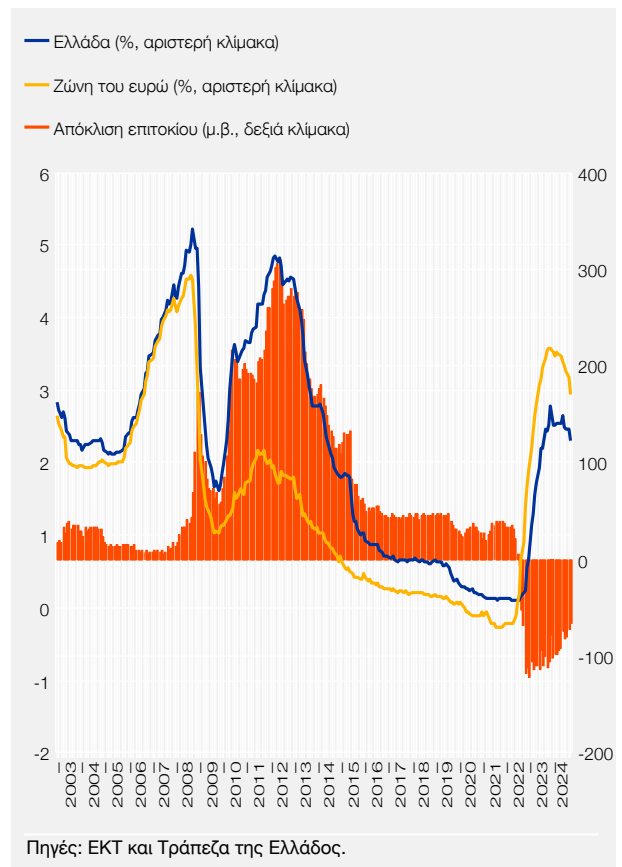
του 2024 στην πλειονότητα των κατηγοριών, παρά τις μειώσεις στα επιτόκια πολιτικής του Ευρωσυστήματος. Εκτιμάται ότι τα πιστωτικά ιδρύματα, προκειμένου να περιορίσουν τις εκροές αποταμιευτικών πόρων από τους λογαριασμούς προθεσμίας προς εναλλακτικές τοποθετήσεις, αναβάλλουν την προσαρμογή των επιτοκίων που προσφέρουν στους καταθέτες. Το μεσοσταθμικό επιτόκιο στο σύνολο των καταθέσεων προθεσμίας των ΜΧΕ διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο το δεκάμηνο του 2024 σε 3,1% (δεκάμηνο 2023: 2,1%). Το αντίστοιχο επιτόκιο προς τα νοικοκυριά διαμορφώθηκε σε 1,8% (δεκάμηνο 2023: 1,4%). Τα επιτόκια στις καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας (λογαριασμοί τρεχούμενοι, όψεως και ταμειυτηρίου) παρέμειναν τόσο για τα νοικοκυριά όσο και για τις ΜΧΕ σε οριακά θετικό επίπεδο. Σε πραγματικούς εκροσά όρους, το επιτόκιο καταθέσεων προθεσμίας έγινε λιγότερο αρνητικό για τα νοικοκυριά και διαμορφώθηκε σε οριακά θετικό επίπεδο για τις ΜΧΕ.

Σε σύγκριση με τη ζώνη του ευρώ, τα επιτόκια προθεσμιακών καταθέσεων των ΜΧΕ και των νοικοκυριών στην Ελλάδα από τα μέσα του 2022 διαμορφώνονται σε χαμηλότερο επίπεδο (βλ. Διάγραμμα VI.2). Στη σημαντικότερη σε όρους όγκου κατηγορία, τις καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια έως 1 έτος, το επιτόκιο στην Ελλάδα (2,5%) κατά το δεκάμηνο του 2024 ήταν κατά περίπου 90 μονάδες βάσης χαμηλότερο έναντι του αντίστοιχου ευρωπαϊκού μέσου όρου.

Το κόστος τραπεζικού δανεισμού των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών εν γένει υποχώρησε το τρέχον έτος (βλ. Διάγραμμα VI.3), σε συνέπεια με το μετριασμό του νομισματικού περιορισμού κατά τους τελευταίους μήνες και την αποκλιμάκωση του κόστους αναχρηματοδότησης των τραπεζών από τις αγορές κεφαλαίων και ομολόγων.

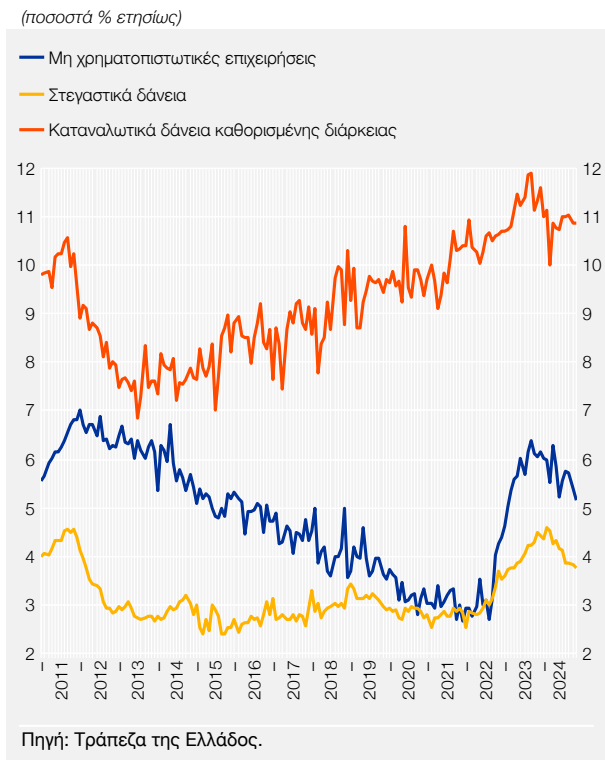
Ειδικότερα, τα επιτόκια στις περισσότερες κατηγορίες τραπεζικών χορηγήσεων προς ΜΧΕ κατέγραψαν τάσεις σταθεροποίησης ή και υποχώρησης, με συνέπεια το μεσοσταθμικό επιτόκιο στα επιχειρηματικά δάνεια τακτής λήξης να μειωθεί κατά μέσο όρο την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου σε 5,5%, 25 μονάδες βάσης χαμηλότερα από τη μέση τιμή του 2023 (βλ. Διάγραμμα VI.3). Μεταξύ των επιμέρους κατηγοριών δανείων τακτής λήξης, αξιόλογη υποχώρηση, κατά περίπου μισή ποσοστιαία μονάδα, κατέγραψαν τα δάνεια κυμαινόμενου επιτοκίου ύψους έως 250.000 ευρώ. Αναλυτικότερα, το μεσοσταθμικό επιτόκιο δανεισμού διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο το δεκάμηνο του 2024 σε: (α) 6,0% στα δάνεια έως 250.000 ευρώ (2023: 6,2%), (β) 5,9% στα δάνεια μεταξύ 250.000 ευρώ και 1 εκατ. ευρώ (2023: 5,8%)<sup>2</sup> και (γ) 5,4% στα δάνεια άνω του 1 εκατ. ευρώ (2023: 5,8%). Το μερίδιο των νέων δανείων άνω του 1 εκατ. ευρώ ενισχύθηκε ελαφρώς σε σύγκριση με το 2023 (σε 90% της ετήσιας ακαθάριστης ροής των επιχειρηματικών

**Διάγραμμα VI.2** Επιτόκιο καταθέσεων προθεσμίας έως 1 έτος και απόκλιση επιτοκίου μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ (Ιανουάριος 2003-Οκτώβριος 2024)



<sup>2</sup> Το μεσοσταθμικό επιτόκιο δανεισμού αυτής της κατηγορίας ακολουθεί ήπια πτωτική τάση από το Φεβρουάριο του 2024, η οποία σωρευτικά δεν έχει μέχρι στιγμής αντισταθμίσει τις παρελθούσες αυξήσεις επιτοκίου. Ως συνέπεια, το μέσο επιτόκιο για τη διαθέσιμη περίοδο του 2024 εμφανίζεται υψηλότερο από το μέσο επιτόκιο για το 2023.

**Διάγραμμα VI.3 Επιτόκιο νέων τραπεζικών επιχειρηματικών, στεγαστικών και καταναλωτικών δανείων (Ιανουάριος 2011-Οκτώβριος 2024)**



δανείων με τακτή λήξη κατά την επισκοπούμενη περίοδο, έναντι 87% το 2023<sup>3</sup>). Τα επιτόκια στα δάνεια προς μικρομεσαίες επιχειρήσεις (που αντιπροσώπευαν περίπου το 25% της ακαθάριστης ροής επιχειρηματικών δανείων με τακτή λήξη το 2024) κατέγραψαν μειώσεις μόλις από τα μέσα του τρέχοντος έτους, με συνέπεια – λόγω της προηγηθείσας ανοδικής τάσης τους – το μεσοσταθμικό επιτόκιο να διαμορφωθεί το τρέχον έτος κατά μέσο όρο σε 5,9%, ελαφρώς υψηλότερα έναντι της μέσης τιμής του 2023. Τέλος, στα δάνεια μη καθορισμένης διάρκειας το μεσοσταθμικό επιτόκιο παρέμεινε αμετάβλητο σε 6,5%.

Η συμβολή των προγραμμάτων του Ομίλου της ΕΤΕπ, της ΕΑΤ και του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας στην ελάφρυνση του κόστους δανεισμού των επιχειρήσεων ενισχύθηκε κατά το τρέχον έτος, καθώς το μερίδιο της χρηματοδότησης που χορηγούν οι τράπεζες σε συνάφεια με τα εν λόγω προγράμματα αυξήθηκε στο σύνολο των νέων τραπεζικών πιστώσεων σε σύγκριση με το 2023. Οι όροι δανεισμού των δικαιούχων των εν λόγω προγραμμάτων αποτυπώνονται μερικώς μόνο στη στατιστική σειρά των επιτοκίων (βλ. Διάγραμμα VI.3) και είναι σημαντικά ευνοϊκότεροι από ό,τι ορίζεται στην τι-

μολογιακή πολιτική των πιστωτικών ιδρυμάτων για τις κοινές τραπεζικές πιστώσεις. Τα προγράμματα προβλέπουν συγχρηματοδοτήσεις με χαμηλότοκα ή άτοκα επιχειρηματικά δάνεια (ή και συγχρηματοδοτήσεις στεγαστικών δανείων). Προβλέπουν επίσης εγγυοδοτήσεις, που ενθαρρύνουν ελάφρυνση των ονομαστικών επιτοκίων χορηγήσεων (η οποία αντανακλάται στη σειρά των επιτοκίων). Οι εξαμηνιαίες επιχειρηματικών δανείων που σχετίζονται με τα χρηματοδοτικά εργαλεία ανήλθαν το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2024 σε 2,9 δισεκ. ευρώ (δεκάμηνο 2023: 1,7 δισεκ. ευρώ, σύνολο 2023: 2,0 δισεκ. ευρώ), ποσό που ισοδυναμεί με το 14% των νέων δανείων καθορισμένης διάρκειας (τακτής λήξης) προς ΜΧΕ για την ίδια περίοδο. Ιδιαίτερα ωφελημένες υπήρξαν οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις (ΜΜΕ), καθώς πάνω από το 40% της τραπεζικής χρηματοδότησής τους την επισκοπούμενη περίοδο υποστηρίχθηκε από τα εν λόγω προγράμματα.

Οι εξαμηνιαίες επιχειρηματικών δανείων που συνδέονται με το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας ανήλθαν την ίδια περίοδο σε 1,9 δισεκ. ευρώ (δεκάμηνο 2023: 1 δισεκ. ευρώ, σύνολο 2023: 1,4 δισεκ. ευρώ) και αντιπροσώπευαν περίπου το 10% των νέων δανείων καθορισμένης διάρκειας (τακτής λήξης) προς ΜΧΕ για την εν λόγω περίοδο.

Όσον αφορά τα νοικοκυριά, μειώσεις επιτοκίου καταγράφηκαν στις δύο σημαντικότερες κατηγορίες δανείων (καταναλωτικά και στεγαστικά), με διαφορετικά χρονικά σημεία έναρξης ανά κατηγορία (βλ. Διάγραμμα VI.3). Τα επιτόκια των καταναλωτικών δανείων στην πλειονότητά τους υποχωρούσαν ήδη από το γ' τρίμηνο του 2023, με συνέπεια το μεσοσταθμικό επιτόκιο στα δάνεια τακτής λήξης αυτής της κατηγορίας να μειωθεί περίπου κατά μισή ποσοστιαία μονάδα σε 10,8% κατά μέσο όρο το δεκάμηνο του τρέχοντος έτους, έναντι μέσης τιμής 11,3% το 2023.

3 Η αύξηση του μεριδίου των νέων δανείων άνω του 1 εκατ. ευρώ στο σύνολο των νέων τραπεζικών δανείων εν μέρει οφείλεται στη μείωση της συμμετοχής των μικρομεσαίων επιχειρήσεων στα δάνεια του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας.

Αξιόλογες ήταν οι μειώσεις επιτοκίου στα δάνεια με κυμαινόμενο επιτόκιο ή σταθερό έως 5 έτη, τα οποία συνιστούσαν άνω του 80% της ροής καταναλωτικών δανείων τακτής λήξης. Τα επιτόκια των στεγαστικών δανείων επίσης υποχώρησαν, ωστόσο οι μειώσεις τους ξεκίνησαν πιο πρόσφατα – από τις αρχές του τρέχοντος έτους – και έτσι η μέχρι στιγμής σωρευτική μείωσή τους δεν επαρκεί ώστε να αναστρέψει τις αυξήσεις επιτοκίων που είχαν προηγηθεί. Κατά συνέπεια, το μεσοσταθμικό επιτόκιο στεγαστικών δανείων παρέμεινε κατά μέσο όρο το 2024 σε 4,1%, στο ίδιο επίπεδο με τη μέση τιμή του 2023. Και στην περίπτωση των στεγαστικών δανείων το κόστος δανεισμού των νοικοκυριών ήταν χαμηλότερο στην πραγματικότητα, καθώς πολλοί δανειολήπτες ωφελήθηκαν από το συγχρηματοδοτούμενο πρόγραμμα “Σπίτι μου”,<sup>4</sup> για το οποίο το 75% του δανείου ήταν άτοκο, κάτι που – όπως και στην περίπτωση συγχρηματοδοτούμενων επιχειρηματικών δανείων – δεν αποτυπώνεται στη στατιστική σειρά των επιτοκίων. Τέλος, το επιτόκιο των καταναλωτικών δανείων χωρίς καθορισμένη διάρκεια παρέμεινε σχεδόν στο ίδιο επίπεδο με τη μέση τιμή του 2023 (15%).

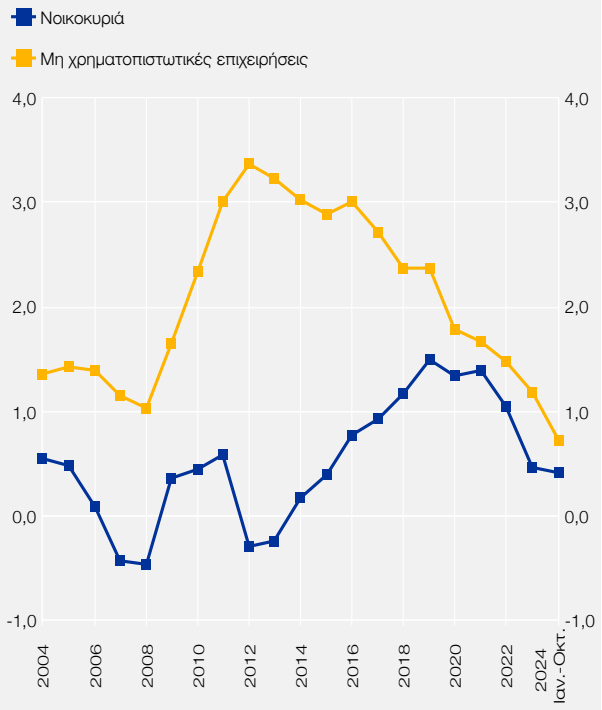
Σε πραγματικούς *ex post* όρους, τα μεσοσταθμικά επιτόκια των τραπεζικών δανείων αυξήθηκαν το 2024 έναντι του προηγούμενου έτους, λόγω συγκράτησης του πληθωρισμού. Το μέσο πραγματικό επιτόκιο τραπεζικών δανείων για τις ΜΧΕ διαμορφώθηκε σε 2,6% το δεκάμηνο του 2024, έναντι 1,7% το 2023 (2022: -5,8%). Αντίστοιχα, το μέσο πραγματικό επιτόκιο τραπεζικών δανείων για τα νοικοκυριά διαμορφώθηκε σε 3,1%, έναντι 2,0% το 2023 (2022: -4,1%).

Η επί σειρά ετών σύγκλιση των ονομαστικών επιτοκίων δανεισμού στην Ελλάδα προς τον ευρωπαϊκό μέσο όρο εξακολούθησε και το τρέχον έτος, με συνέπεια η μεταξύ τους διαφορά να έχει πλέον περιοριστεί σε λιγότερο από μία ποσοστιαία μονάδα και στους δύο τομείς (ΜΧΕ και νοικοκυριά, βλ. Διάγραμμα VI.4). Το δεκάμηνο του 2024 η διαφορά επιτοκίου μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ στο μεσοσταθμικό κόστος δανεισμού περιορίστηκε στις 72 μονάδες βάσης για τις ΜΧΕ (2023: 118 μ.β., μέσος όρος 2011-2022: 257 μ.β.) και στις 41 μονάδες βάσης για τα νοικοκυριά για τη λήψη στεγαστικού δανείου (2023: 45 μ.β., μέσος όρος 2011-2022: 73 μ.β.).

Συμπερασματικά, το κόστος δανεισμού των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών ακολουθεί καθοδική τάση σε όλες σχεδόν τις επιμέρους κατηγορίες τραπεζικών δανείων. Η γενικευμένη αποκλιμάκωση των επιτοκίων χορηγήσεων είναι συνεπής με τη μείωση των επιτοκίων πολιτικής του Ευρωσυστήματος (η οποία σε μεγάλο βαθμό ήταν αναμενόμενη), την υποχώρηση του κόστους χρηματοδότησης των τραπεζών από τις αγορές κεφαλαίων και τις ευνοϊκές συνθήκες ρευστότητας που αντιμετωπίζουν τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα. Ταυτόχρονα, έχει αρχίσει να διαφαίνεται μικρή αλλά σταθερή αποκλιμάκωση του επιτοκιακού περιθωρίου, εξέλιξη δικαιολογημένη με δεδομένη τη βελτίωση της ποιότητας του χαρτοφυλακίου των τραπεζών, σε συνδυα-

**Διάγραμμα VI.4 Απόκλιση στο κόστος δανεισμού των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων 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.

4 Εκτιμάται ότι την περίοδο υπό επισκόπηση περίπου το 1/3 των νέων στεγαστικών δανείων συνδεόταν με το εν λόγω πρόγραμμα.

σμό και με τις θετικές προσδοκίες για τα εισοδήματα των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων και άρα βελτιωμένες εκτιμήσεις για την πιστοληπτική ικανότητα των δανειοληπτών. Ιδιαίτερα σημαντική υπήρξε, και αναμένεται να παραμείνει και στο εγγύς μέλλον, η συμβολή των χαμηλότοκων δάνειων του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας και των προγραμμάτων συγχρηματοδότησης και εγγυοδοσίας της ΕΑΤ και του Ομίλου ΕΤΕπ στους όρους και στη διαθεσιμότητα επιχειρηματικής και στεγαστικής πίστης. Τέλος, παράλληλα με την υπό εξέλιξη μείωση του βαθμού στον οποίο η ενιαία νομισματική πολιτική είναι περιοριστική, προσδοκείται νέος κύκλος μειώσεων στα επιτόκια χορηγήσεων και περαιτέρω ελάφρυνση στο κόστος τραπεζικού δανεισμού του εγχώριου ιδιωτικού τομέα.

### 3 ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΠΙΣΤΗ

Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των τραπεζικών δανείων προς τις ΜΧΕ το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2024 ενισχύθηκε και διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο σε 8,5%, έναντι μέσης τιμής 6,5% το 2023 (βλ. Διάγραμμα VI.5). Το δεκάμηνο, η μέση μηνιαία καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης προς ΜΧΕ ήταν 590 εκατ. ευρώ, έναντι 43 εκατ. ευρώ το ίδιο διάστημα του 2023. Παρομοίως, η μέση μηνιαία ακαθάριστη ροή τραπεζικών δανείων καθορισμένης διάρκειας (τακτής λήξης) προς τις ΜΧΕ την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2024 ανήλθε σε 2,0 δισεκ. ευρώ (έναντι 1,3 δισεκ. ευρώ το δεκάμηνο του 2023). Η αντίστοιχη ροή δανείων προς τις ΜΜΕ (451 εκατ. ευρώ) αυξήθηκε κατά 24,7% το δεκάμηνο του 2024 έναντι του ίδιου διαστήματος του 2023. Επίσης, το μέσο μηνιαίο υπόλοιπο της τραπεζικής χρηματοδότησης χωρίς καθορισμένη διάρκεια (δηλ. των πιστωτικών γραμμών και άλλων διευκολύνσεων) προς τις ΜΧΕ αυξήθηκε κατά 9,6% το δεκάμηνο του 2024 σε σύγκριση με το δεκάμηνο του 2023.

Η επιτάχυνση της πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις συνδέεται με την ενίσχυση της ζήτησης τραπεζικών δανείων, ιδίως εκ μέρους των μεγάλων επιχειρήσεων. Ως προς την προσφορά τραπεζικών δανείων, οι ελληνικές τράπεζες τους πρώτους δέκα μήνες του 2024 διατήρησαν τη ρευστότητά τους σε επίπεδα τα οποία στηρίζουν τη δυνατότητά τους να πιστοδοτούν απρόσκοπτα τον ιδιωτικό τομέα, παρά τη μείωση του υπολοίπου της χρηματοδότησης που είχαν λάβει από το Ευρωσύστημα – ως αποτέλεσμα της αποπληρωμής εκ μέρους τους των TLTRO. Τα ελληνικά πιστωτικά ιδρύματα άντλησαν πόρους από τις εισροές καταθέσεων λιανικής, μέσω της έκδοσης ομολόγων και σε κάποιο βαθμό από τη διατραπεζική αγορά του εξωτερικού.

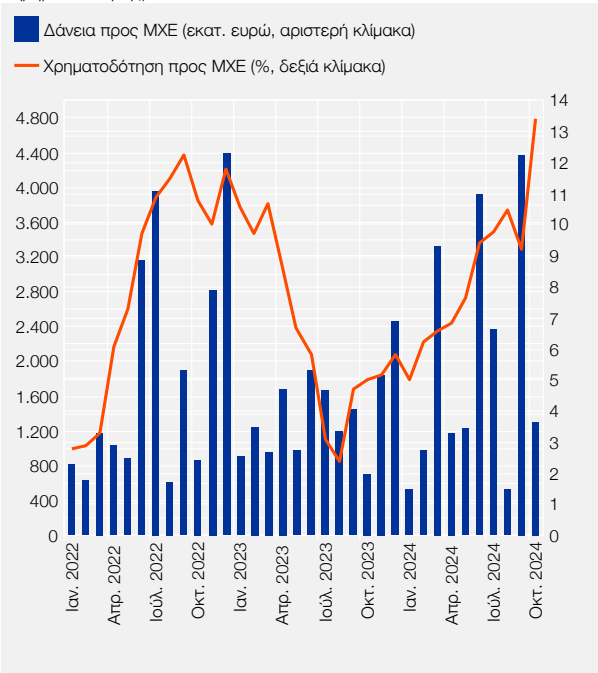
Επίσης, την παροχή επιχειρηματικών πιστώσεων ενίσχυσαν τα προγράμματα συγχρηματοδότησης και εγγυοδοσίας αναπτυξιακών φορέων (βλ. Ενότητα 2 του παρόντος κεφαλαίου), καθώς και τα τραπεζικά δάνεια συγχρηματοδότησης των επενδυτικών σχεδίων τα οποία εντάσσονται στο Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF).<sup>5</sup>

Ο μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής των τραπεζικών δανείων προς τα νοικοκυριά έγινε λιγότερο αρνητικός τους πρώτους δέκα μήνες του 2024 (-1,1%) σε σύγκριση με τη μέση τιμή του 2023 (-2,4%). Αυτή η εξέλιξη οφείλεται αφενός στα στεγαστικά δάνεια, τα οποία κατέγραψαν μειωμένο ρυθμό συρρίκνωσης, και αφετέρου στην καταναλωτική πίστη, ο ρυθμός μεταβολής της οποίας ήταν θετικός και συνέχισε να επιταχύνεται. Η μέση μηνιαία ακαθάριστη ροή των καταναλωτικών δανείων καθορισμένης διάρκειας, καθώς και των στεγαστικών (βλ. Διάγραμμα VI.6), αυξήθηκε την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου του 2024 έναντι του αντίστοιχου δεκαμήνου του 2023 (καταναλωτικά δάνεια: 144 εκατ. ευρώ, από 105 εκατ. ευρώ το 2023, στεγαστικά δάνεια: 112 εκατ. ευρώ, από 92 εκατ. ευρώ το 2023). Η διαρκώς ανοδική τάση της καταναλωτικής πίστης είναι

5 Σημειώνεται ότι τα εν λόγω τραπεζικά “δάνεια συγχρηματοδότησης” προς τις ΜΧΕ εντάσσονται στο πλαίσιο του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, χρησιμοποιούν όμως αμιγώς τραπεζικούς πόρους, σε αντιδιαστολή με τα – συμπληρωματικά προς αυτά – “δάνεια του RRF”, τα οποία αντλούν δημόσιους πόρους για τη χρηματοδότηση των επιλεγμένων επενδυτικών σχεδίων. Επίσης, τα τραπεζικά “δάνεια συγχρηματοδότησης” δεν περιλαμβάνουν τα “δάνεια συγχρηματοδότησης” – στο πλαίσιο του Μηχανισμού – από την ΕΤΕπ και την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Ανασυγκρότησης και Ανάπτυξης.

**Διάγραμμα VI.5 Τραπεζική χρηματοδότηση και δάνεια με καθορισμένη διάρκεια προς ΜΧΕ (Ιανουάριος 2022-Οκτώβριος 2024)**

(ακαθάριστη ροή δανείων τακτής λήξης<sup>1</sup>, ετήσιος ρυθμός μεταβολής της χρηματοδότησης)

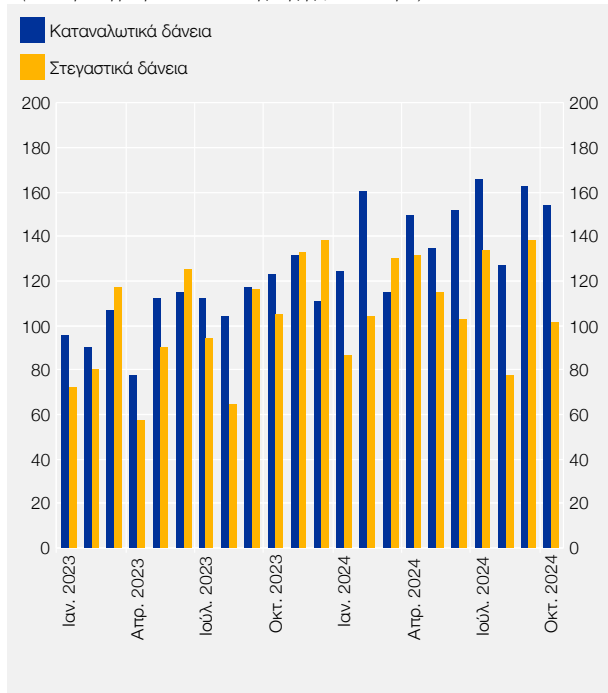


Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

<sup>1</sup> Η ακαθάριστη ροή ισούται με τα ποσά τα οποία συνομολογούνται στις νέες συμβάσεις τραπεζικών δανείων και καταγράφονται στη στατιστική των επιτοκίων.

**Διάγραμμα VI.6 Τραπεζικά δάνεια με καθορισμένη διάρκεια προς νοικοκυριά (Ιανουάριος 2023-Οκτώβριος 2024)**

(ακαθάριστη ροή δανείων τακτής λήξης<sup>1</sup>, εκατ. ευρώ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

<sup>1</sup> Η ακαθάριστη ροή ισούται με τα ποσά τα οποία συνομολογούνται στις νέες συμβάσεις τραπεζικών δανείων και καταγράφονται στη στατιστική των επιτοκίων.

συνεπής με την πορεία της ιδιωτικής κατανάλωσης. Όσον αφορά τα στεγαστικά δάνεια, η ανοδική πορεία του δείκτη τιμών των κατοικιών συνεχίζει να επηρεάζει θετικά την ετήσια αύξηση της μέσης ακαθάριστης ροής στεγαστικών δανείων. Αντίθετα, καθώς τα τραπεζικά επιτόκια των στεγαστικών δανείων παρέμειναν σε υψηλότερο μέσο επίπεδο το δεκάμηνο του έτους έναντι του αντίστοιχου διαστήματος του 2023, η επίδρασή τους στη ζήτηση στεγαστικής πίστης ήταν αρνητική. Ωστόσο, ζήτηση από πλευράς των νοικοκυριών για στεγαστικές ανάγκες, αλλά και συνολική χρηματοδότηση είτε τραπεζική είτε μέσω του Δημοσίου, υπάρχει – ενδεικτικό είναι ότι τα δάνεια που διοχετεύθηκαν μέσω του προγράμματος “Σπίτι μου” και χρηματοδοτούνται ως επί το πλείστον από δημόσιους πόρους (και μόνο κατά 1/4 από τραπεζικούς) κατέγραψαν γρήγορη απορρόφηση και ανήλθαν σε 339 εκατ. ευρώ (νέες συμβάσεις) (τραπεζική συμμετοχή 85 εκατ. ευρώ). Επίσης, το 2025 αναμένεται να ξεκινήσει και η επέκταση του εν λόγω προγράμματος, δηλαδή το στεγαστικό πρόγραμμα “Σπίτι μου II”, με συνολικό προϋπολογισμό 2 δισεκ. ευρώ, εκ των οποίων δανειακά κεφάλαια 1 δισεκ. ευρώ θα προέλθουν από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF) και 1 δισεκ. ευρώ από τις τράπεζες. Το 50% του δανείου – αυτό που θα χρηματοδοτείται από τον RRF – θα είναι άτοκο και το υπόλοιπο θα χορηγείται με έντοκο τραπεζικό δανεισμό.<sup>6</sup>

Ως προς τις προοπτικές της πιστωτικής επέκτασης, το προσεχές διάστημα ο ετήσιος ρυθμός ανόδου της χρηματοδότησης προς τις ΜΧΕ αναμένεται να παραμείνει σε υψηλά επίπεδα. Η αύξηση του ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα συνεχίσει να στηρίζει την πιστωτική επέκταση, ενώ αρνητικά θα εξακολουθήσει να επιδρά το υψηλό επίπεδο των τραπεζικών επιτοκίων δανεισμού κατά τους αμέσως επόμενους μήνες. Επίσης, η θετική συμβολή στις τραπεζικές πιστώσεις από τη συμ-

6 Βλ. π.χ. [Ανακοίνωση Τύπου του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών](#).

μετοχή των τραπεζών στη συγχρηματοδότηση επενδυτικών σχεδίων τα οποία εντάσσονται στον Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF) προβλέπεται να ενισχυθεί, καθώς η αξία των ήδη συνολογηθεισών συμβάσεων είναι ήδη υψηλή, επειδή θα αναμένονται περισσότερες εκταμιεύσεις δανείων υπό την προϋπόθεση βέβαια ότι θα επιταχυνθεί και η υλοποίηση των σχετικών επενδυτικών σχεδίων. Τέλος, αναμένεται να διατηρηθεί η θετική επίδραση στην πιστωτική επέκταση από τους πόρους χρηματοδότησης εκ μέρους των πιστωτικών ιδρυμάτων και του Ομίλου ΕΤΕπ που θα διοχετευθούν στο πλαίσιο του Εταιρικού Συμφώνου Περιφερειακής Ανάπτυξης (ΕΣΠΑ) 2021-2027, καθώς και από τα κονδύλια που διαχειρίζεται η Ελληνική Αναπτυξιακή Τράπεζα.

#### 4 ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ

Κατά τους πρώτους δέκα μήνες του 2024 το απόθεμα των καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα κατέγραψε σωρευτική αύξηση κατά 0,7 δισεκ. ευρώ, λόγω της ανάκαμψης των επιχειρηματικών καταθέσεων, ενώ η άνοδος των καταθέσεων των νοικοκυριών ήταν πιο περιορισμένη. Το υπόλοιπο των ιδιωτικών καταθέσεων διαμορφώθηκε τον Οκτώβριο του 2024 σε 195,5 δισεκ. ευρώ.

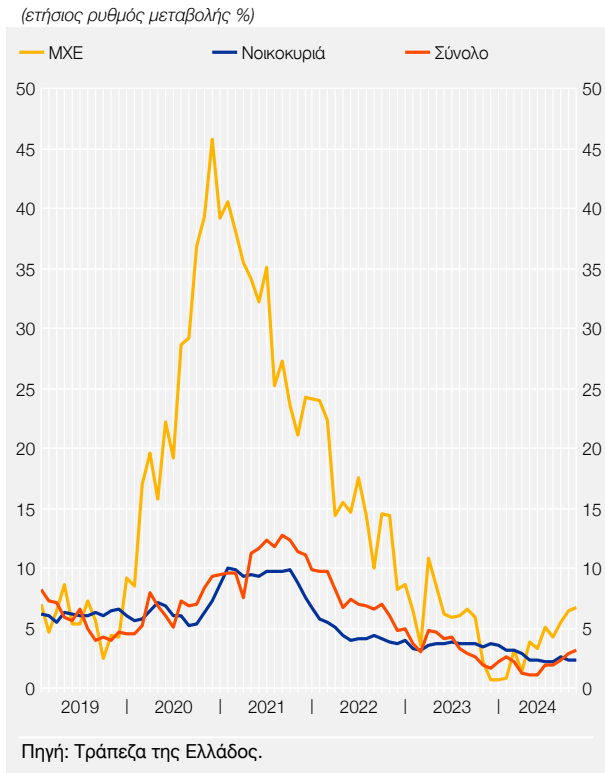
Την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2024 οι καταθέσεις των νοικοκυριών αυξήθηκαν κατά 0,4 δισεκ. ευρώ, έναντι αύξησης κατά 2,1 δισεκ. ευρώ το ίδιο διάστημα πέρυσι, ενώ ο ετήσιος ρυθμός ανόδου τους επιβραδύνθηκε (Οκτώβριος 2024: 2,3%, Δεκέμβριος 2023: 3,5%, βλ. Διάγραμμα VI.7). Πέρα από την πίεση που δέχθηκαν οι οικογενειακοί προϋπολογισμοί λόγω της αύξησης του κόστους διαβίωσης, η μικρή συγκριτικά άνοδος των καταθέσεων των νοικοκυριών εξηγείται και από τη στροφή της αποταμιευτικής τους συμπεριφοράς προς εναλλακτικές τοποθετήσεις που προσφέρουν μεγαλύτερες αποδόσεις.

Οι επιχειρηματικές καταθέσεις αυξήθηκαν κατά 0,8 δισεκ. ευρώ τους πρώτους δέκα μήνες του 2024, έναντι μείωσης κατά 1,7 δισεκ. ευρώ το αντίστοιχο διάστημα του 2023. Συγκεκριμένα, μετά την επιβράδυνση που παρατηρήθηκε το δ' τρίμηνο του 2023, ο ετήσιος ρυθμός ανόδου των επιχειρηματικών καταθέσεων σημείωσε σταδιακή ανάκαμψη την επισκοπούμενη περίοδο (Οκτώβριος 2024: 6,7%, Δεκέμβριος 2023: 0,7%, βλ. Διάγραμμα VI.7), που συνάδει και με την ανάκαμψη της καθαρής ροής δανείων προς ΜΧΕ σε σύγκριση με το πρώτο δεκάμηνο του 2023 (βλ. Ενότητα 3).

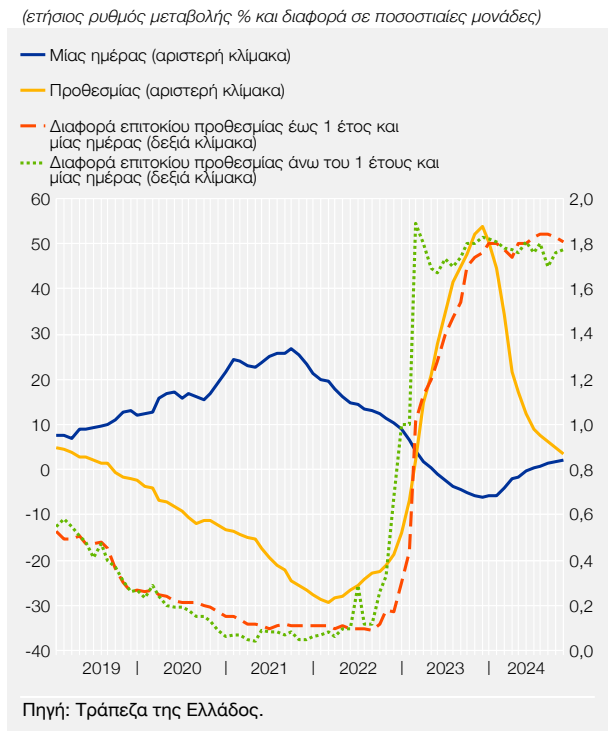
Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των καταθέσεων με συμφωνημένη διάρκεια (προθεσμίας) σημείωσε επιβράδυνση το πρώτο δεκάμηνο του 2024, τόσο για τις καταθέσεις προθεσμίας των νοικοκυριών όσο και για τις καταθέσεις προθεσμίας των ΜΧΕ. Φαίνεται συνεπώς να ανακόπηκε η τάση των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών να τοποθετούν τα ρευστά τους διαθέσιμα σε καταθετικούς λογαριασμούς προθεσμίας, λόγω των σχετικά υψηλότερων αποδόσεων που προσφέρουν (βλ. Διάγραμμα VI.8).<sup>7</sup> Συγκεκριμένα, κατά τους πρώτους δέκα μήνες του 2024, οι καταθέσεις προθεσμίας των ΜΧΕ μειώθηκαν κατά 1,7 δισεκ. ευρώ, έναντι αύξησης κατά 0,8 δισεκ. ευρώ το αντίστοιχο διάστημα του 2023, ενώ οι καταθέσεις προθεσμίας των νοικοκυριών αυξήθηκαν κατά μόλις 0,7 δισεκ. ευρώ, σε σύγκριση με αύξηση κατά 11,6 δισεκ. ευρώ την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2023. Αντίθετα, παρατηρήθηκε αύξηση των καταθέσεων των ΜΧΕ σε λογαριασμούς διάρκειας μίας ημέρας κατά 2,4 δισεκ. ευρώ, έναντι μείωσης κατά 2,5 δισεκ. ευρώ το αντίστοιχο διάστημα του 2023, ενώ ταυτόχρονα οι καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας των νοικοκυριών παρουσίασαν μείωση μόλις κατά 0,2 δισεκ. ευρώ, σε σύγκριση με μείωση κατά 8,8 δισεκ. ευρώ την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2023. Επιπρόσθετα, παρατηρήθηκε σημαντική

<sup>7</sup> Ενδεικτικά αναφέρεται ότι η διαφορά επιτοκίου μεταξύ των καταθέσεων με συμφωνημένη διάρκεια (έως 1 έτος) και των καταθέσεων διάρκειας μίας ημέρας των νοικοκυριών παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητη το δεκάμηνο του 2024, έναντι αύξησης κατά 144 μ.β. το δεκάμηνο του 2023 (αύξηση έτους 2023: 150 μ.β.), ενώ για τις καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια άνω του ενός έτους η εν λόγω διαφορά επιτοκίου μειώθηκε το πρώτο δεκάμηνο του 2024 κατά 5 μ.β., έναντι αύξησης κατά 79 μ.β. το πρώτο δεκάμηνο του 2023 (αύξηση έτους 2023: 81 μ.β.).

Διάγραμμα VI.7 Καταθέσεις στις εγχώριες τράπεζες (Ιανουάριος 2019-Οκτώβριος 2024)



Διάγραμμα VI.8 Καταθέσεις των νοικοκυριών με βάση το βαθμό ρευστότητας και διαφορά επιτοκίου καταθέσεων προθεσμίας και μίας ημέρας (Ιανουάριος 2019-Οκτώβριος 2024)



ενίσχυση των τοποθετήσεων των νοικοκυριών σε εναλλακτικές αποταμειυτικές επιλογές, όπως τα έντοκα γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου.

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). Τον Οκτώβριο του 2024 το υπόλοιπο των καταθέσεων μίας ημέρας ήταν αυξημένο κατά 7,2% για τις ΜΧΕ έναντι του Δεκεμβρίου του 2023 (Οκτώβριος 2023: -7% αντίστοιχα), ενώ κατέγραψε οριακή μείωση κατά 0,2% για τα νοικοκυριά (Οκτώβριος 2023: -7,7% αντίστοιχα). Ταυτόχρονα, το υπόλοιπο των καταθέσεων προθεσμίας παρουσίασε μείωση κατά 14,6% για τις ΜΧΕ και αύξηση κατά 1,9% για τα νοικοκυριά.

Τους πρώτους δέκα μήνες του 2024 οι καταθέσεις της κεντρικής κυβέρνησης στις εμπορικές τράπεζες μειώθηκαν κατά 0,4 δισεκ. ευρώ, ενώ ταυτόχρονα οι καταθέσεις της στην Τράπεζα της Ελλάδος κατέγραψαν αύξηση κατά 8,4 δισεκ. ευρώ. Οι καταθέσεις στις εμπορικές τράπεζες 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 0,5 δισεκ. ευρώ την επισκοπούμενη περίοδο. Όσον αφορά τους λοιπούς τομείς, η συμβολή τους στην καταθετική βάση των τραπεζών ήταν συνολικά θετική, καθώς, μολονότι οι καταθέσεις των ασφαλιστικών επιχειρήσεων και των λοιπών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων μειώθηκαν κατά 0,5 δισεκ. ευρώ, αντιθέτως οι καταθέσεις συνολικά των μη κατοίκων και των κατοίκων λοιπών χωρών της ζώνης του ευρώ αυξήθηκαν κατά 1 δισεκ. ευρώ το πρώτο δεκάμηνο του 2024.

Την προσεχή περίοδο, η ζήτηση καταθέσεων αναμένεται να αυξηθεί, συμβαδίζοντας με την εξέλιξη του ΑΕΠ. Επιπρόσθετα, η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού θα τονώσει τα αποταμειυτικά κίνητρα των ιδιωτών και επομένως τη ζήτηση καταθέσεων, ακόμη και όταν τα ονομαστικά επιτόκια καταθέσεων αρχίσουν να μειώνονται, εφόσον αποφασιστούν περαιτέρω μειώσεις των

επιτοκίων πολιτικής της ΕΚΤ. Δεν πρέπει εξάλλου να παραβλέπεται ότι παράλληλα θα υποχωρήσουν και οι αποδόσεις πολλών από τις εναλλακτικές τοποθετήσεις οι οποίες επί του παρόντος ανταγωνίζονται τις καταθέσεις. Βέβαια, εάν τα επιτόκια καταθέσεων μειωθούν και σε πραγματικούς όρους, θα ελαττωθεί η ελκυστικότητα των τραπεζικών καταθέσεων σε σχέση π.χ. με τα μετρητά ως μέσο διακράτησης πλούτου.

## 5 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΟΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΤΟΜΕΑ

Το πρώτο εξάμηνο του 2024 τα θεμελιώδη μεγέθη των σημαντικών τραπεζών της ευρωζώνης, ως σύνολου, βελτιώθηκαν. Η κερδοφορία ενισχύθηκε, κυρίως λόγω της συνεχιζόμενης αύξησης των καθαρών εσόδων από τόκους, ωστόσο με χαμηλότερο ρυθμό σε σύγκριση με το 2023, ο δείκτης μη εξυπηρετούμενων δανείων παρέμεινε πολύ κοντά στα ιστορικά χαμηλά επίπεδα, ενώ οι δείκτες ρευστότητας και κεφαλαιακής επάρκειας παρουσίασαν ήπιες μεταβολές.

Για τον ελληνικό τραπεζικό τομέα, η εξέλιξη των θεμελιωδών μεγεθών το εννεάμηνο του 2024 ήταν επίσης θετική. Οι ελληνικές τράπεζες διατήρησαν την κερδοφορία τους σε υψηλά επίπεδα, ενίσχυσαν τους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας και ρευστότητας και βελτίωσαν την ποιότητα του δανειακού τους χαρτοφυλακίου σε ετήσια βάση. Σε αυτό συνετέλεσαν, μεταξύ άλλων, η καλή επίδοση της ελληνικής οικονομίας και η αναβάθμιση της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος στην επενδυτική κατηγορία το 2023. Ως αποτέλεσμα, οι οίκοι προχώρησαν πρόσφατα σε αναβαθμίσεις των σημαντικών τραπεζών, διατηρώντας τις προοπτικές θετικές.<sup>8</sup>

Αναλυτικότερα, το εννεάμηνο του έτους η κερδοφορία των ελληνικών τραπεζών παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητη, καθώς η ενίσχυση των καθαρών εσόδων από τόκους και προμήθειες αντισταθμίστηκε από την αύξηση των λοιπών προβλέψεων εξαιτίας μη επαναλαμβανόμενων παραγόντων (βλ. Πίνακα VI.1). Όσον αφορά τις σημαντικές τράπεζες της ευρωζώνης, καταγράφηκε άνοδος της καθαρής κερδοφορίας και της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων, κυρίως λόγω της συνεχιζόμενης αύξησης των καθαρών εσόδων από τόκους, ωστόσο με χαμηλότερο ρυθμό από ό,τι το 2023. Επίσης, οι σημαντικές τράπεζες της ευρωζώνης αύξησαν τις προβλέψεις τους για τον πιστωτικό κίνδυνο, αντανακλώντας την οριακή χειροτέρευση της ποιότητας του δανειακού χαρτοφυλακίου σε ορισμένες χώρες και το σχετικά χαμηλό επίπεδο κάλυψης έναντι του πιστωτικού κινδύνου. Για τις ελληνικές τράπεζες, η αύξηση της χρηματοδότησης της οικονομίας αναμένεται να αντισταθμίσει τις πιέσεις στο καθαρό επιτοκιακό περιθώριο από τη μείωση των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ. Επιπλέον, με βάση τα συμπεράσματα προγενέστερων σχετικών μελετών, τα οικονομικά αποτελέσματα των τραπεζών ενδέχεται να επηρεαστούν θετικά από την ενίσχυση του ανταγωνισμού στην εγχώρια τραπεζική αγορά.<sup>9</sup>

Οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας, σε ενοποιημένη βάση, των σημαντικών τραπεζών της ευρωζώνης δεν παρουσίασαν σημαντικές μεταβολές τον Ιούνιο του 2024 σε σχέση με το τέλος του 2023. Οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας των ελληνικών τραπεζών βελτιώθηκαν κατά το εννεάμηνο του 2024,

- 8 Συγκεκριμένα, ο οίκος S&P αναβάθμισε το αξιόχρεο των ελληνικών συστημικών τραπεζών κατά μία βαθμίδα, διατηρώντας τις προοπτικές θετικές (4.7.2024). Στη συνέχεια, ο οίκος Moody's αναβάθμισε την αξιολόγηση των καταθέσεων και του μακροχρόνιου χρέους υψηλής εξασφάλισης για τέσσερις ελληνικές τράπεζες εντός της επενδυτικής κατηγορίας και λίγο αργότερα ο οίκος Fitch προέβη και αυτός σε αναβαθμίσεις του αξιόχρεου των συστημικών τραπεζών κατά μία βαθμίδα, με θετικές προοπτικές (3.9.2024). Πιο πρόσφατα, ο οίκος αξιολόγησης Morningstar DBRS, ο οποίος αναγνωρίζεται από το Ευρωσύστημα ως επιλέξιμος Εξωτερικός Οργανισμός Πιστοληπτικής Αξιολόγησης, προχώρησε με τη σειρά του σε αναβάθμιση μιας ελληνικής τράπεζας κατά μία βαθμίδα (BB+) στις 30.9.2024, έχοντας ήδη αξιολογήσει εντός της επενδυτικής κατηγορίας δύο ελληνικές τράπεζες.
- 9 Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία, η σχέση του επιπέδου ανταγωνισμού με την κερδοφορία, και άρα με την ανθεκτικότητα του τραπεζικού συστήματος, είναι μη γραμμική. Σε αυτό το πλαίσιο, τα ευρήματα ορισμένων μελετών υποδεικνύουν ότι, εφόσον ο κλάδος είναι αρκετά συγκεντρωμένος, η ενίσχυση του ανταγωνισμού σε αυτόν οδηγεί σε πιο αποτελεσματική διαχείριση των στοιχείων ενεργητικού (βλ. σχετικά Boyd, J. and G. De Nicolo (2005), "The theory of bank risk taking and competition revisited", *The Journal of Finance*, 60(3), 1329-1343, και Maudos, J. and J.F. de Guevara (2004), "Factors explaining the interest margin in the banking sectors of the European Union", *Journal of Banking and Finance*, 28(9), 2259-2281).



**Πίνακας VI.1 Αποτελέσματα χρήσεως των ελληνικών τραπεζών**

(ποσά σε εκατ. ευρώ)

	Εννεά- μηνο 2023	Εννεά- μηνο 2024	Μετα- βολή (%)
<b>Λειτουργικά έσοδα</b>	<b>7.955</b>	<b>8.750</b>	<b>10,0</b>
Καθαρά έσοδα από τόκους	6.213	6.719	8,1
– Έσοδα από τόκους	10.202	12.177	19,4
– Έξοδα τόκων	-3.988	-5.457	36,8
Καθαρά έσοδα από μη τοκοφόρες εργασίες	1.742	2.031	16,6
– Καθαρά έσοδα από προμήθειες	1.319	1.537	16,5
– Έσοδα από χρηματοοικονομικές πράξεις	145	299	106,1
– Λοιπά έσοδα	278	195	-29,7
<b>Λειτουργικά έξοδα</b>	<b>-2.828</b>	<b>-2.961</b>	<b>4,7</b>
Δαπάνες προσωπικού	-1.334	-1.490	11,7
Διοικητικά έξοδα	-1.040	-986	-5,2
Αποσβέσεις	-455	-485	6,6
<b>Καθαρά έσοδα (λειτουργικά έσοδα – λειτουργικά έξοδα)</b>	<b>5.127</b>	<b>5.790</b>	<b>12,9</b>
Προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο	-1.178	-843	-28,5
Λοιπές ζημιές απομείωσης <sup>1</sup>	-208	-1.006	384,4
Μη επαναλαμβανόμενα κέρδη/ζημιές	113	3	-97,1
<b>Κέρδη/ζημιές προ φόρων</b>	<b>3.854</b>	<b>3.944</b>	<b>2,3</b>
Φόροι	-863	-1.017	17,9
Κέρδη/ζημιές από διακοπτόμενες δραστηριότητες	25	54	113,7
<b>Κέρδη/ζημιές μετά από φόρους</b>	<b>3.016</b>	<b>2.980</b>	<b>-1,2</b>

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Απομείωση αξίας τίτλων, καθώς και ενσώματων και άυλων στοιχείων ενεργητικού.

**Πίνακας VI.2 Δείκτες βασικών χρηματοοικονομικών μεγεθών**

(ποσοστά %)

		Εννεά- μηνο 2023	Έτος 2023	Εννεά- μηνο 2024
<b>Κερδοφορία</b>				
Δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων	Ελλάδα	13,1	12,0	11,4
	Ευρωζώνη	10,0	9,3	10,1
Δείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού	Ελλάδα	1,2	1,2	1,2
	Ευρωζώνη	0,7	0,6	0,7
<b>Ποιότητα δανειακού χαρτοφυλακίου</b>				
Δείκτης μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων (ΜΕΑ)	Ελλάδα	7,9	6,7	4,6
	Ευρωζώνη	2,3	2,3	2,3
Δείκτης ΜΕΑ στο Στάδιο 2 (ΔΠΧΑ 9)	Ελλάδα	9,6	9,3	7,9
	Ευρωζώνη	9,2	9,7	9,5
<b>Κεφαλαιακή επάρκεια</b>				
Δείκτης CET1	Ελλάδα	14,3	15,5	15,5
	Ευρωζώνη	15,7	15,9	15,8
Συνολικός δείκτης κεφαλαίου	Ελλάδα	17,6	18,8	19,4
	Ευρωζώνη	19,8	19,9	19,9
<b>Ρευστότητα</b>				
Δείκτης κάλυψης ρευστότητας	Ελλάδα	215,6	220,7	219,5
	Ευρωζώνη	158,0	164,3	159,4
Λόγος δανείων προς καταθέσεις	Ελλάδα	62,9	62,2	61,1
	Ευρωζώνη	105,1	102,7	102,2

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Οι δείκτες αφορούν ενοποιημένα στοιχεία των συστημικών και μη συστημικών ελληνικών τραπεζών και στοιχεία των συστημικών τραπεζών της ευρωζώνης, εκτός των δεικτών ποιότητας δανειακού χαρτοφυλακίου για τις ελληνικές τράπεζες που είναι σε ατομική βάση. Τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία για την ευρωζώνη αφορούν το πρώτο εξάμηνο του 2024.

καθώς ενισχύθηκαν τα εποπτικά ίδια κεφάλαιά τους, ως αποτέλεσμα της εσωτερικής δημιουργίας κεφαλαίου και της έκδοσης τίτλων που προσμετρούνται σε αυτά, ενώ το σταθμισμένο ως προς τον κίνδυνο ενεργητικό παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητο. Σημειώνεται ότι τα εποπτικά κεφάλαια των ελληνικών τραπεζών απαρτίζονται επί του παρόντος κατά 40% από οριστικές και εκκαθαρισμένες αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις (DTC), ωστόσο, η ποιότητα των κεφαλαίων αναμένεται να βελτιωθεί μεσοπρόθεσμα εν μέσω προσδοκώμενης υψηλής κερδοφορίας των τραπεζών, με βάση τις ανακοινώσεις των τραπεζών για επιτάχυνση της απόσβεσης των DTC.

Η ποιότητα του δανειακού χαρτοφυλακίου του συνόλου των σημαντικών τραπεζών στην ευρωζώνη είναι σχεδόν αμετάβλητη από την αρχή του έτους, ενώ αυτή των ελληνικών τραπεζών βελτιώθηκε σημαντικά το εννεάμηνο του 2024. Αναλυτικότερα, ο δείκτης μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων (ΜΕΑ) σε επίπεδο ευρωζώνης παρέμεινε κοντά στα ιστορικά χαμηλά τον Ιούνιο του 2024, ενώ 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 επίσης παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητο για το σύνολο των τραπεζών της ευρωζώνης. Για τις ελληνικές τράπεζες, ο δείκτης ΜΕΑ σε ατομική βάση υποχώρησε σημαντικά το Σεπτέμβριο του 2024 σε σύγκριση με το Δεκέμβριο του 2023, λόγω της πιλοποίησης δανείων του προγράμματος κρατικών εγγυήσεων “Ηρακλής”. 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 τον Ιούνιο του 2024 σε σχέση με το τέλος του 2023. Για τις ελληνικές τράπεζες, οι δείκτες LCR και NSFR αυξήθηκαν περαιτέρω σε ετήσια βάση, παραμένοντας πολύ υψηλότεροι 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 περαιτέρω μείωση της χρηματοδότησης από το Ευρωσύστημα (αποπληρωμή πράξεων TLTRO). Επιπρόσθετα, ο λόγος δανείων προς καταθέσεις είναι σημαντικά χαμηλότερος στις ελληνικές τράπεζες σε σύγκριση με τις τράπεζες στην ευρωζώνη.

Συνοπτικά, ο ελληνικός τραπεζικός τομέας το εννεάμηνο του 2024 διατήρησε την κερδοφορία του, καθώς και τους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας και ρευστότητας σε υψηλά επίπεδα, ενώ παράλληλα βελτίωσε την ποιότητα του δανειακού χαρτοφυλακίου. Σε αυτές τις εξελίξεις συνέβαλαν επίσης η ανθεκτικότητα της ελληνικής οικονομίας και η αναβάθμιση της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος. Ως αποτέλεσμα, οι οίκοι αξιολόγησης προέβησαν σε αναβαθμίσεις του αξιόχρεου των ελληνικών συστημικών τραπεζών, διατηρώντας παράλληλα τις προοπτικές θετικές. Στο πλαίσιο αυτό, οι τράπεζες επωφελούνται από το χαμηλότερο κόστος κατά την έκδοση τραπεζικών ομολόγων στην πρωτογενή αγορά,<sup>10</sup> με άμεσα οφέλη στα οικονομικά τους αποτελέσματα (βλ. Πλαίσιο VII.2). Ωστόσο, παραμένουν προκλήσεις για τον ελληνικό τραπεζικό τομέα. Χρειάζεται εγρήγορση ώστε να επιτευχθεί περαιτέρω εξυγίανση του ενεργητικού των τραπεζών, που θα οδηγήσει σε περαιτέρω σύγκλιση προς το μέσο όρο των τραπεζών της ευρωζώνης, αλλά και να αποφευχθούν νέες καθарές εισροές μη εξυπηρετούμενων δανείων, γεγονός που αναμένεται να συμβάλει στην περαιτέρω βελτίωση των κεφαλαιακών δεικτών. Τέλος, η διατήρηση υψηλής κερδοφορίας αναμένεται να επιτευχθεί με αύξηση της δανειοδότησης της οικονομίας, η οποία θα αντισταθμίσει ενδεχόμενες καθοδικές πιέσεις στο καθαρό επιτοκιακό περιθώριο από τη μείωση των επιτοκίων νομισματικής πολιτικής.

<sup>10</sup> Συγκεκριμένα, από την αρχή του έτους έχουν εκδοθεί οκτώ ομόλογα υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας (senior bonds) συνολικού ύψους 5,0 δισεκ. ευρώ με μεσοσταθμικό τοκομερίδιο 4,3%. Επίσης, εκδόθηκαν έξι ομόλογα χαμηλής εξοφλητικής προτεραιότητας (subordinated bonds) συνολικού ύψους 2,8 δισεκ. ευρώ με μεσοσταθμικό τοκομερίδιο 6,25%. Τα αντίστοιχα μεσοσταθμικά τοκομερίδια το έτος 2023 ήταν 6,8% και 9,7%.

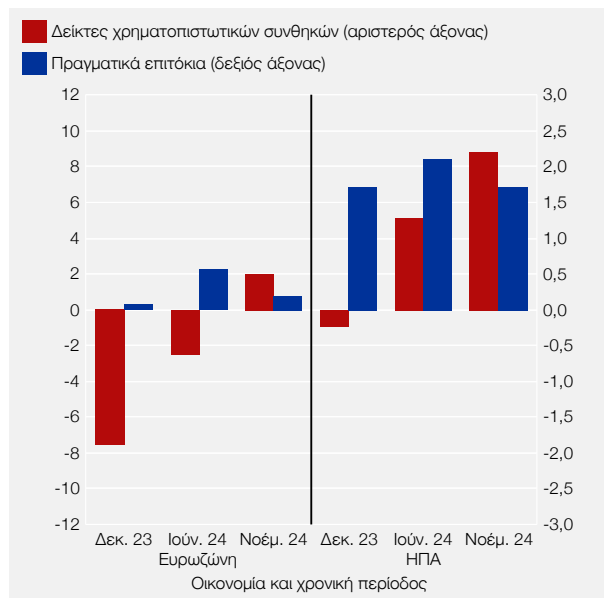
Οι προσδοκίες των επενδυτών για τον πληθωρισμό στην ευρωζώνη κινούνται καθοδικά, με αποτέλεσμα να έχουν μειωθεί για το μεσοπρόθεσμο διάστημα κάτω από το στόχο του 2%. Ταυτόχρονα, οι προσδοκίες των επενδυτών για τις πραγματικές αποδόσεις στην ευρωζώνη έχουν μεν βελτιωθεί σε σχέση με τα υφεσιακά επίπεδα στα οποία βρισκόνταν στο τέλος του 2023, αλλά παραμένουν σε επίπεδα που υποδεικνύουν αδύναμους ρυθμούς ανάπτυξης μεσοπρόθεσμα. Έτσι, οι επενδυτές αναμένουν σημαντικές περαιτέρω μειώσεις επιτοκίων εντός του 2025 στην ευρωζώνη. Από την άλλη πλευρά, οι προσδοκίες των επενδυτών για τον πληθωρισμό στις ΗΠΑ έχουν σταθεροποιηθεί σε επίπεδα υψηλότερα του στόχου της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ (Fed), ενώ και οι πραγματικές αποδόσεις των ομοσπονδιακών ομολόγων παραμένουν σε επίπεδα που υποδεικνύουν ισχυρούς αναμενόμενους ρυθμούς ανάπτυξης στο μεσοπρόθεσμο διάστημα (βλ. Διάγραμμα VII.1). Έτσι, οι προσδοκίες των επενδυτών για την εξέλιξη των επιτοκίων της Fed έχουν αναθεωρηθεί και επί του παρόντος αναμένονται μικρότερες μειώσεις επιτοκίων σε σύγκριση με τις αρχές Σεπτεμβρίου.

Σε αυτό το περιβάλλον, οι αποδόσεις των κρατικών και εταιρικών ομολόγων στην ευρωζώνη έχουν μειωθεί σημαντικά εντός του 2024, αποκλίνοντας από εκείνες των ομοσπονδιακών ομολόγων των ΗΠΑ, οι οποίες αυξήθηκαν το τελευταίο τρίμηνο, λόγω και της αναθεώρησης προς τα άνω των προσδοκιών των επενδυτών για τα επιτόκια στις ΗΠΑ. Συνολικά, καθώς οι νομισματικές πολιτικές διεθνώς γίνονται πιο διευκολυντικές, εν μέσω μειώσεων επιτοκίων από τις μεγάλες κεντρικές τράπεζες, και η οικονομική ανάπτυξη στις ΗΠΑ υπερβαίνει τις προσδοκίες των επενδυτών, παρατηρείται σημαντική βελτίωση των διεθνών χρηματοπιστωτικών συνθηκών. Έτσι, οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών, τραπεζικών και εταιρικών ομολόγων έχουν μειωθεί, γεγονός στο οποίο συνέβαλαν επίσης οι αναβαθμίσεις και οι θετικές προοπτικές στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις του Ελληνικού Δημοσίου και οι αναβαθμίσεις των τραπεζών. Οι περαιτέρω αναβαθμίσεις των πιστοληπτικών αξιολογήσεων για την ελληνική οικονομία θα βελτιώσουν ακόμη περισσότερο τους όρους χρηματοδότησης από τις κεφαλαιαγορές για το Ελληνικό Δημόσιο, τις τράπεζες και τις επιχειρήσεις.

## 1 ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ<sup>1</sup>

Οι προσδοκίες των επενδυτών για τον πληθωρισμό στην ευρωζώνη σε μεσοπρόθεσμο διάστημα έχουν συγκλίνει με το στόχο της ΕΚΤ για πληθωρισμό 2% μεσοπρόθεσμα. Έτσι, για το 2025 στην

Διάγραμμα VII.1 Πραγματικά επιτόκια και χρηματοπιστωτικές συνθήκες

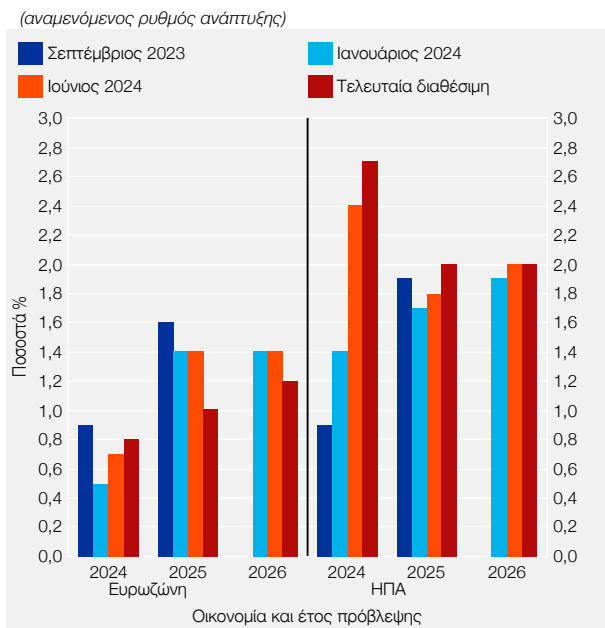
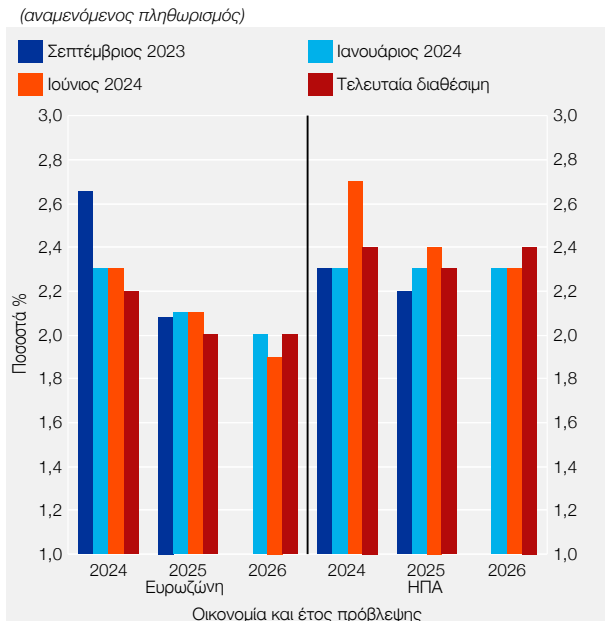


Πηγές: LSEG, Bloomberg.

Σημείωση: Το γράφημα απεικονίζει το επίπεδο των δεικτών χρηματοπιστωτικών συνθηκών στην ευρωζώνη και στις ΗΠΑ, προσαρμοσμένων ώστε να έχουν την ίδια κλίμακα και χρονική περίοδο βάσης το μήνα έναρξης αύξησης των επιτοκίων από την κάθε κεντρική τράπεζα. Αρνητικές μεταβολές στους συγκεκριμένους δείκτες συνεπάγονται περιοριστικές χρηματοπιστωτικές συνθήκες ενώ θετικές μεταβολές συνεπάγονται επεκτατικές χρηματοπιστωτικές συνθήκες. Επιπλέον απεικονίζεται το επίπεδο των πραγματικών επιτοκίων, το οποίο υπολογίζεται βάσει των αποδόσεων των 5ετών ομολόγων αναφοράς για την ευρωζώνη και τις ΗΠΑ, που είναι ουδέτερες ως προς την εξέλιξη του πληθωρισμού.

1 Το κείμενο βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία που ήταν διαθέσιμα μέχρι τις 16.12.2024.

**Διάγραμμα VII.2 Προσδοκίες για τον πληθωρισμό και το ρυθμό 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 2024 είναι οι έρευνες γνώμης της ΕΚΤ (ECB Survey of Monetary Analysts) και της Ομοσπονδιακής Τράπεζας της Νέας Υόρκης (New York Fed Survey of Market Participants) σε αναλυτές του χρηματοπιστωτικού τομέα (διάμεσος των απαντήσεων). Για τα έτη 2025 και 2026 και για το ρυθμό ανάπτυξης πηγή των στοιχείων είναι οι έρευνες γνώμης της Reuters σε αναλυτές του χρηματοπιστωτικού τομέα (Reuters Polls).

ευρωζώνη οι επενδυτές αναμένουν μέσο ετήσιο πληθωρισμό κοντά στο στόχο του 2% (βλ. Διάγραμμα VII.2, άνω γράφημα). Στη διατήρηση των προσδοκιών των επενδυτών προσοδεμένων στο στόχο για πληθωρισμό 2% μεσοπρόθεσμα συνέβαλε η αύξηση των επιτοκίων πολιτικής, η οποία όμως συνοδεύθηκε από σημαντικές αρνητικές επιδράσεις στην πλευρά της ζήτησης, με αποτέλεσμα την επιβράδυνση των αναμενόμενων ρυθμών ανάπτυξης για τα έτη 2024 και 2025 σε μεγάλες οικονομίες της ζώνης του ευρώ (βλ. Διάγραμμα VII.2, κάτω γράφημα).

Από την άλλη πλευρά, η οικονομία των ΗΠΑ φάνηκε για ακόμη μία φορά ότι είναι πιο ανθεκτική από άλλες μεγάλες οικονομίες διεθνώς. Έτσι, αφενός οι αναμενόμενοι ρυθμοί ανάπτυξης για τις ΗΠΑ είναι ισχυροί, αφετέρου και ο αναμενόμενος πληθωρισμός στις ΗΠΑ παραμένει υψηλότερα από το στόχο του 2%. Μάλιστα, από το τέλος του Σεπτεμβρίου παρατηρείται αύξηση των δεικτών των αγορών για τον αναμενόμενο πληθωρισμό στις ΗΠΑ.

Σε αυτό το περιβάλλον, οι επενδυτές διαμόρφωσαν, ήδη από το τέλος του γ' τριμήνου του 2023, προσδοκίες για μειώσεις επιτοκίων από τις μεγάλες κεντρικές τράπεζες διεθνώς. Όντως, από το β' τρίμηνο του τρέχοντος έτους έχουν ξεκινήσει οι μειώσεις επιτοκίων από την ΕΚΤ και από τα μέσα Σεπτεμβρίου από τη Fed. Κατά τη διάρκεια του Οκτωβρίου όμως, οι προσδοκίες των επενδυτών για τα επιτόκια στις ΗΠΑ αναθεωρήθηκαν προς υψηλότερο επίπεδο, ενώ στην ευρωζώνη αναμένονται σημαντικές μειώσεις επιτοκίων εντός του 2025. Έτσι, παρατηρούνται αποκλίσεις στις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων μεταξύ των ΗΠΑ και της ευρωζώνης, λόγω και της αποκλίνουσας πορείας που αναμένεται να ακολουθήσουν τα βασικά επιτόκια στις δύο οικονομίες.

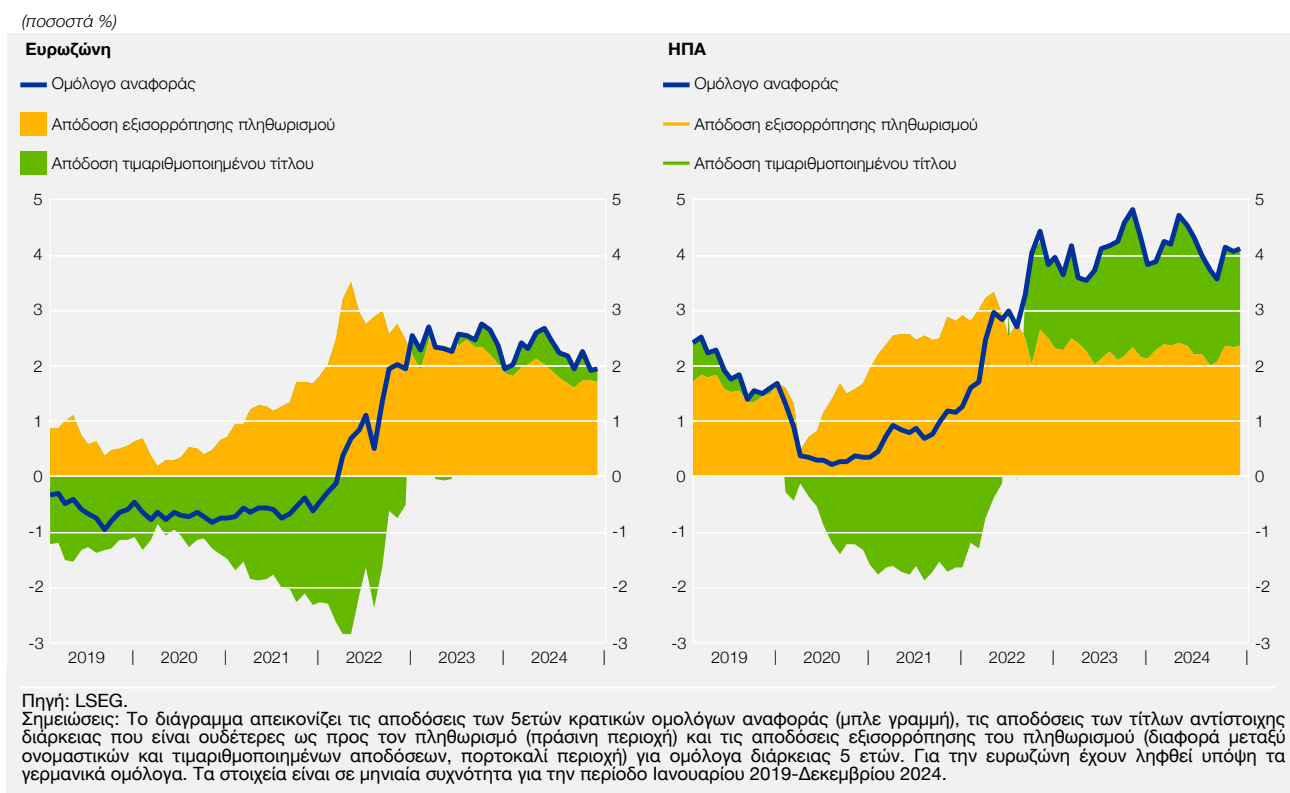
Συνολικά, οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες διεθνώς έχουν γίνει ευνοϊκότερες σε σύγκριση με 12 μήνες πριν, καθώς οι αποδόσεις των κρατικών και εταιρικών ομολόγων έχουν μειωθεί και οι τιμές των μετοχών αυξάνονται.<sup>2</sup> Βέβαια, υπάρχουν ενδείξεις ότι οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες είναι ευάλωτες σε ενδεχόμενες αναθεωρήσεις των προσδοκιών των επενδυτών (βλ. Πλαίσιο VII.1). Η ευπάθεια των χρηματοπιστωτικών συνθηκών

2 Σύμφωνα με το ΔΝΤ (βλ. [Global Financial Stability Report](#), Οκτώβριος 2024, σελ. 13), οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες έχουν διαμορφωθεί σε διευκολυντικά επίπεδα από το τέλος του 2022 για τις ΗΠΑ και από το β' τρίμηνο του 2023 για την ευρωζώνη.

καθίσταται ιδιαίτερα σημαντική στο τρέχον περιβάλλον αυξημένης διεθνούς γεωπολιτικής και μακροοικονομικής αβεβαιότητας.<sup>3</sup>

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. Ταυτόχρονα, οι αναβαθμίσεις των πιστοληπτικών αξιολογήσεων για την ελληνική οικονομία, αλλά και οι θετικές προοπτικές που τους αποδίδονται, οδηγούν σε σημαντικά αυξημένη συμμετοχή των επενδυτών στις νέες εκδόσεις ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου, με αποτέλεσμα τη συνεχιζόμενη πτώση του κόστους δανεισμού του. Κατά τη διάρκεια του 2024 παρατηρούνται αναβαθμίσεις των πιστοληπτικών αξιολογήσεων των ελληνικών τραπεζών, όπως άλλωστε αναμενόταν με βάση τις αναλύσεις της Τράπεζας της Ελλάδος.<sup>4</sup> Το γεγονός αυτό οδηγεί στη μείωση του κόστους δανεισμού των ελληνικών τραπεζών από τις διεθνείς αγορές και άρα συμβάλλει θετικά στα καθαρά επιτοκιακά τους έσοδα.

Διάγραμμα VII.3 Χρηματοπιστωτικοί δείκτες για τον αναμενόμενο πληθωρισμό και τα πραγματικά επιτόκια

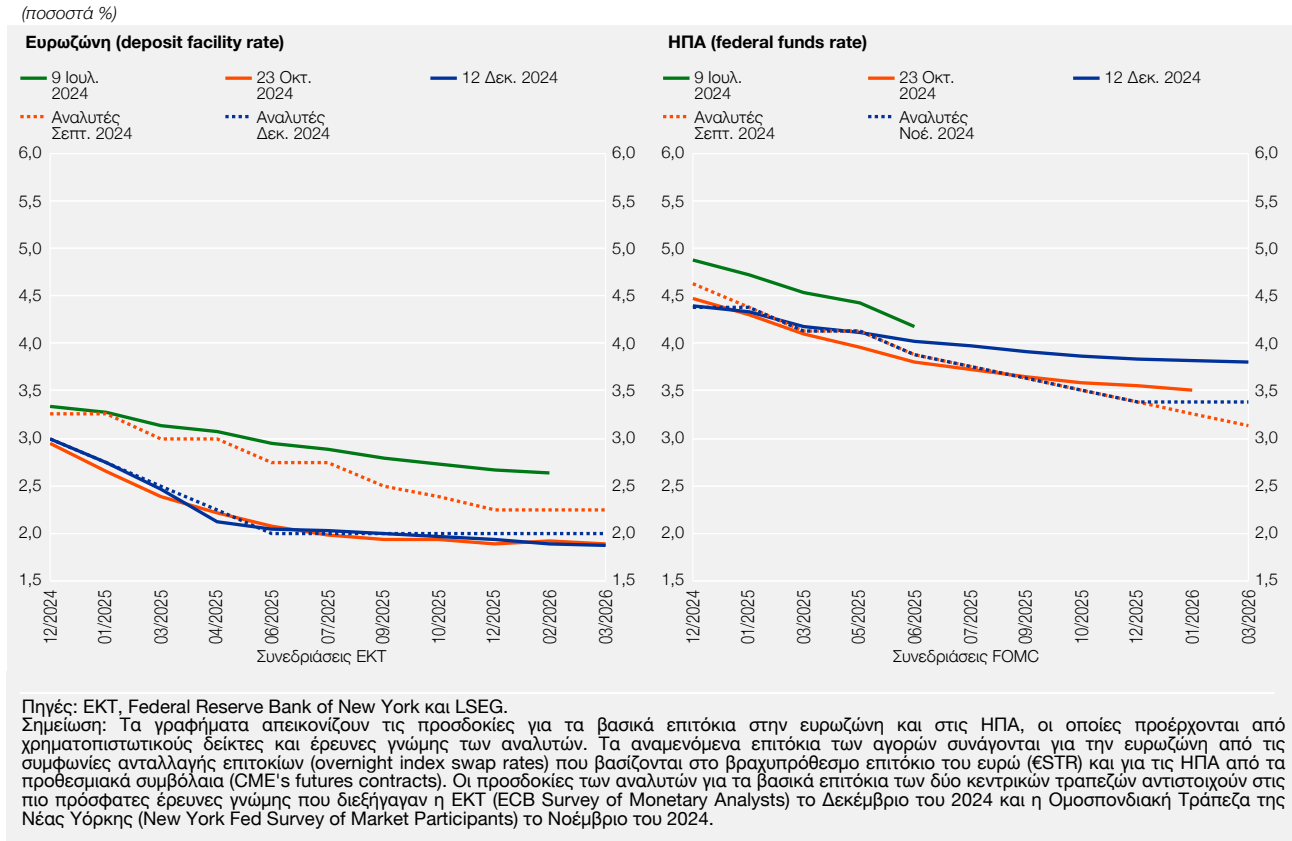


## 2 ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΑΓΟΡΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Το 2023 και το 2024, οι προσδοκίες των επενδυτών για τον πληθωρισμό σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα μειώθηκαν περαιτέρω, συγκλίνοντας προς το επίπεδο-στόχο των κεντρικών τραπεζών, τόσο στην ευρωζώνη όσο και στις ΗΠΑ. Έτσι, οι επενδυτές διαμόρφωσαν προσδοκίες για μειώσεις επιτοκίων εντός του 2024, με αποτέλεσμα τη μείωση των αποδόσεων των κρατικών και

- 3 Σύμφωνα με το ΔΝΤ (βλ. [Global Financial Stability Report](#), Chapter 2, Οκτώβριος 2024), οι δείκτες αβεβαιότητας σχετικά με την οικονομική πολιτική βρίσκονται στα υψηλότερα επίπεδα από το 2015. Το γεγονός αυτό, σε συνδυασμό με τις διευκολυντικές χρηματοπιστωτικές συνθήκες διεθνώς, οδηγεί σε αύξηση των κινδύνων για τους μελλοντικούς πραγματικούς ρυθμούς ανάπτυξης.
- 4 Βλ. Anastasatou, M., H. Balfoussia, Z. Bragoudakis, D. Malliaropoulos, P. Migiakis and P. Petroulas (2023), "Effects of a sovereign credit rating upgrade to the investment grade on the Greek economy", Bank of Greece, *Economic Bulletin*, No. 58, 7-28, και Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική 2023-2024*, Ιούνιος 2024 (Ενότητα VI.5).

Διάγραμμα VII.4 Προσδοκίες για τα βασικά επιτόκια στην ευρωζώνη και στις ΗΠΑ



εταιρικών ομολόγων, την αύξηση των τιμών των μετοχών, αλλά και τη σημαντική βελτίωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών διεθνώς.

Συγκεκριμένα, όπως φαίνεται στο Διάγραμμα VII.3 (πορτοκαλί περιοχή), οι δείκτες των αγορών που αντανάκλουν τις προσδοκίες των επενδυτών για τον πληθωρισμό σε μεσοπρόθεσμο διάστημα έχουν πέσει κάτω από το 2% για την ευρωζώνη.<sup>5</sup> Δηλαδή τεκμαίρεται ότι ο αναμενόμενος πληθωρισμός σε χρονικό ορίζοντα 5 ετών από σήμερα θα συμβαδίζει κατά μέσο όρο με το στόχο του Ευρωσυστήματος για πληθωρισμό πλησίον του 2% μεσοπρόθεσμα. Στις ΗΠΑ ο αναμενόμενος από τις αγορές πληθωρισμός για χρονικό ορίζοντα 5 ετών παραμένει σε επίπεδα υψηλότερα του 2%, ενώ από το τέλος του Σεπτεμβρίου παρατηρήθηκε αύξηση του αναμενόμενου πληθωρισμού σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα. Τέλος, σε πιο μακροπρόθεσμο ορίζοντα, φαίνεται ότι οι αγορές αναμένουν ότι οι πληθωριστικές πιέσεις θα είναι περιορισμένες στην ευρωζώνη, καθώς το επίπεδο του αναμενόμενου πληθωρισμού, κατά μέσο όρο τα επόμενα δέκα έτη, δεν διαφέρει σημαντικά από το στόχο του 2%.<sup>6</sup> Από την άλλη πλευρά, παρατηρείται απόκλιση του αναμενόμενου πληθωρισμού στις ΗΠΑ για το ίδιο χρονικό διάστημα, καθώς οι επενδυτές αναμένουν μια επίμονη θετική απόκλιση της τάξεως των 50 μονάδων βάσης (μ.β.) σε σχέση με το στόχο του 2%.<sup>7</sup>

5 Στις 13.12.2024 ο μέσος αναμενόμενος πληθωρισμός από τις αγορές ομολόγων για χρονικό ορίζοντα 5ετίας (5-year breakeven inflation rate) ήταν στην ευρωζώνη 1,76% και στις ΗΠΑ 2,41%, καταγράφοντας μείωση κατά 0,98 και 0,96 ποσ. μον. αντίστοιχα σε σχέση με το επίπεδο του προτού οι αντίστοιχες κεντρικές τράπεζες αρχίσουν να αυξάνουν τα επιτόκιά τους.

6 Στις 13.12.2024 στην ευρωζώνη ο αναμενόμενος πληθωρισμός από τις αγορές ομολόγων για το χρονικό ορίζοντα των 10 ετών από σήμερα (10-year breakeven inflation rate) ήταν 1,89% (έναντι 2,07% 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 2,05%.

7 Στις 13.12.2024 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 2,48%.

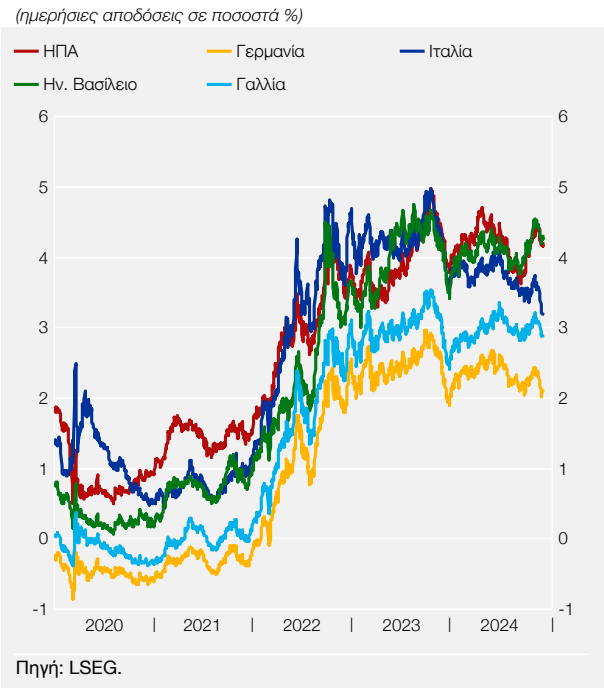
Ταυτόχρονα, τόσο στις ΗΠΑ όσο και στην ευρωζώνη, οι αποδόσεις των τίτλων οι οποίοι είναι ουδέτεροι ως προς τον πληθωρισμό έχουν αυξηθεί εντός του 2024 σε θετικό επίπεδο. Βέβαια, η απόκλιση στο επίπεδο τους μεταξύ των ΗΠΑ και της ευρωζώνης σχετίζεται και με τις προσδοκίες των επενδυτών ότι η οικονομία των ΗΠΑ θα συνεχίσει να υπεραποδίδει σε σχέση με την οικονομία της ευρωζώνης (πραγματικές αποδόσεις για την 5ετία: 0,3% για την ευρωζώνη, 1,8% για τις ΗΠΑ).

Συνεπώς, φαίνεται ότι τόσο ο αναμενόμενος πληθωρισμός όσο και οι αναμενόμενοι ρυθμοί ανάπτυξης οδηγούν σε διαφοροποίηση των προσδοκιών των επενδυτών για την εξέλιξη των επιτοκίων στην ευρωζώνη και τις ΗΠΑ. Έτσι, στα μέσα Δεκεμβρίου οι επενδυτές ανέμεναν μειώσεις επιτοκίων από την ΕΚΤ κατά 100 μ.β. στη διάρκεια του 2025 (βλ. Διάγραμμα VII.4, αριστερό γράφημα). Για τις ΗΠΑ, οι προσδοκίες για το βασικό επιτόκιο έχουν αναθεωρηθεί προς τα πάνω, δηλαδή προς υψηλότερο επίπεδο επιτοκίου, πολλές φορές εντός του 2024, καθώς η οικονομική δραστηριότητα στις ΗΠΑ αποδεικνυόταν πιο ανθεκτική από ό,τι αρχικά αναμενόταν. Συγκεκριμένα, οι επενδυτές στις ΗΠΑ αναμένουν επιπλέον μειώσεις επιτοκίων από τη Fed κατά τη διάρκεια του 2025, της τάξεως των 25 μ.β., ενδεχόμενο που συγκέντρωνε πιθανότητα 36% στις 13.12.2024, ή 50 μ.β. (πιθανότητα 63%). Οι προσδοκίες για τις μειώσεις επιτοκίων έχουν αναθεωρηθεί σε σχέση με τον περασμένο Σεπτέμβριο, καθώς μετά τη συνεδρίαση της FOMC αναμενόταν μειώσεις κατά 125 μ.β. εντός του 2025.

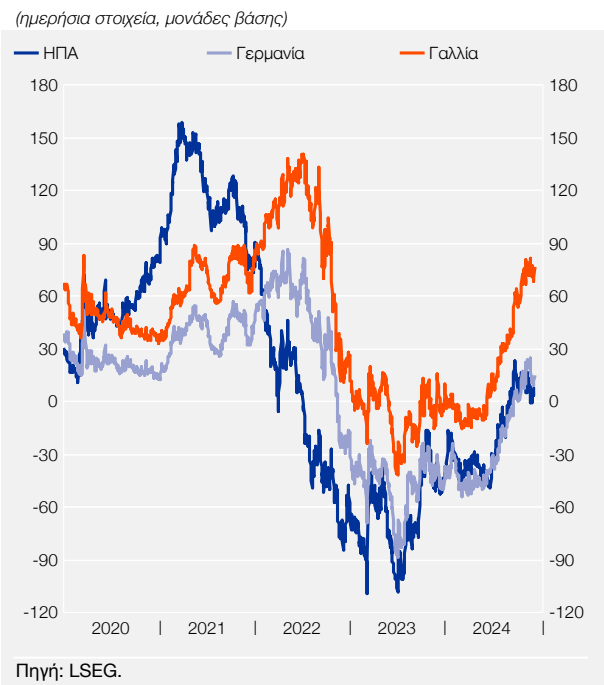
Έτσι, καθώς οι αποδόσεις των ομολόγων τόσο στη ζώνη του ευρώ όσο και στις ΗΠΑ ακολούθησαν σε μεγάλο βαθμό τις μεταβολές των προσδοκιών των επενδυτών σχετικά με τα βασικά επιτόκια, παρατηρείται αύξηση των αποδόσεων των ομοσπονδιακών ομολόγων των ΗΠΑ, ειδικά από το τέλος του Σεπτεμβρίου, αποκλίνοντας από τις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων της ευρωζώνης, οι οποίες ακολουθούν καθοδική τάση, σχεδόν αδιάκοπα, από το τέλος του α' εξαμήνου (βλ. Διάγραμμα VII.5).

Στην ευρωζώνη, οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων υποχωρούν καθώς οι επενδυτές έχουν διαμορφώσει προσδοκίες για μειώσεις επιτοκίων εν μέσω αδύναμων ρυθμών ανάπτυξης μεσομακροπρόθεσμα, οι οποίες αντανάκλυνται στη μείωση των πραγματικών αποδόσεων. Οι προοπτικές περαιτέρω μειώσεων των βασικών επιτοκίων επιδρούν πιο ισχυρά στις αποδόσεις των πιο βραχυπρόθεσμων τίτλων, με αποτέλε-

Διάγραμμα VII.5 Αποδόσεις 10ετών κρατικών ομολόγων (Ιανουάριος 2020-Δεκέμβριος 2024)



Διάγραμμα VII.6 Διαφορές αποδόσεων 10ετών και 2ετών ομολόγων αναφοράς (Ιανουάριος 2020-Δεκέμβριος 2024)



σμα την ομαλοποίηση της κλίσης των καμπυλών αποδόσεων, οι οποίες είναι πλέον θετικές (βλ. Διάγραμμα VII.6).<sup>8</sup> Ταυτόχρονα όμως παρατηρείται σημαντική διεύρυνση των διαφορών των ομολογιακών αποδόσεων, διαφόρων διαρκειών, της Γαλλίας έναντι της Γερμανίας. Ειδικότερα, προς τα τέλη Νοεμβρίου παρατηρήθηκε σημαντική αύξηση των διαφορών αυτών, καθώς καταψηφίστηκε στη γαλλική Εθνοσυνέλευση (Assemblée Nationale) η μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος, που προβλεπόταν στο σχέδιο του Προϋπολογισμού για το έτος 2025 της κυβέρνησης Barnier.

Το 2024 οι τιμές των μετοχών αυξήθηκαν σημαντικά τόσο στην ευρωζώνη όσο και στις ΗΠΑ, στηριζόμενες κυρίως από τον κλάδο της τεχνολογίας στις ΗΠΑ και τους κλάδους των τραπεζών και της βιομηχανίας στην ευρωζώνη. Βέβαια, η άνοδος των τιμών των μετοχών έχει πραγματοποιηθεί σε περιβάλλον χαμηλής, με βάση τα ιστορικά δεδομένα, μεταβλητότητας. Κατά συνέπεια, όπως φάνηκε από το επεισόδιο μεταβλητότητας του Αυγούστου, οι αποτιμήσεις, οι οποίες σε αρκετές αγορές μετοχών είναι υψηλές σε σύγκριση με τα θεμελιώδη μεγέθη, είναι ευάλωτες σε απροσδόκητες εξελίξεις σε σχέση με τα επιτόκια ή με το γεωπολιτικό και οικονομικό περιβάλλον.

8 Διαφορά μεταξύ 10ετών και 2ετών αμερικανικών ομοσπονδιακών ομολόγων: +16 μ.β. στις 13.12.2024. Η αντίστοιχη διαφορά για τα γερμανικά ομόλογα ήταν +19 μ.β. στις 13.12.2024.

## Πλαίσιο VII.1

### ΟΙ ΠΡΟΣΔΟΚΙΕΣ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΓΙΑ ΤΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ ΚΑΙ ΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑ ΚΑΙ Η ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΤΗΤΑ ΣΤΙΣ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΕΣ

Καθώς ο πληθωρισμός, τόσο στην ευρωζώνη όσο και στις ΗΠΑ, βρίσκεται σε καθοδική πορεία, το ενδιαφέρον των επενδυτών έχει στραφεί προς τους δείκτες που παρέχουν πρόδρομες ενδείξεις για την εξέλιξη της οικονομικής δραστηριότητας. Έτσι, έως τον Αύγουστο του τρέχοντος έτους, οι ενδείξεις ισχυρότερης της αναμενόμενης οικονομικής δραστηριότητας, ειδικά στις ΗΠΑ, οδήγησαν σε αναθεωρήσεις προς τα πάνω των προσδοκιών για το επίπεδο στο οποίο θα βρίσκονται τα επιτόκια στο τέλος του 2024. Ταυτόχρονα, οι αποτιμήσεις στις αγορές μετοχών ενσωμάτωσαν προσδοκίες για αυξημένη μελλοντική κερδοφορία. Όμως, οι χειρότερες του αναμενόμενου ανακοινώσεις στοιχείων για την οικονομία των ΗΠΑ τον Αύγουστο οδήγησαν σε αναθεώρηση προς τα κάτω των προσδοκιών για το επίπεδο των επιτοκίων και σε αύξηση της μεταβλητότητας στις αγορές μετοχών. Στο παρόν πλαίσιο αναλύονται οι εξελίξεις στο μακροοικονομικό και χρηματοπιστωτικό περιβάλλον κατά τη διάρκεια του 2024.

#### Μακροοικονομικές εξελίξεις και επιτόκια

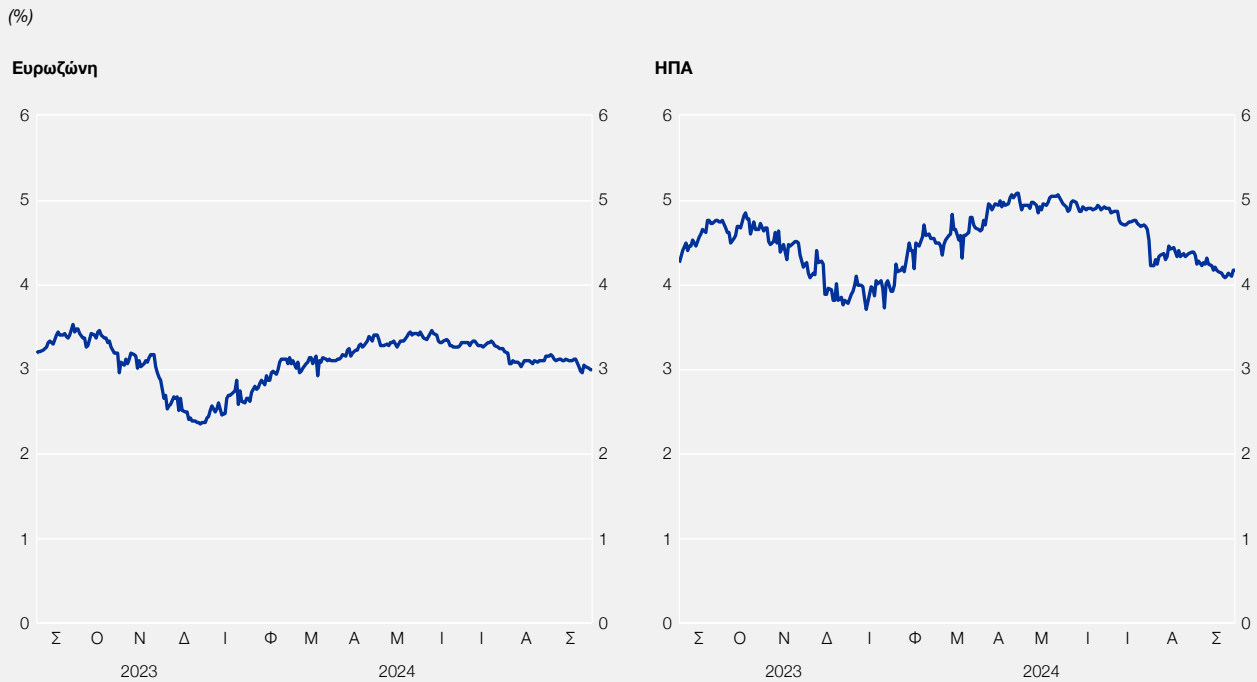
Από τις αρχές του 2024 οι προσδοκίες των επενδυτών για την πορεία των βασικών επιτοκίων, τόσο στις ΗΠΑ όσο και στη ζώνη του ευρώ, έχουν αναθεωρηθεί αρκετές φορές. Συγκεκριμένα, όπως φαίνεται στο Διάγραμμα Α, από τα τέλη του 2023 έως και τα τέλη Ιανουαρίου του τρέχοντος έτους οι δείκτες των επιτοκιακών παραγώγων αποτύπωναν προσδοκίες για μειώσεις επιτοκίων εντός του 2024, μέχρι το τέλος του έτους κατά περίπου 150 μονάδες βάσης, για τη ζώνη του ευρώ και τις ΗΠΑ. Στη συνέχεια, οι προσδοκίες αυτές αναθεωρήθηκαν προς μικρότερες μειώσεις επιτοκίων, καθώς η οικονομική δραστηριότητα στις ΗΠΑ ήταν ισχυρότερη του αναμενόμενου και βασικές συνιστώσες του πληθωρισμού, τόσο στη ζώνη του ευρώ όσο και στις ΗΠΑ, πιο επίμονες.<sup>1</sup> Έτσι, στα τέλη Ιουνίου αναμένονταν συνολικές μειώσεις επιτοκίων, για το 2024, της τάξεως των 75 μονάδων βάσης στη ζώνη του ευρώ και 50 μονάδων βάσης στις ΗΠΑ (βλ. Διάγραμμα Α).

Έως τα μέσα Αυγούστου, όμως, οι προσδοκίες των επενδυτών για τα βασικά επιτόκια αναθεωρήθηκαν εκ νέου στην κατεύθυνση περισσότερων μειώσεων και χαμηλότερου επιπέδου επιτοκίων έως το τέλος του 2024, ιδιαίτερα

1 Ενδεικτικά, η ανακοίνωση στις 26.1.2024 για το δείκτη προσωπικών καταναλωτικών δαπανών (Personal Consumption Expenditure) έδειξε ετήσια μεταβολή το Δεκέμβριο του 2023 2,7%, δηλ. τιμή υψηλότερη (κατά +0,1%) από την προσδοκώμενη. Στη συνέχεια, στα τέλη Φεβρουαρίου ανακοινώθηκε εκ νέου υψηλότερη της αναμενόμενης τιμή για το δείκτη αυτόν (2,6%, +0,2% σε σχέση με την προσδοκώμενη τιμή), αλλά και για το δείκτη από τον οποίο εξαιρούνται τα τρόφιμα και η ενέργεια (3,1%, έναντι +0,3%).



Διάγραμμα Α Προσδοκώμενο επίπεδο βασικών επιτοκίων στην ευρωζώνη και στις ΗΠΑ στο τέλος του 2024



Πηγή: LSEG Refinitiv.

Σημείωση: Το εικονιζόμενο επιτόκιο για την ευρωζώνη είναι εκείνο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων (Deposit Facility Rate) και για τις ΗΠΑ είναι το επιτόκιο των ομοσπονδιακών κεφαλαίων (Federal Funds Rate).

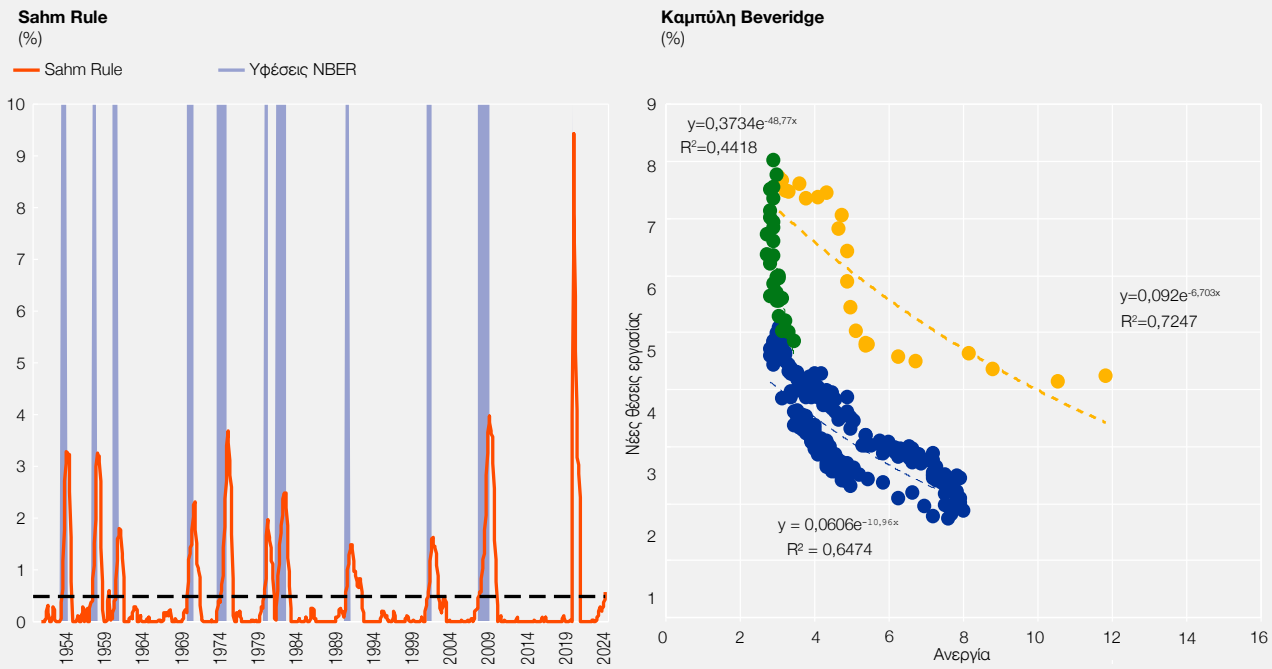
για τα βασικά επιτόκια στις ΗΠΑ. Ο λόγος ήταν ότι στα τέλη Ιουλίου-αρχές Αυγούστου ανακοινώθηκαν στοιχεία για τις παραγγελίες στον κλάδο της μεταποίησης και για την αγορά εργασίας των ΗΠΑ τα οποία θεωρήθηκαν απογοητευτικά από τους επενδυτές.<sup>2</sup> Ειδικά η ανακοίνωση για τα στοιχεία ανεργίας στις ΗΠΑ ερμηνεύθηκε ότι υποδεικνύει μια μη αναμενόμενη, έως τότε, αδυναμία της οικονομικής δραστηριότητας στις ΗΠΑ. Συγκεκριμένα, με βάση την ιστορικότητα των μεταβολών του ποσοστού ανεργίας, ο δείκτης Sahm (Sahm Rule) θεωρείται ότι υποδεικνύει την έναρξη μίας ύφεσης, κάθε φορά που η τιμή του ξεπερνάει το όριο του 0,5%, γεγονός που έλαβε χώρα τη συγκεκριμένη περίοδο.<sup>3</sup> Έτσι, η ανακοίνωση ποσοστού ανεργίας 4,3%, στις 2.8.2024, για το μήνα Ιούλιο (βλ. Διάγραμμα Β, αριστερό γράφημα), πυροδότησε ανησυχίες των επενδυτών ότι η αμερικανική οικονομία οδεύει προς μία ύφεση η οποία, εν πολλοίς, δεν αναμενόταν έως τότε. Κατά συνέπεια, οι επενδυτές αναθεώρησαν προς τα κάτω τις προσδοκίες τους για την πορεία των επιτοκίων στις ΗΠΑ.

Ο δείκτης Sahm είναι βέβαιο ότι παρέχει πολύ καλή ένδειξη, εκ των υστέρων, για τις προηγούμενες υφέσεις στις ΗΠΑ. Όμως, όπως φαίνεται στο δεξιό γράφημα του Διαγράμματος Β, οι αρχικές συνθήκες στην αγορά εργασίας των ΗΠΑ είναι διαφορετικές στην τρέχουσα περίοδο από ό,τι σε προηγούμενες περιόδους, τόσο πριν όσο και κατά τη διάρκεια της πανδημίας. Συγκεκριμένα, η καμπύλη Beveridge, η οποία παρέχει ενδείξεις για το βαθμό στενότητας της αγοράς εργασίας (και άρα κατά πόσον ασκούνται πληθωριστικές πιέσεις από την πλευρά της προσφοράς), υποδεικνύει ότι, σε αντίθεση με προηγούμενους οικονομικούς κύκλους, η στενότητα στην αγορά εργασίας περιορίζεται κυρίως λόγω μείωσης των νέων θέσεων εργασίας και όχι λόγω αύξησης του ποσοστού

2 Συγκεκριμένα, την 1.8.2024, ανακοινώθηκε τιμή 46,8 για το δείκτη παραγγελιών στη μεταποίηση (PMI Manufacturing, Institute of Supply Management), που υπολειπόταν τόσο από την προσδοκώμενη (48,8) όσο και από το όριο (50) πάνω από το οποίο τεκμαίρεται ότι ο τομέας της μεταποίησης επεκτείνεται. Επίσης, στις 2.8.2024 ανακοινώθηκαν 89 χιλιάδες νέες θέσεις εργασίας στις ΗΠΑ και ποσοστό ανεργίας 4,3%. Οι δύο αυτές ανακοινώσεις ήταν απογοητευτικές για τους επενδυτές, καθώς αναμενόταν 175 χιλιάδες νέες θέσεις εργασίας και ποσοστό ανεργίας 4,1%.

3 Βλ. Sahm, C. (2019), "[Direct Stimulus Payments to Individuals](#)", in H. Boushey, R. Nunn, and J. Shambaugh (eds.), *Recession Ready: Fiscal policies to stabilize the American economy*, Washington, DC: The Hamilton Project and the Washington Center for Equitable Growth.

Διάγραμμα Β Δείκτες αγοράς εργασίας των ΗΠΑ



Πηγή: Federal Reserve Bank of Saint Louis (FRED database), επεξεργασία στοιχείων από την Τράπεζα της Ελλάδος.  
 Σημείωση: Το αριστερό γράφημα απεικονίζει με πορτοκαλί γραμμή το δείκτη Sahm (Sahm Rule), ο οποίος υπολογίζεται ως η διαφορά του μέσου όρου του ποσοστού ανεργίας στις ΗΠΑ για το τελευταίο τρίμηνο από την ελάχιστη τιμή των τελευταίων 12 μηνών. Οι σκιασμένες περιοχές είναι οι περίοδοι που έχουν χαρακτηριστεί ως ύφεση για την οικονομία των ΗΠΑ, από το αρμόδιο National Bureau of Economic Research, και η μαύρη διακεκομμένη γραμμή είναι η τιμή 0,5%. Το δεξιό γράφημα απεικονίζει με την καμπύλη Beveridge τη σχέση του ποσοστού ανεργίας (οριζόντιος άξονας) με το ποσοστό των νέων θέσεων εργασίας ως προς το σύνολο του εργατικού δυναμικού (κάθετος άξονας), αποτυπώνοντας τις συνθήκες στενότητας στην αγορά εργασίας. Διακρίνονται τρεις περίοδοι: με μπλε χρώμα απεικονίζεται η περίοδος από το 2000 έως το Μάρτιο του 2020, με πορτοκαλί χρώμα η περίοδος από το Μάρτιο του 2020 έως την έναρξη των αυξήσεων των επιτοκίων από τη Fed το Μάρτιο του 2022 και με πράσινο χρώμα η περίοδος από το Μάρτιο του 2022 έως τον Ιούλιο του 2024.

ανεργίας. Βέβαια, η μείωση των καθαρών νέων θέσεων εργασίας γίνεται με γρήγορους ρυθμούς, γεγονός που υποδηλώνει επιβράδυνση της οικονομικής ανάπτυξης των ΗΠΑ.<sup>4</sup>

Η σωρευτική μεταβολή των καθαρών νέων θέσεων εργασίας έχει επίσης μεγάλη συνάφεια με το χαρακτηρισμό των υφεσιακών περιόδων από το NBER.<sup>5</sup> Συγκεκριμένα, όπως φαίνεται στο Διάγραμμα Γ, η καθοδική πορεία των σωρευτικών νέων θέσεων εργασίας που παρατηρείται αφότου ξεκίνησαν οι αυξήσεις των επιτοκίων συνάδει με επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας στις ΗΠΑ.<sup>6</sup> Όμως, ενώ στις περιπτώσεις των υφέσεων οι καθαρές μεταβολές στις θέσεις εργασίας σε βάθος 12 μηνών είχαν πέσει σε αρνητικό επίπεδο, κάτι τέτοιο δεν παρατηρήθηκε παράλληλα τον Αύγουστο. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με την ανακοίνωση στις 2.8.2024, οι καθαρές μεταβολές στις νέες θέσεις εργασίας για τον Ιούλιο να μην μειώθηκαν σε σύγκριση με 12 μήνες πριν, αλλά παρέμειναν θετικές.

Συνεπώς, να μην επιβραδύνεται η επέκταση των νέων θέσεων εργασίας στις ΗΠΑ, αλλά αφενός το τρέχον επίπεδο των νέων θέσεων εργασίας στο 12μηνο δεν συμβαδίζει με υφεσιακές συνθήκες, αφετέρου η επιβράδυνση ξεκινά από ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα στενότητας στην αγορά εργασίας, όπως υποστηρίζουν και οι αξιωματούχοι

4 Για παράδειγμα, οι αναλυτές αναμένουν ετήσιο ρυθμό μεγέθυνσης του ΑΕΠ στις ΗΠΑ της τάξεως του 2% για το 2025, από 2,7% που αναμένεται για το 2024.  
 5 Ενδεικτικά, στην έκθεση του NBER το Μάρτιο του 2010 (βλ. [Determination of the December 2007 Peak in Economic Activity](#)), αναφέρεται ότι οι νέες θέσεις εργασίας είναι ο πιο αξιόπιστος δείκτης για την εκτίμηση της απασχόλησης, η οποία μαζί με την εγχώρια παραγωγή αποτελούν τα δύο βασικά κριτήρια για την ανακήρυξη μίας περιόδου ως υφεσιακής.  
 6 Το πραγματικό ΑΕΠ επιβραδύνθηκε το α' τρίμηνο του 2024, καθώς ο ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης ήταν 1,4% (βλ. Federal Reserve Board, [Monetary Policy Report July 2024](#), σελ. 22), ενώ συνολικά για το 2024 και το 2025 αναμένονται ρυθμοί ανάπτυξης 2,8% και 2,2% αντίστοιχα, από 2,9% το 2023 (βλ. [IMF World Economic Outlook, October 2024](#)). Αναλυτικότερα βλ. Κεφάλαιο ΙΙ της παρούσας Έκθεσης.

της Fed.<sup>7</sup> Άλλωστε στην ανακοίνωση της απόφασης νομισματικής πολιτικής του περασμένου Σεπτεμβρίου αναφέρεται ότι η αμερικανική οικονομία συνεχίζει να επεκτείνεται με ανθεκτικούς ρυθμούς (solid growth).<sup>8</sup> Έτσι, φαίνεται ότι η Fed δεν αντέδρασε σε μια ήδη πραγματοποιηθείσα επιδείνωση της οικονομικής δραστηριότητας, αλλά μείωσε τα επιτόκια της προληπτικά, κατά 50 μονάδες βάσης, στη συνεδρίαση της FOMC στις 17-18 Σεπτεμβρίου.

### Εξελίξεις στις αγορές μετοχών

Στις αρχές του περασμένου Αυγούστου, μετά τις προαναφερθείσες ανακοινώσεις στοιχείων για την αγορά εργασίας στις ΗΠΑ, παρατηρήθηκε μεγάλη αύξηση στη μεταβλητότητα των διεθνών κεφαλαιαγορών, με τις τιμές των δεικτών τεκμαρτής μεταβλητότητας για μετοχές και ομόλογα να αυξάνονται σε επίπεδα υψηλότερα από το 80-90%, κατά περίπτωση, των ιστορικών παρατηρήσεων.<sup>9</sup> Αυτό το επεισόδιο αύξησης της μεταβλητότητας στις διεθνείς κεφαλαιαγορές συνοδεύθηκε από ανατιμολόγηση των κινδύνων και σημαντική πτώση των τιμών των μετοχών.<sup>10</sup>

Έκτοτε, οι τιμές των μετοχών έχουν ανακάμψει. Βέβαια, η άνοδος των τιμών των μετοχών έχει πραγματοποιηθεί σε περιβάλλον χαμηλής αποστροφής των επενδυτών προς τον κίνδυνο της αγοράς, όπως φαίνεται από το χαμηλό, σε σύγκριση με τα ιστορικά δεδομένα, επίπεδο τεκμαρτής μεταβλητότητας των αγορών μετοχών.<sup>11</sup> Επίσης, όπως αναφέρουν εκθέσεις διεθνών οργανισμών, σε αρκετές αγορές οι αποτιμήσεις των μετοχών είναι υψηλές σε σχέση με τα θεμελιώδη μεγέθη τους.<sup>12</sup> Κατά συνέπεια, καθώς οι αποτιμήσεις των μετοχών είναι υψηλές και η αποστροφή των επενδυτών προς τον κίνδυνο χαμηλή, οι αγορές μετοχών και κατ'επέκταση οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες διεθνώς είναι ευάλωτες σε ενδεχόμενες δυσμενέστερες των αναμενομένων εξελίξεις, για παράδειγμα σε σχέση με τα επιτόκια ή το γεωπολιτικό και οικονομικό περιβάλλον.

### Συμπεράσματα

Τον Αύγουστο του τρέχοντος έτους παρουσιάστηκε σημαντική αύξηση της μεταβλητότητας στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές και πτώση των τιμών, κυρίως των μετοχών, μετά από ανακοινώσεις μακροοικονομικών στοι-

Διάγραμμα Γ Καθαρές μεταβολές των νέων θέσεων εργασίας στις ΗΠΑ και υφέσεις



Πηγή: Federal Reserve Bank of Saint Louis (FRED database), επεξεργασία στοιχείων από την Τράπεζα της Ελλάδος.  
Σημείωση: Το γράφημα αποτυπώνει τη σχέση των καθαρών μεταβολών στις νέες θέσεις εργασίας, σωρευτικά σε 12μηνη βάση (μπλε γραμμή), με τις υφέσεις κατά NBER (περιοχή σκιασμένη με γκρι χρώμα) και το δείκτη Sahm (Sahm Rule) (>0,5%, περιοχή σκιασμένη με πορτοκαλί χρώμα).

7 Βλ. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bowman20240924a.htm>.

8 Βλ. <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/monetary20240918a1.pdf>.

9 Συγκεκριμένα, στις 5.8.2024 ο δείκτης τεκμαρτής μεταβλητότητας επί του δείκτη S&P 500 VIX έκλεισε στις 38,57 μονάδες, τιμή υψηλότερη από το 95% των ιστορικών παρατηρήσεων, και ο αντίστοιχος δείκτης τεκμαρτής μεταβλητότητας για τις ευρωπαϊκές μετοχές VSTOXX στις 31,17 μονάδες, δηλ. κοντά στο επίπεδο του 90ού εκατοστημορίου της κατανομής των ιστορικών παρατηρήσεων. Ακόμη και ο δείκτης τεκμαρτής μεταβλητότητας MOVE για τα αμερικανικά ομοσπονδιακά ομόλογα αυξήθηκε στις 121 μονάδες, τιμή υψηλότερη από το 80% των ιστορικών παρατηρήσεων.

10 Στο κλείσιμο της 5.8.2024 οι δείκτες S&P 500 και Eurostoxx σημείωναν απώλειες 6% και 6,2% αντίστοιχα, σε σχέση με το κλείσιμο της 31.7.2024, ενώ ο γενικός δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών ήταν 9,3% χαμηλότερα από την τιμή κλεισίματος της 31.7.2024.

11 Ενδεικτικά: διάμεση τιμή δεικτών VIX, VDAX και VSTOXX: 1.11 έως 12.12.2024: 14,8, 15,6 και 17,2 (ιστορική διάμεση τιμή: 17,5, 19,9 και 21,4 αντίστοιχα).

12 Βλ. (α) Xia D. and S. Zhu (2024), "Markets' increasing response to labour market conditions in the United States", Box A in Chapter "Carry off, carry on", *BIS Quarterly Review*, Bank for International Settlements, 13 Σεπτεμβρίου, (β) τα πρακτικά της από 19.9.2024 συνεδρίασης της Financial Policy Committee της Τράπεζας της Αγγλίας και (γ) τα πρακτικά της από 26.9.2024 συνεδρίασης του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου (European Systemic Risk Board).

χειών που υποδεικνύουν ότι η οικονομική δραστηριότητα στις ΗΠΑ επιβραδύνεται. Ωστόσο, φαίνεται ότι δεν επιβραδύνονται οι αρχικές ανησυχίες περί επικείμενης ύφεσης, οι οποίες προκάλεσαν την εν λόγω σημαντική αναταραχή στις αγορές μετοχών διεθνώς, καθώς μάλιστα η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ έχει ξεκινήσει μειώσεις επιτοκίων. Ως εκ τούτου, οι αποτιμήσεις στις αγορές μετοχών έχουν ανακάμψει σε μεγάλο βαθμό, όμως παραμένουν ευάλωτες σε ενδεχόμενες δυσμενείς οικονομικές και γεωπολιτικές εξελίξεις.

### 3 ΟΜΟΛΟΓΑ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ

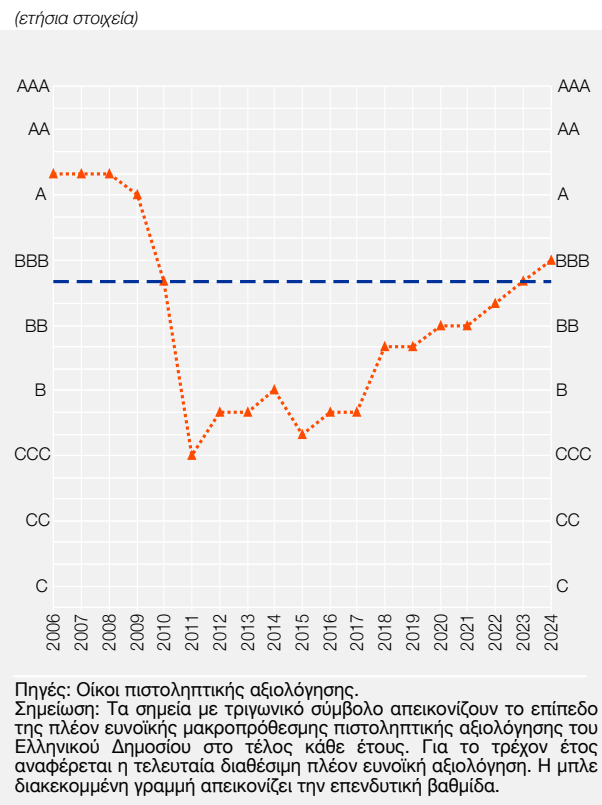
Από την άνοιξη του 2023 έως τους πρώτους μήνες του 2024, οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων παρουσίασαν σημαντικά μεγαλύτερη μείωση σε σχέση με εκείνες των υπόλοιπων κρατικών ομολόγων της ευρωζώνης. Σε αυτή την εξέλιξη συνέβαλε εν πολλοίς η αναβάθμιση της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος στην επενδυτική κατηγορία. Στη συνέχεια, ακολούθησαν σε μεγάλο βαθμό τις εξελίξεις στις αποδόσεις των υπόλοιπων κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ, οι οποίες υποχώρησαν λόγω κυρίως των προσδοκιών των επενδυτών για μειώσεις των βασικών επιτοκίων από την ΕΚΤ.

#### 3.1 Εξελίξεις στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις

Οι θετικές εξελίξεις στις κρατικές πιστοληπτικές αξιολογήσεις για την ελληνική οικονομία συνεχίστηκαν εντός του 2024. Συγκεκριμένα, οι τέσσερις από τους πέντε οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης που είναι αποδεκτοί με βάση το πλαίσιο εφαρμογής της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος (δηλ. Fitch, Morningstar DBRS, Scope Ratings και S&P) έχουν αποδώσει κρατική πιστοληπτική αξιολόγηση για την Ελλάδα εντός της επενδυτικής κατηγορίας ενώ οι προοπτικές για περαιτέρω αναβαθμίσεις είναι θετικές. Επιπλέον, στις 6 Δεκεμβρίου ο οίκος Scope Ratings αναβάθμισε το αξιόχρεο της ελληνικής οικονομίας από BBB- σε BBB (βλ. Διάγραμμα VII.7), στη βάση της ισχυρής επίδοσης των δημόσιων οικονομικών και της βελτίωσης της ποιότητας του χαρτοφυλακίου των ελληνικών τραπεζών. Τέλος, εντός του έτους, μεταβλήθηκαν οι προοπτικές της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης για την ελληνική οικονομία σε θετικές, υποδηλώνοντας σημαντική πιθανότητα περαιτέρω αναβαθμίσεων σε σύντομο χρονικό διάστημα.<sup>9</sup>

Σύμφωνα με τους οίκους, οι παράγοντες που έχουν οδηγήσει στις αναβαθμίσεις μέχρι τώρα ήταν η ισχυρότερη του αναμενομένου ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας, σε συνδυασμό με την

Διάγραμμα VII.7 Πιστοληπτική αξιολόγηση του Ελληνικού Δημοσίου (2006-2024)



9 Οι οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης, με εξαίρεση τον οίκο Fitch, έχουν αλλάξει τις προοπτικές αναβάθμισης του ελληνικού αξιόχρεου από σταθερές σε θετικές. Η τελευταία αλλαγή των προοπτικών της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης σε θετικές έγινε από τον οίκο Moody's στις 13.9.2024, ενώ είχε προηγηθεί ο οίκος S&P, ο οποίος μετέβαλε τις προοπτικές αναβάθμισης του ελληνικού αξιόχρεου σε θετικές από σταθερές στις 19.4.2024. Επίσης, ο οίκος Morningstar DBRS προχώρησε σε αλλαγή των προοπτικών αναβάθμισης στις 6.9.2024. Με βάση τη μεθοδολογία του κάθε οίκου, το διάστημα που μεσολαβεί από τη μεταβολή των προοπτικών έως τη μεταβολή της αξιολόγησης είναι από 6 έως 18 μήνες. Για παράδειγμα, το 2023 η μεταβολή των προοπτικών σε θετικές από τον οίκο S&P έγινε στις 20 Απριλίου και η τελική αναβάθμιση στις 20 Οκτωβρίου.

επίτευξη των δημοσιονομικών στόχων και τη σημαντική μείωση του δημόσιου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ, καθώς και η πολιτική σταθερότητα και η συνέχιση των μεταρρυθμίσεων. Ταυτόχρονα, όπως φαίνεται από τις συνακόλουθες αναβαθμίσεις ελληνικών τραπεζών και επιχειρήσεων, η εξέλιξη αυτή έχει σημαντικές θετικές συνέπειες για το αξιόχρεο των επιχειρήσεων, αλλά και για τη μείωση του κόστους δανεισμού ευρύτερα στην ελληνική οικονομία. Η συνέχιση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και της ισχυρής επίδοσης της ελληνικής οικονομίας, στην οποία αναμένεται να συμβάλει και η αξιοποίηση των διαθέσιμων ευρωπαϊκών πόρων του NGEU, εκτιμάται ότι θα στηρίξει τις πιστοληπτικές αξιολογήσεις και θα οδηγήσει σε περαιτέρω αναβαθμίσεις.<sup>10</sup>

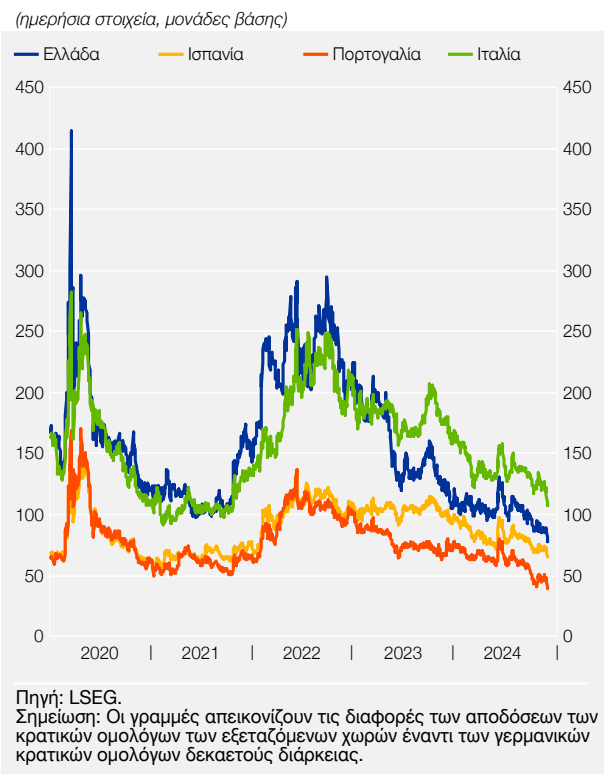
### 3.2 Εξελίξεις στις αγορές

Οι πιστοληπτικές αξιολογήσεις είναι πολύ σημαντικές για τη διαμόρφωση των τοποθετήσεων των χαρτοφυλακίων από μεγάλους διεθνείς επενδυτές. Έτσι, ήδη από την άνοιξη του 2023, καθώς διαφαινόταν ότι οι αναβαθμίσεις θα οδηγήσουν σύντομα σε κρατική πιστοληπτική αξιολόγηση εντός της επενδυτικής κατηγορίας, πολλά επενδυτικά κεφάλαια είχαν αρχίσει να αυξάνουν τις θέσεις τους σε ελληνικά κρατικά ομόλογα.<sup>11</sup> Η επίδραση των αναβαθμίσεων, προερχόμενη κυρίως από την αυξημένη ζήτηση εκ μέρους των διεθνών επενδυτών,<sup>12</sup> συνεχίστηκε και τους πρώτους μήνες του τρέχοντος έτους και εξηγήει την υποχώρηση των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων κατά περίπου 110 μ.β. από τις αρχές του 2023, επιπλέον της μείωσης που προκαλείται από τη διαμόρφωση προσδοκιών για μείωση των βασικών επιτοκίων, και η οποία αντιστοιχεί σε επιπλέον 70 μ.β. περίπου.

Έτσι, οι διαφορές αποδόσεων των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου έναντι άλλων κρατικών ομολόγων της ευρωζώνης έχουν μειωθεί σημαντικά (βλ. Διάγραμμα VII.8). Συγκεκριμένα, η διαφορά αποδόσεων (spread) του ελληνικού δεκαετούς ομολόγου έναντι του αντίστοιχου γερμανικού τίτλου βρισκόταν περίπου στις 81 μ.β. στις 13.12.2024, περίπου 114 μ.β. χαμηλότερη σε σχέση με το μέσο επίπεδό της το α' τρίμηνο του 2023, δηλ. πριν τη διαμόρφωση προσδοκιών για επικείμενη αναβάθμιση στην επενδυτική κατηγορία. Επίσης, οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων έχουν μειωθεί και έναντι άλλων ομολόγων της ευρωζώνης με συγκρίσιμη αξιολόγηση, όπως τα ιταλικά κρατικά ομόλογα (ενδεικτικά, η διαφορά μεταξύ ελληνικού και ιταλικού δεκαετούς ομολόγου ήταν -33 μ.β. στις 13.12.2024, 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,

Διάγραμμα VII.8 Διαφορά αποδόσεων 10ετών κρατικών ομολόγων (Ιανουάριος 2020-Δεκέμβριος 2024)

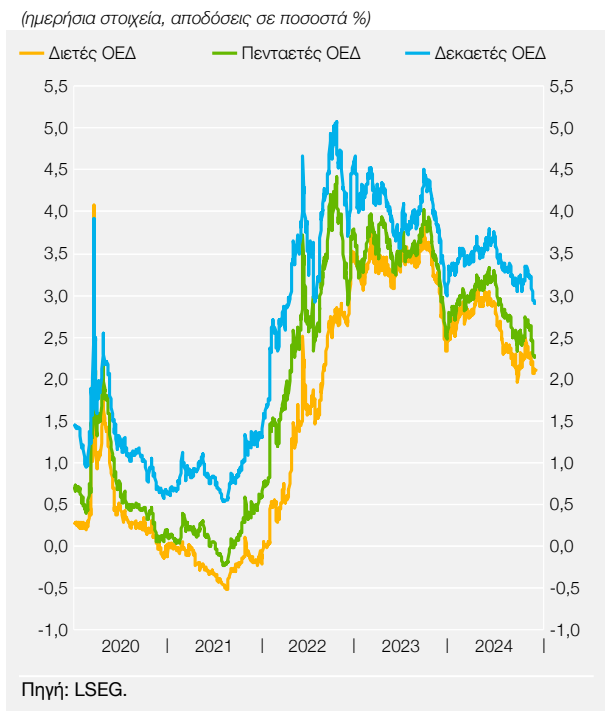


10 Αναλυτικότερα σε σχέση με τους παράγοντες που μπορούν να συμβάλουν σε περαιτέρω αναβαθμίσεις, βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική 2023 – Ενδιάμεση Έκθεση*, Πλαίσιο VII.1, “Οι παράγοντες των αναβαθμίσεων των κρατικών πιστοληπτικών αξιολογήσεων της Ελλάδος”, Δεκέμβριος 2023.

11 Βλ. Giannakidis, C., A. Kontinopoulos, L. Karathanos, A. Lamprousis and P. Migiakis (2024), “The investment grade and funds’ portfolio allocation in Greek assets”, Bank of Greece, *Economic Bulletin*, No. 59, 7-24.

12 Βλ. Πλαίσιο VII.1, *Νομισματική Πολιτική 2023-2024*, Ιούνιος 2024.

**Διάγραμμα VII.9 Αποδόσεις ελληνικών κρατικών ομολόγων (Ιανουάριος 2020-Δεκέμβριος 2024)**



δηλ. μειώθηκαν κυρίως λόγω των προσδοκιών για επικείμενες μειώσεις των βασικών επιτοκίων. Ως εκ τούτου, οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων σε όλο το εύρος της καμπύλης αποδόσεων συνέχισαν την πτωτική πορεία η οποία είχε ξεκινήσει με τις θετικές προοπτικές και τις αναβαθμίσεις που πραγματοποιήθηκαν το 2023 (βλ. Διάγραμμα VII.9).

Το Ελληνικό Δημόσιο αύξησε την άντληση κεφαλαίων με μεσομακροπρόθεσμη διάρκεια από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές κατά την υπό εξέταση περίοδο του 2024 σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2023, ενώ οι νέες εκδόσεις ενέχουν και πολύ θετική σηματοδότηση, εξαιτίας της ισχυρής ζήτησης που εκδηλώθηκε. Οι εκδόσεις ομολόγων εντός του 2024 είχαν μειωμένη μεσοσταθμική απόδοση σε σύγκριση με εκείνες του 2023.<sup>13</sup> Στις πρόσφατες εκδόσεις ομολόγων παρατηρείται σημαντική μείωση του κόστους δανεισμού του Ελληνικού Δημοσίου, γεγονός που συνδέεται με την αναβάθμιση στην επενδυτική κατηγορία και τη συνακόλουθη αύξηση της ζήτησης ελληνικών τίτλων, ιδίως ελληνικών κρατικών ομολόγων, εκ μέρους διεθνών επενδυτών.<sup>14</sup> Ταυτόχρονα,

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 υπό εξέταση διάστημα του 2024 εκδόθηκαν βραχυπρόθεσμοι τίτλοι (δηλ. έντοκα γραμμάτια διάρκειας 3, 6 και 12 μηνών) συνολικού ύψους 15,7 δισεκ. ευρώ (έναντι 23,0 δισεκ. ευρώ για το ίδιο διάστημα του 2023), με το μεσοσταθμικό κόστος των εκδόσεων να παραμένει σχετικά σταθερό (3,39% από 3,48% το 2023).

Τέλος, παρουσιάζεται ελαφρά μείωση στους όγκους συναλλαγών στη δευτερογενή αγορά. Συγκεκριμένα, η μέση ημερήσια αξία συναλλαγών στην Ηλεκτρονική Δευτερογενή Αγορά Τίτλων (ΗΔΑΤ) έχει διαμορφωθεί σε περίπου 110 εκατ. ευρώ μεσοσταθμικά από την αρχή του έτους, έναντι 110 εκατ. ευρώ για το ίδιο διάστημα του 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 για το 2024 έως τα μέσα Δεκεμβρίου διαμορφώθηκε σε 488 εκατ. ευρώ, έναντι 589 εκατ. ευρώ το αντίστοιχο διάστημα του 2023.

13 Την περίοδο Ιανουαρίου-Δεκεμβρίου 2024 το Ελληνικό Δημόσιο προχώρησε σε 11 επανεκδόσεις ύψους 2,55 δισεκ. ευρώ και δύο εκδόσεις ύψους 7 δισεκ. ευρώ, μέσω των οποίων άντλησε σχεδόν το σύνολο του ποσού που είχε προγραμματιστεί για το 2024. Το μεσοσταθμικό τοκομερίδιο και η απόδοση των νέων εκδόσεων για το έτος 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%.

14 Ενδεικτικά, στις εκδόσεις νέων ομολόγων αναφοράς 10ετούς και 30ετούς διάρκειας παρατηρήθηκε πολύ μεγάλη συμμετοχή επενδυτών, με προσφορές που έφθασαν συνολικά τα 35 και 33 δισεκ. ευρώ για εκδόσεις αξίας 4 και 3 δισεκ. ευρώ αντίστοιχα. Τα αποτελέσματα αυτά συγκρίνονται με τις επανεκδόσεις ομολόγων 10ετούς διάρκειας, εντός του β' και γ' τριμήνου του 2023, για πολύ μικρότερα ποσά, οι οποίες πραγματοποιήθηκαν με υψηλότερες αποδόσεις κατά 50-80 μ.β.

## 4 ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ

### 4.1 Ομόλογα ελληνικών τραπεζών

Οι ελληνικές τράπεζες συνεχίζουν να έχουν ενεργή εκδοτική δραστηριότητα στις διεθνείς αγορές ομολόγων, έχοντας ήδη καλύψει τους ενδιάμεσους στόχους για την Ελάχιστη Απαιτήση Ιδίων Κεφαλαίων και Επιλέξιμων Υποχρεώσεων (MREL). Από την αρχή του έτους οι τέσσερις συστημικές ελληνικές τράπεζες έχουν εκδώσει ομόλογα υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας (senior bonds) συνολικού ποσού 5 δισεκ. ευρώ και χαμηλής εξοφλητικής προτεραιότητας (subordinated bonds) ύψους 2,75 δισεκ. ευρώ. Οι εκδόσεις αυτές έρχονται να προστεθούν σε εκδόσεις συνολικού ύψους περίπου 13 δισεκ. ευρώ από το 2018.<sup>15</sup> Το τρέχον κόστος έκδοσης των εν λόγω ομολόγων στην πρωτογενή αγορά είναι χαμηλότερο σε σχέση με αντίστοιχες εκδόσεις τα προηγούμενα έτη, αντανακλώντας, πέρα από τη μείωση των αποδόσεων στην ευρωπαϊκή αγορά τραπεζικών ομολόγων, τις πρόσφατες αναβαθμίσεις στην πιστοληπτική αξιολόγηση των ελληνικών τραπεζών, σε συνέχεια της αναβάθμισης του Ελληνικού Δημοσίου στην επενδυτική κατηγορία το προηγούμενο έτος, αλλά και της βελτίωσης στα θεμελιώδη μεγέθη των τραπεζών.

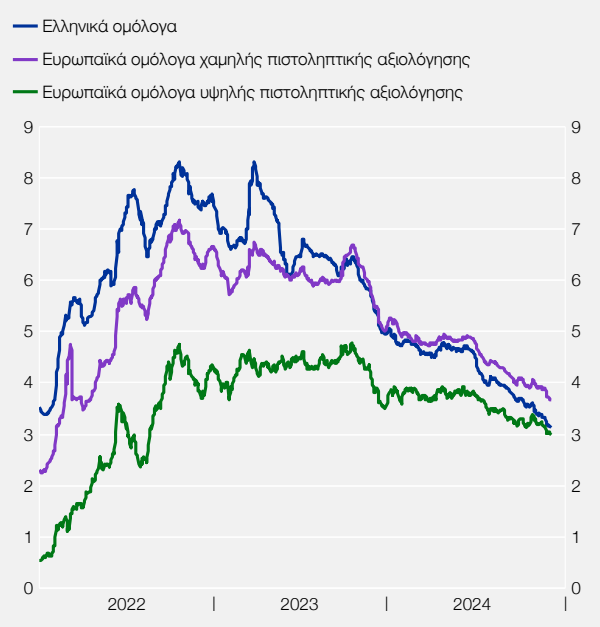
Οι αναβαθμίσεις της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος στην επενδυτική κατηγορία έχουν οδηγήσει σε βελτίωση των αξιολογήσεων των ελληνικών τραπεζών. Συγκεκριμένα, οι αξιολογήσεις των ελληνικών συστημικών τραπεζών από τους τρεις μεγάλους οίκους αξιολόγησης (S&P, Moody's, Fitch) τοποθετούνται μία ή δύο βαθμίδες κάτω από την επενδυτική κατηγορία, με θετικές προοπτικές. Οι εξελίξεις αυτές επέδρασαν μειωτικά στο κόστος χρηματοδότησης των ελληνικών τραπεζών από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές (βλ. Πλαίσιο VII.2).

Έτσι, μετά την ανακοίνωση των θετικών προοπτικών από τον οίκο S&P τον Απρίλιο του 2023 για την κρατική πιστοληπτική αξιολόγηση της Ελλάδος, ο μέσος όρος των αποδόσεων των τραπεζικών ομολόγων υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας, σταθμισμένος ως προς την αξία των υποκείμενων ομολόγων, έχει μειωθεί κατά περίπου 440 μ.β. (βλ. Διάγραμμα VII.10). Η εξέλιξη αυτή εξηγείται από τις αναβαθμίσεις των πιστοληπτικών αξιολογήσεων του κράτους και των τραπεζών και συμβαδίζει με εκτιμήσεις που είχαν γίνει από την Τράπεζα της Ελλάδος.<sup>16</sup>

Η μείωση των αποδόσεων στη δευτερογενή αγορά για τα ομόλογα που έχουν εκδώσει οι ελληνικές τράπεζες οδηγεί, με τη σειρά της, στην έκδοση νέων ομολόγων με χαμηλότερο κόστος

Διάγραμμα VII.10 Αποδόσεις ελληνικών και ευρωπαϊκών τραπεζικών ομολόγων υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας (Ιανουάριος 2022-Δεκέμβριος 2024)

(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).

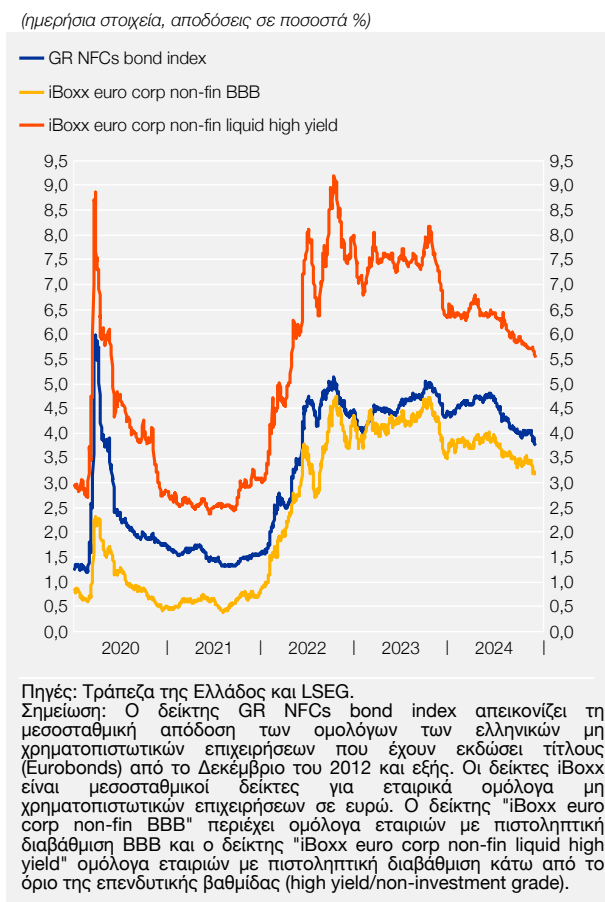
15 Οι συστημικές ελληνικές τράπεζες έχουν εκδώσει ομόλογα συνολικής αξίας περίπου 20,7 δισεκ. ευρώ από το 2018. Από το υφιστάμενο υπόλοιπο ύψους περίπου 17,8 δισεκ. ευρώ, τα 11,6 δισεκ. ευρώ έχουν αντληθεί μέσω έκδοσης τίτλων υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας (senior) και τα 6,2 δισεκ. ευρώ με την έκδοση τίτλων χαμηλής εξοφλητικής προτεραιότητας (subordinated).

16 Βλ. Anastasatou, M. et al. (2023), όπ.π.

δανεισμού. Συγκεκριμένα, από την αρχή του έτους οι συστημικές ελληνικές τράπεζες έχουν εκδώσει ομόλογα υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας με μεσοσταθμική απόδοση 4,3% και χαμηλής εξοφλητικής προτεραιότητας με μεσοσταθμική απόδοση 6,2%, δηλαδή περίπου 240 μ.β. και 350 μ.β. χαμηλότερα από τα ομόλογα αντίστοιχης εξοφλητικής προτεραιότητας το προηγούμενο έτος. 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 επιτοκιακών εσόδων των τραπεζών, χωρίς να επιβαρύνεται το κόστος δανεισμού της πραγματικής οικονομίας. Καθώς οι αξιολογήσεις των ελληνικών τραπεζών από τους οίκους βρίσκονται πλέον στον προθάλαμο της επενδυτικής

κατηγορίας, με θετικές προοπτικές, η τάση μείωσης των αποδόσεων των τραπεζικών ομολόγων αναμένεται να συνεχιστεί, αποφέροντας σημαντικά οικονομικά οφέλη από την ελάφρυνση του κόστους χρηματοδότησης, αλλά και την αύξηση του επενδυτικού ενδιαφέροντος σε συνθήκες σύγκλισης με τα αντίστοιχα ευρωπαϊκά ομόλογα.<sup>17</sup>

**Διάγραμμα VII.11** Αποδόσεις ομολόγων ελληνικών και λοιπών ευρωπαϊκών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (Ιανουάριος 2020-Δεκέμβριος 2024)



#### 4.2 Ομόλογα ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων

Το 2023 οι ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις προχώρησαν σε δύο εκδόσεις ομολόγων, αντλώντας χρηματοδότηση από τις αγορές συνολικού ύψους 600 εκατ. ευρώ, ενώ το 2024 εκδόθηκαν πέντε ακόμη ομόλογα από ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, αντλώντας χρηματοδότηση αξίας 2,13 δισεκ. ευρώ.<sup>18</sup> Οι αποδόσεις των ομολόγων μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων κατέγραψαν μείωση της τάξεως των 65 μ.β. από τις αρχές του 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. Επιπλέον, τα ομόλογα μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων εμφάνισαν μεγαλύτερη σύγκλιση 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 VII.11).

17 Ο οίκος Moody's αποδίδει ήδη αξιολογήσεις εντός της επενδυτικής κατηγορίας στις τέσσερις μεγάλες τράπεζες, για τις καθεσίσες και το μακροχρόνιο χρέος υψηλής εξασφάλισής τους.

18 Από το 2013, ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις έχουν εκδώσει σε διεθνείς αγορές, μέσω θυγατρικών τους, ομόλογα συνολικής αξίας περίπου 14,5 δισεκ. ευρώ, ενώ το υφιστάμενο υπόλοιπο, μετά τις ενδιάμεσες λήξεις, είναι 4,9 δισεκ. ευρώ. Στην ενγώρια αγορά, έως τα μέσα Δεκεμβρίου του 2024 έχουν εκδοθεί από ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις ομόλογα συνολικού ύψους περίπου 4,9 δισεκ. ευρώ, με υφιστάμενο υπόλοιπο περίπου 3,9 δισεκ. ευρώ.



## Πλαίσιο VII.2

**ΟΙ ΑΝΑΒΑΘΜΙΣΕΙΣ ΤΩΝ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΕΩΝ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ**

Η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας των ελληνικών τραπεζών από τους οίκους (rating agencies) έχει βελτιωθεί σημαντικά τα τελευταία έτη, ωθούμενη από τις αναβαθμίσεις της ελληνικής κρατικής αξιολόγησης και την ενίσχυση στα θεμελιώδη μεγέθη των τραπεζών. Συνεπώς, η διαφορά στην αξιολόγηση των ελληνικών τραπεζών από την κρατική πιστοληπτική αξιολόγηση της Ελλάδος έχει περιοριστεί στη 1,5 βαθμίδα περίπου. Η θετική αυτή εξέλιξη αποτυπώνεται στη μείωση του επιπέδου πιστωτικού κινδύνου για τα ελληνικά τραπεζικά ομόλογα, με τις αποδόσεις στην έκδοση να έχουν προσεγγίσει τους δείκτες αποδόσεων ευρωπαϊκών τραπεζικών ομολόγων επενδυτικής κατηγορίας, επιφέροντας σημαντικά οφέλη για τις τράπεζες εν όψει και των στόχων κάλυψης ρυθμιστικών κεφαλαιακών απαιτήσεων (MREL).

Στο παρόν πλαίσιο γίνεται μια σύνοψη της εξέλιξης της πιστοληπτικής αξιολόγησης των ελληνικών τραπεζών και των επιμέρους παραμέτρων κατά την περίοδο που ακολούθησε την έναρξη των αναβαθμίσεων του ελληνικού κρατικού αξιόχρεου έως σήμερα. Σκοπός της μελέτης είναι να αποτυπώσει τη συμβολή των παραμέτρων των πιστοληπτικών αξιολογήσεων στις αναβαθμίσεις των τραπεζών και να αναδείξει τη σημασία τους για το κόστος έκδοσης τραπεζικών ομολόγων.

**Πιστοληπτικές αξιολογήσεις των ελληνικών τραπεζών**

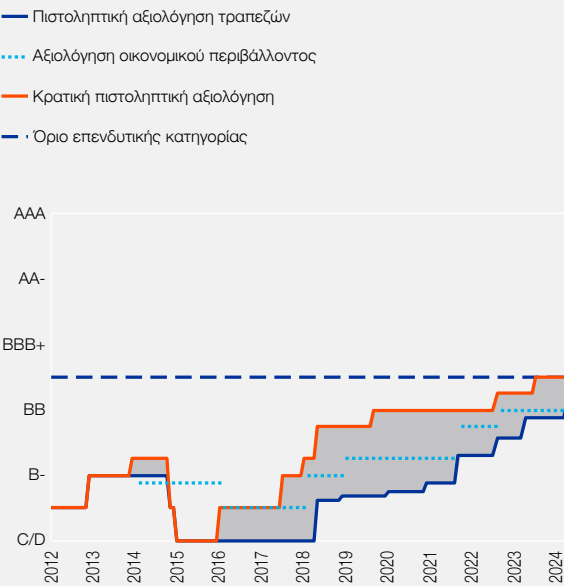
Οι οίκοι εφαρμόζουν ένα σύνθετο πλαίσιο αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας των τραπεζών, το οποίο στηρίζεται σε ποσοτικά και ποιοτικά κριτήρια, σε αντιστοιχία με αυτό που ακολουθούν στις κρατικές πιστοληπτικές αξιολογήσεις.<sup>1</sup> Μέσω αυτού, αξιολογούν τις τράπεζες ως εταιρικές οντότητες, αλλά και την ικανότητά τους να ανταποκρίνονται στις συμβατικές τους υποχρεώσεις έναντι των πιστωτών τους (π.χ. καταθετών, ομολογιούχων),<sup>2</sup> λαμβάνοντας υπόψη ένα μεγάλο αριθμό παραγόντων που αποτυπώνουν το μέγεθος και τις προοπτικές εξέλιξης του πιστωτικού τους κινδύνου. Το εν λόγω πλαίσιο διαμορφώνεται αρχικά από το ποσοτικό σκέλος της διαδικασίας της πιστοληπτικής αξιολόγησης (stand-alone rating), το οποίο περιλαμβάνει την αξιολόγηση του μακροοικονομικού περιβάλλοντος (operating environment) και των χρηματοοικονομικών μεγεθών των τραπεζών, όπως για παράδειγμα της ποιότητας του ενεργητικού τους και της κεφαλαιακής τους επάρκειας. Η τελική πιστοληπτική διαβάθμιση δίνεται από την Επιτροπή Αξιολόγησης (Rating Committee), που λαμβάνει υπόψη και άλλους παράγοντες, συστημικούς ή ιδιοσυγκρασιακούς, όπως προκύπτουν από το αξιολογικό στάδιο προσαρμογής, οι οποίοι ενδέχεται να μεταβάλουν τη βαθμολογία που προκύπτει από το ποσοτικό σκέλος.

Η υποβάθμιση της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος και η συνακόλουθη χειροτέρευση της κρίσης χρέους της ελληνικής οικονομίας την προηγούμενη δεκαετία επέφεραν ραγδαία επιδείνωση της χρηματοοικονομικής κατάστασης των ελληνικών τραπεζών. Τα θεμελιώδη μεγέθη του τραπεζικού συστήματος επιδεινώθηκαν, μεταξύ άλλων, λόγω της ύφεσης και των αρνητικών συνεπειών από την απώλεια εμπιστοσύνης των επενδυτών στις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας, καθώς και λόγω του περιορισμού της χρηματοδότησης από τις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων. Ως αποτέλεσμα, οι οίκοι αξιολόγησης προέβησαν σε υποβαθμίσεις των τραπεζών, σε σύντομο χρονικό διάστημα και κατά αρκετές βαθμίδες, οι οποίες ήταν πολύ στενά συνδεδεμένες με τις υποβαθμίσεις του ελληνικού κρατικού αξιόχρεου. Στη συνέχεια, όπως φαίνεται στο αριστερό γράφημα του Διαγράμματος Α, από το 2013 έως το 2014 οι αξιολογήσεις των ελληνικών τραπεζών, όπως και του Ελληνικού Δη-

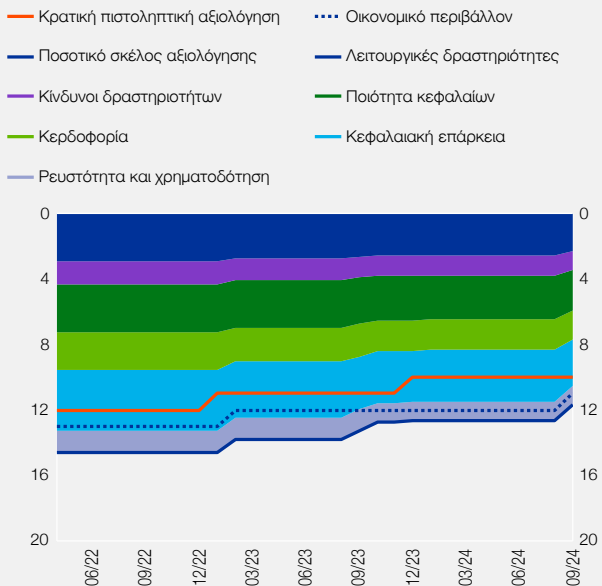
- 1 Βλ. Πλαίσιο VII.1, “Οι παράγοντες των αναβαθμίσεων των κρατικών πιστοληπτικών αξιολογήσεων της Ελλάδος”, Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2023*, Δεκέμβριος 2023, και Malliaropoulos D. and P. Migiakis (2020), “Sovereign credit ratings and the fundamentals of the Greek economy”, Bank of Greece, *Economic Bulletin*, No. 51, 43-72.
- 2 Οι οίκοι αξιολογούν τον πιστωτικό κίνδυνο των τραπεζών σε επίπεδο εκδότη (issuer), στο μακροχρόνιο και βραχυχρόνιο ορίζοντα, αλλά και σε επίπεδο έκδοσης (instrument) που περιλαμβάνει, μεταξύ άλλων, τις τραπεζικές καταθέσεις και τα τραπεζικά ομόλογα. Οι επιμέρους αξιολογήσεις μπορεί να διαφέρουν για τον ίδιο εκδότη, καθώς λαμβάνονται υπόψη κατά περίπτωση επιπρόσθετοι παράγοντες (π.χ. κρατικές εγγυήσεις). Στο παρόν πλαίσιο, η πιστοληπτική αξιολόγηση αναφέρεται στη μέση βαθμολόγηση του εκδότη στο μακροχρόνιο ορίζοντα (long-term issuer rating) για τις τέσσερις συστημικές τράπεζες από τους τρεις μεγαλύτερους οίκους (“Big Three” – S&P, Moody’s και Fitch – οι οποίοι συγκεντρώνουν περίπου το 93% της αγοράς) και, όπου αναφέρεται, στη βαθμολόγηση των ομολόγων τους.

Διάγραμμα Α Πιστοληπτική αξιολόγηση των ελληνικών τραπεζών

1. Αξιολόγηση τραπεζών και κρατική πιστοληπτική αξιολόγηση της Ελλάδος



2. Συνιστώσες της πιστοληπτικής αξιολόγησης των τραπεζών



Πηγές: Οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.  
 Σημείωση: Το διάγραμμα παρουσιάζει τη διαχρονική εξέλιξη της αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας των ελληνικών τραπεζών από τους οίκους. Η αξιολόγηση στο ποσοτικό σκέλος (stand-alone rating) περιλαμβάνει την αξιολόγηση του οικονομικού περιβάλλοντος (operating environment). Η αξιολόγηση της ελληνικής οικονομίας αφορά την κατηγορία της μακροπρόθεσμης πιστοληπτικής ικανότητας σε ξένο νόμισμα. Στο γράφημα 1, η τραπεζική πιστοληπτική αξιολόγηση προκύπτει ως μέσος όρος της αξιολόγησης της μακροπρόθεσμης πιστοληπτικής ικανότητας των τεσσάρων συστημικών τραπεζών. Στο γράφημα 2, η πιστοληπτική αξιολόγηση των τραπεζών προκύπτει από τη σωρευτική αξιολόγηση των επιμέρους παραμέτρων που συνθέτουν το ποσοτικό σκέλος.

μοσίου, άρχισαν να βελτιώνονται, εξέλιξη όμως που αντιστράφηκε πλήρως με την επιβολή περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων (capital controls) και τραπεζικής αργίας, με αποτέλεσμα το 2015 να ακολουθήσουν νέες υποβαθμίσεις, τόσο της κρατικής όσο και των τραπεζικών πιστοληπτικών αξιολογήσεων.<sup>3</sup>

Η περίοδος που ακολούθησε την εκ νέου έναρξη των αναβαθμίσεων του ελληνικού κρατικού αξιόχρεου, το 2016 περίπου, δεν συνοδεύθηκε, ωστόσο, άμεσα από θετικές αξιολογήσεις για τις ελληνικές τράπεζες. Η βαθμολόγηση για το ελληνικό τραπεζικό σύστημα παρέμεινε καθηλωμένη για διάστημα περίπου 3,5 ετών, παρά τη σταδιακή βελτίωση των βασικών τραπεζικών μεγεθών και τις αναβαθμίσεις της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος, κυρίως λόγω του μεγάλου όγκου των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Ως αποτέλεσμα, η διαφορά στην αξιολόγηση (ratings gap) των ελληνικών τραπεζών από αυτήν της ελληνικής οικονομίας διευρύνθηκε στις 5 βαθμίδες, αφήνοντας συνεπώς μεγάλο περιθώριο βελτίωσης στην αξιολόγηση της συνιστώσας του οικονομικού περιβάλλοντος των τραπεζών (operating environment), η οποία αποτελεί και τη βάση για τον προσδιορισμό της συνολικής βαθμολογίας από τους οίκους.

Η άρση των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων τον Οκτώβριο του 2018, σε συνδυασμό με τη σταδιακή βελτίωση των θεμελιωδών μεγεθών της ελληνικής οικονομίας, έδωσε το έναυσμα για την ανοδική πορεία της πιστοληπτικής αξιολόγησης των ελληνικών τραπεζών προς την επενδυτική κατηγορία, η οποία συνεχίζεται έως και σήμερα. Συγκεκριμένα, η βελτίωση πραγματοποιήθηκε αρχικά μέσω της εξίσωσης της συνολικής βαθμολογησης με τη βαθμολόγηση στο ποσοτικό σκέλος της αξιολόγησης (άνοδος κατά 3 βαθμίδες), καθώς η αρνητική επίπτωση

3 Η σχέση των τραπεζικών αξιολογήσεων με τις αντίστοιχες κρατικές τεκμηριώνεται από σχετικές μελέτες: βλ. μεταξύ άλλων Adelino, M. and M. A. Ferreira (2016), “Bank ratings and lending supply: Evidence from sovereign downgrades”, *Review of Financial Studies*, 29(7), 1709-1746, και Drago, D. and R. Gallo (2017), “The impact of sovereign rating changes on the activity of European banks”, *Journal of Banking and Finance*, 85, 99-112. Ως προς τις συνιστώσες της αξιολόγησης των οίκων, βλ. Caporale, G.M., R. Matousek, and C. Stewart (2012), “Ratings assignments: Lessons from international banks”, *Journal of International Money and Finance*, 31(6), 1593-1606.

από το αξιολογικό στάδιο της προσαρμογής των βαθμολογιών (analytical judgement) περιορίστηκε, ενώ θετικά συνετέλεσε και η βελτίωση της παραμέτρου για το οικονομικό περιβάλλον, που ήδη αντανάκλασε τη βελτίωση των προοπτικών της ελληνικής οικονομίας.

Ωστόσο, η βαθμολόγηση της συνιστώσας για το οικονομικό περιβάλλον παρέμενε χαμηλότερη από αυτήν της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης. Η υστέρηση αυτή οφείλεται στο ότι οι οίκοι συμπεριλαμβάνουν στο ποσοτικό σκέλος και άλλες μεταβλητές που σχετίζονται με θεσμικές παραμέτρους (π.χ. δείκτες διακυβέρνησης και νομικού πλαισίου προστασίας των επενδυτών) και συστημικούς παράγοντες (π.χ. βαθμός συγκέντρωσης στο τραπεζικό σύστημα, γεωγραφική διασπορά τραπεζικών εργασιών). Θα πρέπει να σημειωθεί ότι η αξιολόγηση του τραπεζικού συστήματος λειτουργεί αμφίδρομα με αυτή του ελληνικού αξιόχρεου, καθώς η βελτίωση των τραπεζικών θεμελιωδών μεγεθών συνέβαλε επίσης θετικά στη βελτίωση της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος.

Στη συνέχεια, οι διαδοχικές αναβαθμίσεις των ελληνικών τραπεζών στηρίχθηκαν επίσης στη βελτίωση των χρηματοοικονομικών τους μεγεθών. Οι ελληνικές τράπεζες ξεκίνησαν την περίοδο της ανάκαμψης έχοντας μεγάλο απόθεμα μη εξυπηρετούμενων δανείων, το οποίο προκάλούσε δυσμενείς επιπτώσεις στα κεφάλαιά τους και στη δυνατότητά τους να χρηματοδοτήσουν την οικονομία. Παράλληλα παρουσίασαν αρνητική κερδοφορία λόγω των υψηλών προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο, ενώ οι συνθήκες ρευστότητας και χρηματοδότησης παρέμεναν ασθενείς, αλλά έδειχναν σημάδια βελτίωσης. Τη βελτίωση του ποσοτικού σκέλους της διαδικασίας αξιολόγησης (stand-alone rating) αρχικά σηματοδότησαν θετικές εξελίξεις στην ποιότητα του ενεργητικού και στους δείκτες κεφαλαιοποίησης, ως αποτέλεσμα της ενεργητικής πολιτικής των τραπεζών για ελάφρυνση των ισολογισμών τους από τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια. Επίσης, υποστηρικτικό ρόλο είχε και η υψηλότερη βαθμολόγηση των δεικτών ρευστότητας και χρηματοδότησης, εν μέσω ενίσχυσης της εμπιστοσύνης στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα, ευνοϊκών συνθηκών ρευστότητας από τις πολιτικές του Ευρωσυστήματος και έκδοσης τραπεζικών ομολόγων με κόστος δανεισμού πλησιέστερο προς τον ευρωπαϊκό μέσο όρο. Πιο πρόσφατα, ώθηση παρείχαν οι δείκτες κερδοφορίας και κεφαλαιακής επάρκειας, επηρεαζόμενοι θετικά από το περιβάλλον των υψηλών επιτοκίων νομισματικής πολιτικής.

Η αξιολόγηση των ελληνικών τραπεζών πλέον τίθεται περίπου 1,5 βαθμίδα, κατά μέσο όρο, κάτω από την επενδυτική κατηγορία, με τους οίκους να δίνουν θετικές προοπτικές (positive outlook).<sup>4</sup> Η αναβάθμιση των τραπεζών στην επενδυτική κατηγορία θα πρέπει να στηριχθεί πρωτίστως σε περαιτέρω βελτιώσεις στα θεμελιώδη μεγέθη τους. Οι ελληνικές τράπεζες καλούνται να συνεχίσουν την προσπάθεια εξυγίανσης του ενεργητικού τους και βελτίωσης των κεφαλαιακών τους δεικτών, ώστε να συγκλίνουν περαιτέρω προς τον ευρωπαϊκό μέσο όρο, εκκινώντας όμως από υψηλότερη βάση στο δείκτη μη εξυπηρετούμενων δανείων.

#### **Επιδράσεις των αναβαθμίσεων στο κόστος δανεισμού των ελληνικών τραπεζών**

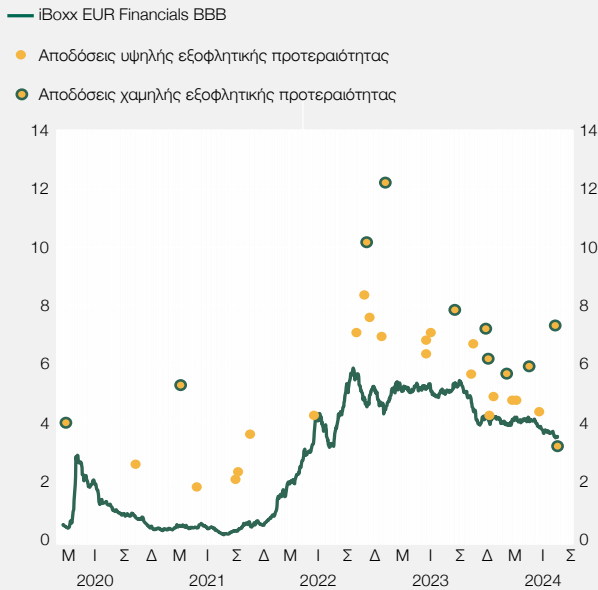
Οι ελληνικές τράπεζες από το 2018 έχουν αυξήσει την παρουσία τους στην πρωτογενή αγορά τραπεζικών ομολόγων, αντλώντας συνολικά 20,7 δισεκ. ευρώ μέσω της έκδοσης ομολόγων υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας (senior bonds) και χαμηλής εξοφλητικής προτεραιότητας (subordinated bonds). Οι διαδοχικές βελτιώσεις στην πιστοληπτική αξιολόγηση των τραπεζών παρείχαν στήριξη στην αξιολόγηση των ομολόγων τους, συχνά με ίδιου μεγέθους αναβαθμίσεις. Ως αποτέλεσμα, τα ελληνικά τραπεζικά ομόλογα υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας έχουν αξιολόγηση ίδια περίπου με αυτή των εκδοτών τους, ενώ αυτά χαμηλής εξοφλητικής προτεραιότητας αξιολογούνται χαμηλότερα.

Οι αναβαθμίσεις των τραπεζικών ομολόγων με τη σειρά τους συνεπάγονται ελάφρυνση του κόστους έκδοσης στην πρωτογενή αγορά ομολόγων, με θετικές συνέπειες στα χρηματοοικονομικά αποτελέσματα των τραπεζών. Οι αποδόσεις στην έκδοση ομολόγων, ιδίως υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας, έχουν προσεγγίσει σταδιακά τους δείκτες αποδόσεων των ομολόγων των ευρωπαϊκών τραπεζών με διαβάθμιση στην επενδυτική κατηγορία, παρά τις αυξητικές πιέσεις που παρατηρούνται ευρύτερα στις αποδόσεις των τραπεζικών ομολόγων της ευρω-

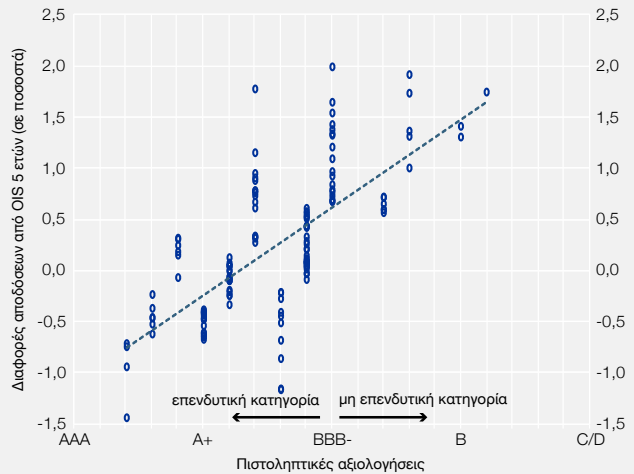
4 Οι αξιολογήσεις των τραπεζών ως εκδοτών ομολόγων παραμένουν χαμηλότερα της επενδυτικής κατηγορίας. Επισημαίνεται βέβαια ότι ο οίκος Moody's αποδίδει αξιολογήσεις εντός της επενδυτικής κατηγορίας στους τίτλους υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας (senior bond rating) που έχουν εκδοθεί από τις ελληνικές τράπεζες.

**Διάγραμμα Β Αποδόσεις ομολόγων των ελληνικών τραπεζών**

**1. Αποδόσεις ομολόγων και δείκτης αποδόσεων τραπεζικών ομολόγων**



**2. Διαφορές αποδόσεων ομολόγων και πιστοληπτικές αξιολογήσεις τραπεζών ευρωζώνης**



Πηγές: LSEG και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.

Σημείωση: Στο γράφημα 1 απεικονίζονται οι αποδόσεις στην έκδοση των ελληνικών τραπεζικών ομολόγων την περίοδο 2020-2024 έναντι του δείκτη αποδόσεων των τραπεζικών ομολόγων της ευρωζώνης με πιστοληπτική αξιολόγηση BBB (iBoxx EUR Financials BBB index) για την ίδια περίοδο. Οι εκδόσεις αφορούν τραπεζικά ομόλογα υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας (senior bonds) και χαμηλής εξοφλητικής προτεραιότητας (subordinated bonds). Στο γράφημα 2 παρουσιάζεται η σχέση μεταξύ πιστοληπτικής αξιολόγησης και αποδόσεων στην έκδοση για τα τραπεζικά ομόλογα της ευρωζώνης. Τα τραπεζικά ομόλογα είναι έκδοσης σε ευρώ το διάστημα 2020-2024 για την κάλυψη ρυθμιστικών κεφαλαιακών απαιτήσεων (bail-in) με ορίζοντα 5-10 έτη. Ο κάθετος άξονας αποτυπώνει τις διαφορές των αποδόσεων των τραπεζικών ομολόγων από ομόλογα αναφοράς αντίστοιχης διάρκειας (επιτόκια OIS 5 ετών). Η πιστοληπτική αξιολόγηση είναι η βέλτιστη μεταξύ των S&P, Moody’s και Fitch στο μακροχρόνιο ορίζοντα για τον εκδότη (long-term issuer rating). Το άνω και κάτω άκρο σε κάθε βαθμίδα προκύπτει ως μισή τυπική απόκλιση επάνω και κάτω από τη διάμεση απόδοση της βαθμίδας αντίστοιχα.

ζώνης, οι οποίες σχετίζονται σε μεγάλο βαθμό με την αυστηροποίηση των διεθνών νομισματικών και χρηματοπιστωτικών συνθηκών (βλ. Διάγραμμα Β, αριστερό γράφημα).

Η σύγκλιση προς τους δείκτες αποδόσεων των ομολόγων των ευρωπαϊκών τραπεζών στην επενδυτική κατηγορία, όπως άλλωστε συνέβη και με τις αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων,<sup>5</sup> αντανάκλα την ενίσχυση της εμπιστοσύνης των επενδυτών στις προοπτικές του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Συγκεκριμένα, εκτιμάται ότι η αύξηση κατά περίπου 1 βαθμίδα από το τρέχον επίπεδο αξιολόγησης θα επέφερε μόνιμη μείωση κατά περίπου 110 μονάδες βάσης στο κόστος δανεισμού των ελληνικών τραπεζών (βλ. Διάγραμμα Β, δεξιό γράφημα).

5 Βλ. Πλαίσιο VII.2, “Εμπειρική διερεύνηση των επιδράσεων των αναβαθμίσεων στην επενδυτική κατηγορία”, Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2023*, Δεκέμβριος 2023.

**5 ΑΓΟΡΑ ΜΕΤΟΧΩΝ**

**5.1 Τιμές μετοχών**

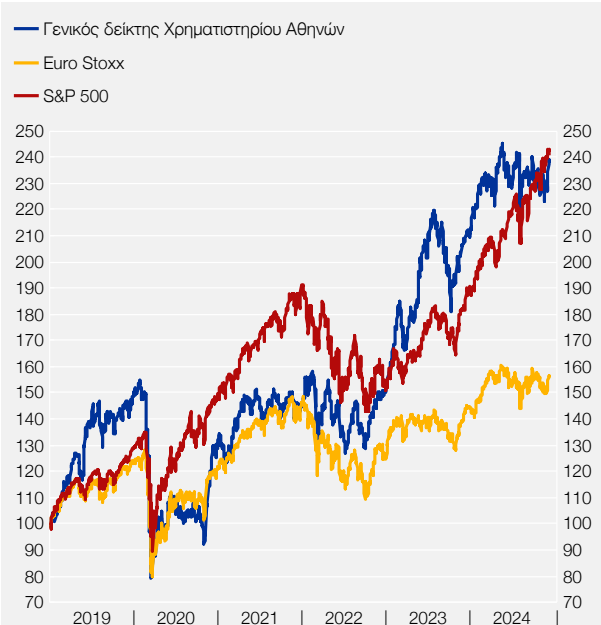
Από τις αρχές του 2024 έως τα μέσα Δεκεμβρίου, οι τιμές στις αγορές μετοχών διεθνώς συνέχισαν την ανοδική τους πορεία, όπως και το 2023, ωθούμενες μεταξύ άλλων από τις προσδοκίες των επενδυτών για μειώσεις των βασικών επιτοκίων.<sup>19</sup> Σημειώνεται όμως, όπως κατέδειξε

19 Συγκεκριμένα, ο δείκτης S&P 500 ενισχύθηκε την περίοδο 1.1-13.12.2024 κατά 26,9%, ο EURO STOXX κατά 8% και ο MSCI World κατά 20,5%. Οι μέσοι όροι των δεικτών VIX και VDAX το υπό εξέταση διάστημα του 2024 ήταν χαμηλότεροι σε σχέση με το ίδιο διάστημα του 2023. Οι κλάδοι τεχνολογίας και τραπεζών στις ΗΠΑ και τραπεζών και βιομηχανίας στην ευρωζώνη έχουν οδηγήσει τους γενικούς δείκτες σε άνοδο.

και το επεισόδιο μεταβλητότητας στις αγορές τον Αύγουστο, ότι οι αποτιμήσεις είναι ευάλωτες σε ενδεχόμενες απροσδόκητες οικονομικές εξελίξεις (βλ. Πλαίσιο VII.1). Σε αυτό το περιβάλλον, οι τιμές των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ) σημείωσαν άνοδο έως τα μέσα Δεκεμβρίου (μεταβολή γενικού δείκτη: +13,6%, βλ. Διάγραμμα VII.12), με το επίπεδο της μεταβλητότητας το 2024 να βρίσκεται χαμηλότερα σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του 2023 (η ετησιοποιημένη μέση μηνιαία μεταβλητότητα των ημερήσιων αποδόσεων από τις αρχές του έτους έως τα μέσα Δεκεμβρίου του 2024 μειώθηκε κατά 4 ποσοστιαίες μονάδες στο 14,7%). Οι τραπεζικές μετοχές παρουσίασαν μεγαλύτερες αποδόσεις (FTSE/Athex Banks: 22,3%), σε συνάφεια κυρίως με την αναβάθμιση της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος στην επενδυτική κατηγορία, καθώς και την αυξημένη κερδοφορία και τις αναβαθμίσεις των πιστοληπτικών αξιολογήσεων των ίδιων των τραπεζών. Η σημαντική ενίσχυση της ζήτησης από διεθνείς επενδυτές για ελληνικά αξιόγραφα διευκόλυνε σημαντικά τη διάθεση της συμμετοχής του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ) στο μετοχικό κεφάλαιο των ελληνικών τραπεζών.<sup>20</sup>

**Διάγραμμα VII.12 Δείκτες τιμών μετοχών (Ιανουάριος 2019-Δεκέμβριος 2024)**

(1.1.2019=100, ημερήσια στοιχεία)



Πηγή: LSEG.

Σημείωση: Οι δείκτες έχουν επανυπολογιστεί με σημείο αναφοράς την αρχή του 2019 (1.1.2019=100) και οι υπόλοιπες παρατηρήσεις αποτυπώνουν την εξέλιξη των δεικτών σε σχέση με την τιμή αναφοράς.

Η συναλλακτική δραστηριότητα (μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών) το υπό εξέταση διάστημα του 2024 ανήλθε σε 134,7 εκατ. ευρώ, παρουσιάζοντας αύξηση περίπου 21,9% σε σχέση με το ίδιο διάστημα του 2023. Σημειώνεται ότι από την αρχή του έτους τέσσερις εταιρίες εισήχθησαν στην κύρια αγορά, προσελκύοντας σημαντικό επενδυτικό ενδιαφέρον, ενώ οκτώ εταιρίες διαγράφηκαν από την κύρια αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Τέλος, πραγματοποιήθηκαν αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου από εισηγμένες εταιρίες του μη χρηματοπιστωτικού τομέα, συμπεριλαμβανομένων των νέων εισαγωγών, συνολικού ύψους περίπου 301 εκατ. ευρώ, έναντι περίπου 265 εκατ. ευρώ το αντίστοιχο διάστημα του 2023.

## 5.2 Αποδοτικότητα εισηγμένων επιχειρήσεων

Τα αποτελέσματα των εισηγμένων μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων με έδρα την Ελλάδα βελτιώθηκαν το πρώτο εξάμηνο του 2024 σε σχέση με το πρώτο εξάμηνο του 2023. Σύμφωνα με τα στοιχεία από τις οικονομικές καταστάσεις 99 εισηγμένων στο ΧΑ επιχειρήσεων, ο κύκλος εργασιών, τα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA) και τα κέρδη προ φόρων αυξήθηκαν κατά περίπου 6%, 21% και 16% αντίστοιχα έναντι του πρώτου εξαμήνου του 2023. Από σύνολο έξι κλάδων, αύξηση πωλήσεων εμφάνισαν οι τέσσερις (ενέργειας και κοινής ωφέλειας, τεχνολογίας και τηλεπικοινωνιών, καταναλωτικών αγαθών και ακινήτων), ενώ το σύνολο των έξι κλάδων (εκτός των τεσσάρων προαναφερθέντων κλάδων, οι βιομηχανικές εταιρίες και οι εταιρίες πρώτων υλών) εμφάνισε αύξηση κερδοφορίας EBITDA.

<sup>20</sup> Βλ. σχετική ανάλυση της Τράπεζας της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2023, Κεφάλαιο ΙΧ, Απρίλιος 2024. Επιπλέον, τον Οκτώβριο του τρέχοντος έτους το ΤΧΣ διέθεσε ποσοστό 10% του μετοχικού κεφαλαίου της Εθνικής Τράπεζας, αντλώντας 690,6 εκατ. ευρώ.

Για το σύνολο των εισηγμένων επιχειρήσεων, το περιθώριο EBITDA και οι δείκτες αποδοκότητας υποχώρησαν ελαφρώς το πρώτο εξάμηνο του 2024 σε σχέση με το πρώτο εξάμηνο του 2023.<sup>21</sup> Επίσης, υποχώρηση εμφάνισαν οι δείκτες μόχλευσης και ρευστότητας.<sup>22</sup>

---

21 Το περιθώριο EBITDA (διάμεσος του λόγου “EBITDA προς πωλήσεις”) για το σύνολο των εισηγμένων επιχειρήσεων διαμορφώθηκε σε 12,5% το πρώτο εξάμηνο του 2024 (από 13,1% το πρώτο εξάμηνο του 2023). Διάμεσος του δείκτη αποδοκότητας συνολικών κεφαλαίων (ROA) και ιδίων κεφαλαίων (ROE): 3% (από 3,9%) και 9,7% (από 10,1%) αντίστοιχα.

22 Ο δείκτης μόχλευσης (διάμεσος του λόγου “συνολικός δανεισμός προς σύνολο ενεργητικού”) διαμορφώθηκε σε 31,7% το πρώτο εξάμηνο του 2024, έναντι 33,1% το πρώτο εξάμηνο του 2023. Αντίστοιχα, ο δείκτης ρευστότητας (διάμεσος του λόγου “κυκλοφορούν ενεργητικό προς βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις”) διαμορφώθηκε σε 156,3%, έναντι 159,2%.

## ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

1	Δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες .....	152
2	Ισοζύγιο πληρωμών .....	153
3	Ανάλυση καταθέσεων/ρέπος των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών στα λοιπά NXI, κατά νόμισμα και κατά κατηγορία .....	154
4	Αποδόσεις ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου .....	155
5	Χρηματοδότηση του εγχώριου ιδιωτικού τομέα από τα εγχώρια NXI .....	156
6	Τραπεζικά επιτόκια νέων καταθέσεων σε ευρώ από κατοίκους της ζώνης του ευρώ .....	157
7	Τραπεζικά επιτόκια νέων δανείων σε ευρώ προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ .....	158

Πίνακας 1 Δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες

Περίοδος	ΔΤΚ (Γενικός)		Αγαθά		Υπηρεσίες		ΔΤΚ χωρίς νυπά οπωροκηπευτικά και καύσιμα		ΔΤΚ χωρίς είδη διατροφής και καύσιμα		
	Δείκτης (2020=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προ- ηγούμενου έτους	Δείκτης (2020=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προ- ηγούμενου έτους	Δείκτης (2020=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προ- ηγούμενου έτους	Δείκτης (2020=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προ- ηγούμενου έτους	Δείκτης (2020=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προ- ηγούμενου έτους	
2020	100,0	-1,2	100,0	-1,6	100,0	-0,8	100,0	-0,4	100,0	-0,6	
2021	101,2	1,2	102,4	2,4	99,5	-0,5	100,2	0,2	99,9	-0,1	
2022	111,0	9,6	116,7	14,0	101,9	2,4	107,3	7,1	105,6	5,7	
2023	114,8	3,5	120,5	3,3	105,8	3,8	112,8	5,1	109,2	3,4	
2022	I	106,4	7,4	110,5	11,7	100,0	0,7	103,8	5,3	103,2	5,2
	II	112,2	11,2	118,9	16,8	101,5	2,0	107,9	7,9	106,9	6,9
	III	112,4	11,7	118,5	16,8	102,8	3,4	107,4	8,0	105,0	6,2
	IV	112,9	8,3	118,9	10,9	103,5	3,7	110,0	7,1	107,3	4,7
2023	I	112,7	5,9	118,0	6,8	104,1	4,2	110,5	6,4	107,1	3,7
	II	115,0	2,5	120,8	1,6	105,7	4,2	113,2	4,9	110,0	2,9
	III	115,0	2,3	120,2	1,4	106,6	3,7	112,8	5,0	109,1	3,8
	IV	116,7	3,3	123,1	3,5	106,6	3,1	114,6	4,2	110,6	3,1
2024	I	116,2	3,1	121,2	2,7	107,9	3,6	114,2	3,4	110,0	2,7
	II	118,0	2,6	122,9	1,7	109,7	3,8	116,2	2,6	112,4	2,2
	III	118,3	2,9	122,0	1,5	111,7	4,8	116,7	3,4	112,8	3,4
2022	Ιαν.	104,7	6,2	107,9	9,9	99,6	0,5	102,6	4,3	102,0	4,4
	Φεβρ.	105,8	7,2	109,7	11,4	99,8	0,6	103,3	5,2	102,7	5,2
	Μάρτ.	108,8	8,9	114,0	13,7	100,5	1,1	105,5	6,3	105,0	6,1
	Απρ.	111,1	10,2	117,6	15,6	100,7	1,3	107,6	7,4	106,9	6,6
	Μάιος	111,8	11,3	118,4	17,2	101,4	1,9	107,5	7,8	106,3	6,8
	Ιούν.	113,6	12,1	120,7	17,7	102,4	2,8	108,8	8,4	107,6	7,2
	Ιούλ.	111,5	11,6	117,3	16,9	102,5	3,0	106,8	8,0	104,7	6,5
	Αύγ.	111,2	11,4	116,7	16,5	102,5	3,3	106,3	7,9	103,6	6,1
	Σεπτ.	114,5	12,0	121,5	16,9	103,4	3,8	109,1	8,1	106,8	6,2
	Οκτ.	113,2	9,1	119,2	12,2	103,6	3,7	109,7	7,4	107,2	5,2
	Νοέμ.	113,1	8,5	119,2	11,3	103,5	3,7	109,8	7,2	107,0	4,9
	Δεκ.	112,5	7,2	118,4	9,3	103,3	3,7	110,4	6,6	107,5	4,0
2023	Ιαν.	112,0	7,0	117,2	8,5	103,7	4,1	109,5	6,7	106,1	4,0
	Φεβρ.	112,3	6,1	117,4	7,0	104,2	4,4	110,0	6,4	106,4	3,6
	Μάρτ.	113,7	4,6	119,5	4,8	104,6	4,1	112,0	6,2	108,7	3,5
	Απρ.	114,5	3,0	120,1	2,1	105,4	4,7	112,6	4,7	109,6	2,5
	Μάιος	114,9	2,8	120,7	1,9	105,7	4,3	113,4	5,5	110,1	3,6
	Ιούν.	115,6	1,8	121,7	0,8	106,1	3,5	113,7	4,5	110,3	2,5
	Ιούλ.	114,3	2,5	119,1	1,5	106,5	3,9	112,3	5,2	108,5	3,6
	Αύγ.	114,3	2,7	119,1	2,0	106,3	3,8	112,1	5,5	108,1	4,3
	Σεπτ.	116,3	1,6	122,4	0,7	106,8	3,3	114,0	4,5	110,6	3,6
	Οκτ.	117,0	3,4	123,5	3,6	106,9	3,2	114,6	4,5	110,9	3,4
	Νοέμ.	116,6	3,0	123,0	3,2	106,5	2,9	114,5	4,2	110,4	3,2
	Δεκ.	116,5	3,5	122,8	3,7	106,6	3,1	114,7	3,8	110,6	2,8
2024	Ιαν.	115,5	3,1	120,5	2,9	107,3	3,5	113,7	3,8	109,2	3,0
	Φεβρ.	115,6	2,9	120,4	2,6	107,7	3,4	113,5	3,2	109,0	2,5
	Μάρτ.	117,4	3,2	122,8	2,8	108,7	3,9	115,5	3,2	111,7	2,8
	Απρ.	118,0	3,1	123,3	2,6	109,3	3,7	116,0	3,0	112,3	2,5
	Μάιος	117,7	2,4	122,6	1,6	109,5	3,5	115,9	2,2	112,2	1,9
	Ιούν.	118,2	2,3	122,9	1,0	110,5	4,1	116,5	2,5	112,8	2,3
	Ιούλ.	117,4	2,7	120,6	1,3	111,4	4,6	115,6	2,9	111,5	2,8
	Αύγ.	117,7	3,0	121,0	1,6	111,6	4,9	116,0	3,5	112,0	3,6
	Σεπτ.	119,8	2,9	124,3	1,6	112,1	5,0	118,4	3,8	115,0	4,0
	Οκτ.	119,8	2,4	124,3	0,6	112,2	4,9	118,5	3,4	115,2	3,9
	Νοέμ.	119,3	2,4	123,6	0,4	112,0	5,2	118,1	3,2	114,8	4,0

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΛΣΤΑΤ.



## Πίνακας 2 Ισοζύγιο πληρωμών

(προσωρινά στοιχεία, εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος-Δεκέμβριος			Ιανουάριος-Σεπτέμβριος		
	2020	2021	2022	2021	2022	2023
<b>I ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΓΩΝ ( I.A + I.B + I.Γ + I.Δ )</b>	<b>-12.271,6</b>	<b>-21.225,6</b>	<b>-13.930,6</b>	<b>-11.897,7</b>	<b>-6.620,6</b>	<b>-7.666,2</b>
<b>ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΑΓΑΘΩΝ ΚΑΙ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ ( I.A + I.B)</b>	<b>-13.874,1</b>	<b>-20.166,3</b>	<b>-11.208,5</b>	<b>-11.653,3</b>	<b>-4.842,9</b>	<b>-6.390,9</b>
Εξαγωγές	74.384,3	101.516,9	99.072,4	77.382,5	76.954,7	77.831,6
Εισαγωγές	88.258,4	121.683,2	110.280,8	89.035,8	81.797,6	84.222,5
<b>I.A ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΑΓΑΘΩΝ ( I.A.1 - I.A.2)</b>	<b>-26.719,1</b>	<b>-39.557,6</b>	<b>-33.026,9</b>	<b>-28.734,8</b>	<b>-23.827,5</b>	<b>-25.990,6</b>
<b>I.A.1 Εξαγωγές αγαθών</b>	<b>39.327,9</b>	<b>53.755,0</b>	<b>50.031,6</b>	<b>39.850,1</b>	<b>37.887,0</b>	<b>36.870,9</b>
Καύσιμα	10.210,2	17.601,7	14.562,1	13.013,2	10.878,9	10.034,3
Πλοία (πωλήσεις)	121,4	110,0	206,9	83,5	162,6	149,4
Αγαθά χωρίς καύσιμα και πλοία	28.996,3	36.043,3	35.262,7	26.753,5	26.845,6	26.687,2
<b>I.A.2 Εισαγωγές αγαθών</b>	<b>66.046,9</b>	<b>93.312,6</b>	<b>83.058,5</b>	<b>68.584,9</b>	<b>61.714,5</b>	<b>62.861,5</b>
Καύσιμα	16.087,3	30.853,2	21.627,1	22.028,4	16.185,9	15.755,7
Πλοία (αγορές)	144,4	403,8	308,7	190,8	231,3	261,6
Αγαθά χωρίς καύσιμα και πλοία	49.815,1	62.055,5	61.122,7	46.365,7	45.297,3	46.844,2
<b>I.B ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ ( I.B.1 - I.B.2)</b>	<b>12.845,0</b>	<b>19.391,3</b>	<b>21.818,5</b>	<b>17.081,5</b>	<b>18.984,6</b>	<b>19.599,7</b>
<b>I.B.1 Εισπράξεις</b>	<b>35.056,4</b>	<b>47.761,9</b>	<b>49.040,7</b>	<b>37.532,4</b>	<b>39.067,7</b>	<b>40.960,7</b>
Ταξιδιωτικό	10.502,7	17.676,2	20.593,6	15.559,8	18.021,4	18.758,3
Μεταφορές	18.728,1	23.434,0	20.999,8	17.266,9	15.571,1	16.011,2
Λοιπές υπηρεσίες	5.825,7	6.651,8	7.447,3	4.705,7	5.475,2	6.191,2
<b>I.B.2 Πληρωμές</b>	<b>22.211,5</b>	<b>28.370,7</b>	<b>27.222,3</b>	<b>20.450,9</b>	<b>20.083,1</b>	<b>21.360,9</b>
Ταξιδιωτικό	1.112,5	1.924,6	2.431,7	1.423,3	1.824,2	2.035,9
Μεταφορές	15.078,7	19.609,7	17.825,5	14.084,3	13.145,0	13.604,9
Λοιπές υπηρεσίες	6.020,3	6.836,3	6.965,1	4.943,4	5.113,9	5.720,1
<b>I.Γ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΠΡΩΤΟΓΕΝΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ (I.Γ.1 - I.Γ.2)</b>	<b>368,7</b>	<b>-757,7</b>	<b>-4.047,6</b>	<b>-275,5</b>	<b>-2.817,8</b>	<b>-3.515,6</b>
<b>I.Γ.1 Εισπράξεις</b>	<b>6.608,1</b>	<b>7.875,5</b>	<b>10.100,3</b>	<b>5.888,6</b>	<b>7.615,3</b>	<b>8.451,3</b>
Από εργασία (αμοιβές, μισθοί)	220,2	224,7	208,8	167,3	157,8	170,4
Από επενδύσεις (τόκοι, μερίσματα, κέρδη)	3.019,2	4.177,7	6.547,2	3.013,8	4.501,3	5.845,7
Λοιπά πρωτογενή εισοδήματα	3.368,8	3.473,0	3.344,3	2.707,5	2.956,2	2.435,2
<b>I.Γ.2 Πληρωμές</b>	<b>6.239,4</b>	<b>8.633,1</b>	<b>14.147,9</b>	<b>6.164,1</b>	<b>10.433,1</b>	<b>11.966,8</b>
Από εργασία (αμοιβές, μισθοί)	1.309,7	1.493,8	1.327,1	1.119,5	991,6	1.020,9
Από επενδύσεις (τόκοι, μερίσματα, κέρδη)	4.433,3	6.478,8	12.304,9	4.492,9	9.041,8	10.593,9
Λοιπά πρωτογενή εισοδήματα	496,5	660,6	515,9	551,7	399,7	352,1
<b>I.Δ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟΓΕΝΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ (I.Δ.1 - I.Δ.2)</b>	<b>1.233,8</b>	<b>-301,6</b>	<b>1.325,5</b>	<b>31,1</b>	<b>1.040,1</b>	<b>2.240,2</b>
<b>I.Δ.1 Εισπράξεις</b>	<b>5.008,2</b>	<b>4.390,6</b>	<b>5.541,5</b>	<b>3.677,0</b>	<b>4.131,7</b>	<b>5.660,4</b>
Γενική κυβέρνηση	3.561,7	2.642,7	3.255,8	2.387,5	2.367,4	885,0
Λοιποί τομείς	1.446,5	1.747,9	2.285,8	1.289,5	1.764,3	4.775,4
<b>I.Δ.2 Πληρωμές</b>	<b>3.774,4</b>	<b>4.692,2</b>	<b>4.216,1</b>	<b>3.645,9</b>	<b>3.091,6</b>	<b>3.420,2</b>
Γενική κυβέρνηση	2.297,1	3.058,7	2.381,9	2.441,8	1.723,4	1.995,3
Λοιποί τομείς	1.477,2	1.633,5	1.834,2	1.204,1	1.368,2	1.424,9
<b>II ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (II.1 - II.2)</b>	<b>4.000,9</b>	<b>3.111,6</b>	<b>2.677,0</b>	<b>2.518,2</b>	<b>2.001,8</b>	<b>-623,9</b>
<b>II.1 Εισπράξεις</b>	<b>4.915,0</b>	<b>3.857,0</b>	<b>3.367,7</b>	<b>3.000,9</b>	<b>2.395,0</b>	<b>273,6</b>
Γενική κυβέρνηση	4.055,5	2.523,2	2.824,7	2.041,1	1.878,3	89,1
Λοιποί τομείς	859,5	1.333,7	543,0	959,8	516,6	184,5
<b>II.2 Πληρωμές</b>	<b>914,1</b>	<b>745,3</b>	<b>690,8</b>	<b>482,7</b>	<b>393,1</b>	<b>897,4</b>
Γενική κυβέρνηση	5,0	7,2	7,0	5,4	5,3	5,3
Λοιποί τομείς	909,1	738,1	683,8	477,3	387,8	892,1
<b>ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΓΩΝ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ( I + II)</b>	<b>-8.270,7</b>	<b>-18.113,9</b>	<b>-11.253,6</b>	<b>-9.379,5</b>	<b>-4.618,8</b>	<b>-8.290,1</b>
<b>III ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΧΡΗΜ/ΚΩΝ ΣΥΝΓΩΝ ( III.A+III.B+III.Γ+III.Δ )</b>	<b>-7.107,6</b>	<b>-16.152,0</b>	<b>-9.024,3</b>	<b>-7.235,8</b>	<b>-2.301,6</b>	<b>-6.609,9</b>
<b>III.A ΑΜΕΣΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ<sup>1</sup></b>	<b>-4.412,6</b>	<b>-4.988,9</b>	<b>-602,9</b>	<b>-4.911,9</b>	<b>-2.436,4</b>	<b>-1.628,1</b>
Απαιτήσεις	1.147,7	2.538,5	3.757,8	1.526,6	1.228,7	1.484,2
Υποχρεώσεις	5.560,4	7.527,5	4.360,7	6.438,4	3.665,1	3.112,3
<b>III.B ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ<sup>1</sup></b>	<b>23.829,9</b>	<b>8.934,9</b>	<b>-3.020,4</b>	<b>10.212,3</b>	<b>2.747,1</b>	<b>-4.119,2</b>
Απαιτήσεις	27.316,7	10.206,3	2.601,4	10.742,9	6.723,1	5.100,5
Υποχρεώσεις	3.486,7	1.271,4	5.621,8	530,6	3.976,0	9.219,7
<b>III.Γ ΛΟΙΠΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ<sup>1</sup></b>	<b>-29.060,9</b>	<b>-18.252,5</b>	<b>-5.931,6</b>	<b>-10.221,5</b>	<b>-2.826,6</b>	<b>-613,2</b>
Απαιτήσεις	3.713,7	-3.688,1	-2.301,7	-1.641,4	-815,8	-2.654,9
Υποχρεώσεις	32.774,6	14.564,4	3.630,0	8.580,1	2.010,8	-2.041,7
(Δάνεια γενικής κυβέρνησης)	-957,9	-4.496,0	-3.501,3	-2.036,4	-194,3	161,4
<b>III.Δ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ<sup>1</sup></b>	<b>2.536,0</b>	<b>-1.845,4</b>	<b>530,6</b>	<b>-2.314,7</b>	<b>214,3</b>	<b>-249,4</b>
<b>IV ΤΑΚΤΟΠΟΙΗΤΕΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ( I + II - III + IV=0)</b>	<b>1.163,1</b>	<b>1.962,0</b>	<b>2.229,3</b>	<b>2.143,7</b>	<b>2.317,1</b>	<b>1.680,2</b>
<b>ΥΦΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ</b>	<b>12.770</b>	<b>11.341</b>	<b>12.324</b>	<b>11.146</b>	<b>11.752</b>	<b>13.861</b>

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 (+) αύξηση, (-) μείωση.

**Πίνακας 3 Ανάλυση καταθέσεων/ρέπος των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών στα λοιπά NXI,<sup>1</sup> κατά νόμισμα και κατά κατηγορία**

(υπόλοιπα σε εκατ. ευρώ, μη εποχικώς διορθωμένα)

Τέλος περιόδου	Σύνολο καταθέσεων/ρέπος	Ανάλυση κατά νόμισμα		Ανάλυση κατά κατηγορία	
		Καταθέσεις/ρέπος σε ευρώ <sup>2</sup>	Καταθέσεις/ρέπος σε λοιπά νομίσματα	Καταθέσεις μίας ημέρας <sup>2</sup>	Λοιπές καταθέσεις και ρέπος
2019	143.123	136.392	6.730	92.261	50.862
2020	163.220	156.421	6.799	116.484	46.736
2021	180.003	172.807	7.196	144.385	35.618
2022	188.742	181.659	7.083	152.963	35.779
2023	194.788	187.502	7.286	143.401	51.387
2021	162.094	155.648	6.446	116.113	45.980
Φεβρ.	162.840	156.403	6.437	117.717	45.123
Μάρτ.	164.792	158.081	6.711	120.769	44.023
Απρ.	167.749	161.302	6.447	125.180	42.569
Μάιος	168.111	161.499	6.613	126.727	41.385
Ιούν.	169.765	162.940	6.826	129.236	40.530
Ιούλ.	171.639	165.023	6.617	131.832	39.808
Αύγ.	173.140	166.446	6.694	134.362	38.778
Σεπτ.	173.700	166.884	6.816	135.779	37.921
Οκτ.	173.688	166.824	6.864	136.690	36.998
Νοέμ.	175.658	168.581	7.077	139.728	35.930
Δεκ.	180.003	172.807	7.196	144.385	35.618
2022	177.819	170.737	7.082	142.772	35.047
Φεβρ.	177.538	170.577	6.961	142.944	34.594
Μάρτ.	176.587	169.549	7.038	142.644	33.943
Απρ.	178.235	171.017	7.217	144.406	33.829
Μάιος	179.438	172.303	7.135	145.937	33.501
Ιούν.	182.332	175.031	7.301	149.598	32.734
Ιούλ.	182.925	175.711	7.214	150.110	32.815
Αύγ.	183.091	175.711	7.380	150.639	32.451
Σεπτ.	185.510	177.973	7.538	152.751	32.759
Οκτ.	184.840	177.401	7.439	152.552	32.288
Νοέμ.	183.923	176.785	7.137	151.007	32.916
Δεκ.	188.742	181.659	7.083	152.963	35.779
2023	184.142	177.042	7.100	148.573	35.569
Φεβρ.	182.798	175.628	7.170	144.632	38.165
Μάρτ.	185.530	178.225	7.306	143.584	41.946
Απρ.	185.494	178.466	7.028	141.801	43.693
Μάιος	186.415	179.135	7.280	141.137	45.278
Ιούν.	189.327	182.083	7.244	142.142	47.185
Ιούλ.	189.091	181.870	7.221	141.322	47.769
Αύγ.	189.351	182.012	7.339	141.150	48.200
Σεπτ.	191.715	184.201	7.514	142.036	49.680
Οκτ.	189.551	182.310	7.241	141.441	48.110
Νοέμ.	188.482	181.334	7.148	140.204	48.278
Δεκ.	194.788	187.502	7.286	143.401	51.387
2024	189.679	182.409	7.270	139.601	50.078
Φεβρ.	188.611	181.358	7.253	138.413	50.198
Μάρτ.	190.256	183.016	7.240	139.581	50.675
Απρ.	190.683	183.324	7.359	140.170	50.514
Μάιος	190.905	183.527	7.378	140.268	50.637
Ιούν.	194.795	187.177	7.618	143.933	50.862
Ιούλ.	194.124	186.672	7.453	144.330	49.794
Αύγ.	195.355	187.837	7.518	144.586	50.769
Σεπτ.	197.594	190.048	7.546	147.548	50.046
Οκτ.	195.512	187.946	7.566	145.528	49.983

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Τα λοιπά Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (λοιπά NXI) περιλαμβάνουν τα πιστωτικά ιδρύματα (εκτός από την Τράπεζα της Ελλάδος) και τα ιδρύματα έκδοσης ηλεκτρονικού χρήματος.

2 Περιλαμβάνεται και το ηλεκτρονικό χρήμα.

Πίνακας 4 Αποδόσεις ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου

(ποσοστά % ετησίως, μέσοι όροι περιόδου)

Περίοδος	3 ετών	5 ετών	7 ετών	10 ετών	15 ετών	20 ετών	30 ετών	
2019	1,22	1,64	2,07	2,59	3,04	3,33	3,50	
2020	0,39	0,58	0,97	1,27	1,48	1,61	1,73	
2021	-0,18	0,11	0,30	0,88	1,08	1,21	1,64	
2022	2,11	2,60	3,04	3,49	3,35	3,36	3,87	
2023	3,34	3,51	3,84	4,00	4,22	4,25	4,29	
2021	Ιαν.	-0,13	-0,02	0,33	0,65	0,94	1,05	1,16
	Φεβρ.	-0,10	0,08	0,36	0,81	1,07	1,17	1,28
	Μάρτ.	-0,11	0,10	0,44	0,91	1,22	1,37	1,58
	Απρ.	-0,16	-0,01	0,33	0,88	1,22	1,52	1,92
	Μάιος	-0,13	0,16	0,38	0,99	1,27	1,49	1,99
	Ιούν.	-0,22	0,06	0,20	0,81	1,00	1,22	1,69
	Ιούλ.	-0,32	-0,08	0,07	0,70	0,85	1,07	1,52
	Αύγ.	-0,38	-0,18	-0,06	0,59	0,70	0,91	1,36
	Σεπτ.	-0,25	0,02	0,12	0,80	0,92	1,09	1,62
	Οκτ.	-0,13	0,22	0,28	0,96	1,06	1,21	1,74
	Νοέμ.	-0,09	0,41	0,52	1,22	1,29	1,28	1,91
	Δεκ.	-0,17	0,50	0,67	1,29	1,41	1,18	1,91
2022	Ιαν.	0,16	0,79	1,14	1,62	1,49	1,44	2,25
	Φεβρ.	0,97	1,53	2,00	2,46	2,18	2,29	2,91
	Μάρτ.	1,05	1,60	2,00	2,61	2,20	2,28	3,05
	Απρ.	1,25	1,90	2,30	2,89	2,24	2,31	3,40
	Μάιος	2,01	2,48	3,07	3,54	3,19	3,24	3,95
	Ιούν.	2,52	2,85	3,49	3,93	3,54	3,78	4,45
	Ιούλ.	2,29	2,64	3,15	3,38	3,50	3,68	4,21
	Αύγ.	2,36	2,76	3,16	3,46	3,62	3,75	4,10
	Σεπτ.	3,12	3,63	4,02	4,44	4,39	4,37	4,58
	Οκτ.	3,31	4,10	4,40	4,87	4,85	4,72	4,82
	Νοέμ.	3,12	3,58	4,04	4,42	4,60	4,38	4,43
	Δεκ.	3,19	3,31	3,74	4,22	4,37	4,02	4,23
2023	Ιαν.	3,31	3,39	3,81	4,29	4,26	4,08	4,33
	Φεβρ.	3,50	3,57	4,11	4,26	4,31	4,23	4,39
	Μάρτ.	3,58	3,74	4,20	4,29	4,36	4,35	4,41
	Απρ.	3,43	3,80	4,13	4,22	4,30	4,29	4,39
	Μάιος	3,23	3,56	3,92	3,98	4,12	4,15	4,27
	Ιούν.	3,30	3,39	3,62	3,71	3,88	3,97	4,09
	Ιούλ.	3,46	3,55	3,74	3,85	4,12	4,15	4,19
	Αύγ.	3,40	3,53	3,72	3,88	4,17	4,21	4,26
	Σεπτ.	3,51	3,71	3,93	4,08	4,38	4,46	4,47
	Οκτ.	3,54	3,78	4,07	4,30	4,65	4,76	4,70
	Νοέμ.	3,18	3,37	3,67	3,88	4,32	4,44	4,29
	Δεκ.	2,60	2,76	3,11	3,28	3,71	3,87	3,73
2024	Ιαν.	2,57	2,74	3,04	3,29	3,72	3,79	3,70
	Φεβρ.	2,73	2,89	3,14	3,45	3,76	3,84	3,77
	Μάρτ.	2,77	2,88	3,09	3,37	3,67	3,78	3,71
	Απρ.	2,88	3,00	3,19	3,49	3,81	3,91	3,85
	Μάιος	2,77	2,88	3,09	3,37	3,67	3,78	3,71
	Ιούν.	2,88	3,00	3,19	3,49	3,81	3,91	3,85
	Ιούλ.	2,95	3,07	3,24	3,55	3,83	3,89	4,12
	Αύγ.	2,92	3,14	3,36	3,65	3,94	4,02	4,25
	Σεπτ.	2,70	2,94	3,18	3,50	3,81	3,92	4,15
	Οκτ.	2,40	2,65	2,95	3,31	3,63	3,77	3,99

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

**Πίνακας 5 Χρηματοδότηση του εγχώριου ιδιωτικού τομέα κατά κλάδο δραστηριότητας από τα εγχώρια NXI<sup>1</sup>**

(υπόλοιπα σε εκατ. ευρώ, μη εποχικώς διορθωμένα)

Τέλος περιόδου	Γενικό σύνολο	Επιχειρήσεις			Ελεύθεροι επαγγελματίες, αγρότες, ατομικές επιχειρήσεις	Ιδιώτες και ιδιωτικά μη κερδοσκοπικά ιδρύματα				
		Σύνολο	Μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις <sup>2</sup>	Λοιπά χρημ/τικά ιδρύματα, ασφαλιστικές επιχ/σεις και ταμεία επαγγελματικής ασφάλισης		Σύνολο	Στεγαστικά δάνεια	Καταναλωτικά δάνεια	Λοιπά	
2019	154.188	73.884	67.348	6.537	10.532	69.771	52.707	16.156	908	
2020	141.812	73.063	66.594	6.468	7.818	60.932	46.133	14.204	595	
2021	109.620	64.541	57.971	6.571	4.848	40.231	30.891	9.012	328	
2022	115.495	71.952	64.001	7.951	4.772	38.772	29.753	8.687	332	
2023	118.405	76.364	67.436	8.928	4.595	37.447	28.456	8.699	291	
2021	Ιαν.	141.113	72.660	66.484	6.176	7.800	60.653	45.951	14.116	586
	Φεβρ.	139.866	72.192	65.945	6.247	7.646	60.027	45.752	13.702	573
	Μάρτ.	139.987	72.750	66.348	6.402	7.668	59.569	45.532	13.564	473
	Απρ.	129.774	68.755	62.117	6.638	6.917	54.102	41.624	12.009	470
	Μάιος	129.631	68.721	62.064	6.657	6.907	54.002	41.513	12.058	431
	Ιούν.	129.883	68.934	62.159	6.775	6.987	53.962	41.399	12.130	433
	Ιούλ.	122.483	66.374	59.910	6.464	6.028	50.081	38.677	10.985	420
	Αύγ.	122.119	66.183	60.078	6.105	6.028	49.908	38.529	10.963	417
	Σεπτ.	119.047	65.630	59.298	6.332	5.587	47.830	37.148	10.314	369
	Οκτ.	118.969	65.706	59.946	5.761	5.516	47.747	37.094	10.283	370
	Νοέμ.	119.449	66.229	60.273	5.956	5.535	47.686	37.011	10.298	377
	Δεκ.	109.620	64.541	57.971	6.571	4.848	40.231	30.891	9.012	328
2022	Ιαν.	108.336	63.528	57.275	6.254	4.773	40.035	30.695	8.991	349
	Φεβρ.	109.234	64.480	57.663	6.817	4.780	39.974	30.623	9.001	351
	Μάρτ.	109.617	65.243	58.249	6.994	4.799	39.575	30.516	8.706	354
	Απρ.	110.181	65.942	58.901	7.040	4.756	39.484	30.426	8.711	347
	Μάιος	110.751	66.461	59.571	6.890	4.875	39.414	30.307	8.759	348
	Ιούν.	112.847	68.428	61.426	7.002	4.949	39.469	30.314	8.808	347
	Ιούλ.	113.338	69.040	61.899	7.141	4.892	39.407	30.246	8.816	345
	Αύγ.	113.296	69.180	62.065	7.115	4.865	39.250	30.105	8.804	341
	Σεπτ.	114.073	69.902	62.806	7.096	4.900	39.271	30.117	8.810	343
	Οκτ.	113.023	69.209	62.174	7.035	4.810	39.004	29.915	8.748	341
	Νοέμ.	112.438	68.739	61.691	7.048	4.757	38.942	29.815	8.792	335
	Δεκ.	115.496	71.952	64.001	7.951	4.772	38.772	29.753	8.687	332
2023	Ιαν.	113.397	70.209	62.575	7.634	4.677	38.511	29.531	8.645	335
	Φεβρ.	113.354	70.323	62.417	7.906	4.624	38.407	29.441	8.636	330
	Μάρτ.	114.160	71.284	63.538	7.746	4.650	38.226	29.311	8.585	330
	Απρ.	113.368	70.757	63.152	7.605	4.540	38.071	29.193	8.550	329
	Μάιος	112.484	69.983	62.245	7.738	4.512	37.988	29.122	8.553	314
	Ιούν.	113.887	71.522	63.555	7.966	4.599	37.766	28.899	8.553	315
	Ιούλ.	112.531	70.308	62.368	7.940	4.522	37.700	28.804	8.590	306
	Αύγ.	111.962	69.821	62.071	7.750	4.522	37.619	28.712	8.602	305
	Σεπτ.	113.622	71.502	63.913	7.590	4.557	37.563	28.623	8.641	300
	Οκτ.	112.669	70.813	63.505	7.308	4.486	37.370	28.531	8.546	293
	Νοέμ.	113.256	71.402	63.414	7.988	4.496	37.358	28.458	8.608	292
	Δεκ.	118.405	76.364	67.436	8.928	4.595	37.447	28.456	8.699	291
2024	Ιαν.	115.631	73.855	65.416	8.439	4.546	37.230	28.248	8.696	286
	Φεβρ.	115.534	74.510	65.821	8.689	4.466	36.558	27.691	8.602	265
	Μάρτ.	117.404	76.396	67.425	8.971	4.511	36.497	27.597	8.636	264
	Απρ.	116.599	75.667	67.104	8.563	4.495	36.438	27.502	8.694	243
	Μάιος	116.490	75.660	67.071	8.589	4.472	36.357	27.433	8.689	245
	Ιούν.	119.654	78.652	69.583	9.069	4.540	36.462	27.429	8.801	242
	Ιούλ.	118.515	77.571	68.532	9.039	4.474	36.470	27.377	8.866	238
	Αύγ.	118.640	77.724	68.665	9.059	4.468	36.447	27.339	8.882	236
	Σεπτ.	119.813	79.409	70.175	9.234	4.390	36.015	27.060	8.749	215
	Οκτ.	121.641	81.379	72.321	9.058	4.331	35.932	26.988	8.738	216

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Στα υπόλοιπα περιλαμβάνονται τα δάνεια και οι τοποθετήσεις των NXI σε εταιρικά ομόλογα.

2 Από το Μάρτιο του 2019, τα δάνεια προς τις ναυτιλιακές εταιρείες με καταστατική έδρα στο εξωτερικό δεν περιλαμβάνονται πλέον στη χρηματοδότηση της εγχώριας οικονομίας, αλλά αναξινομήθηκαν στις λοιπές χώρες.

Πίνακας 6 Τραπεζικά επιτόκια νέων καταθέσεων σε ευρώ από κατοίκους της ζώνης του ευρώ

(ποσοστά % ετησίως, μέσοι όροι περιόδου, εκτός εάν σημειώνεται διαφορετικά)

Περίοδος	Καταθέσεις από νοικοκυριά		Καταθέσεις από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις		Μέσο επιτόκιο όλων των καταθέσεων	
	Μίας ημέρας <sup>1,2</sup>	Με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος	Μίας ημέρας <sup>2</sup>	Με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος		
2019	0,09	0,51	0,15	0,69	0,25	
2020	0,05	0,26	0,09	0,22	0,12	
2021	0,04	0,15	0,01	0,08	0,06	
2022	0,03	0,16	0,01	0,16	0,05	
2023	0,03	1,40	0,14	2,31	0,34	
2021	Ιαν.	0,04	0,19	0,03	0,11	0,08
	Φεβρ.	0,04	0,18	0,02	0,08	0,07
	Μάρτ.	0,04	0,16	0,02	0,07	0,06
	Απρ.	0,04	0,16	0,02	0,08	0,06
	Μάιος	0,04	0,15	0,01	0,09	0,06
	Ιούν.	0,04	0,14	0,01	0,08	0,06
	Ιούλ.	0,04	0,14	0,01	0,06	0,05
	Αύγ.	0,03	0,16	0,01	0,07	0,05
	Σεπτ.	0,03	0,14	0,01	0,05	0,05
	Οκτ.	0,03	0,14	0,00	0,07	0,05
	Νοέμ.	0,03	0,14	0,00	0,07	0,05
	Δεκ.	0,03	0,14	0,00	0,05	0,04
2022	Ιαν.	0,03	0,14	0,00	0,05	0,04
	Φεβρ.	0,02	0,14	0,00	0,05	0,04
	Μάρτ.	0,02	0,13	0,00	0,06	0,04
	Απρ.	0,02	0,13	0,00	0,05	0,04
	Μάιος	0,02	0,12	0,00	0,06	0,04
	Ιούν.	0,03	0,12	0,00	0,06	0,03
	Ιούλ.	0,03	0,13	-0,01	0,05	0,04
	Αύγ.	0,03	0,11	0,01	0,10	0,04
	Σεπτ.	0,03	0,14	0,01	0,15	0,04
	Οκτ.	0,03	0,20	0,01	0,21	0,05
	Νοέμ.	0,03	0,20	0,03	0,30	0,06
	Δεκ.	0,03	0,33	0,05	0,83	0,10
2023	Ιαν.	0,03	0,47	0,08	0,96	0,12
	Φεβρ.	0,03	1,04	0,10	1,28	0,21
	Μάρτ.	0,03	1,16	0,10	1,47	0,23
	Απρ.	0,02	1,22	0,10	1,87	0,25
	Μάιος	0,02	1,31	0,11	2,10	0,28
	Ιούν.	0,02	1,42	0,12	2,28	0,31
	Ιούλ.	0,02	1,50	0,12	2,71	0,35
	Αύγ.	0,03	1,56	0,15	2,70	0,39
	Σεπτ.	0,03	1,73	0,17	2,85	0,43
	Οκτ.	0,03	1,77	0,18	3,06	0,46
	Νοέμ.	0,03	1,79	0,22	3,14	0,50
	Δεκ.	0,03	1,83	0,18	3,25	0,51
2024	Ιαν.	0,03	1,83	0,20	3,19	0,53
	Φεβρ.	0,03	1,80	0,19	3,20	0,53
	Μάρτ.	0,03	1,77	0,17	3,22	0,53
	Απρ.	0,03	1,83	0,16	3,19	0,53
	Μάιος	0,03	1,83	0,17	3,18	0,56
	Ιούν.	0,03	1,86	0,20	3,16	0,57
	Ιούλ.	0,03	1,87	0,20	3,11	0,57
	Αύγ.	0,04	1,88	0,16	2,98	0,54
	Σεπτ.	0,03	1,86	0,19	2,98	0,54
	Οκτ.	0,03	1,84	0,18	2,77	0,53

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Το επιτόκιο των καταθέσεων μίας ημέρας από νοικοκυριά είναι ο σταθμικός μέσος όρος του επιτοκίου των τρεχούμενων λογαριασμών και του επιτοκίου των καταθέσεων απλού ταμειυτηρίου.

2 Επιτόκιο στο τέλος του μηνός.

**Πίνακας 7 Τραπεζικά επιτόκια νέων δανείων σε ευρώ προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ**

(ποσοστά % ετησίως, μέσοι όροι περιόδου, εκτός εάν σημειώνεται διαφορετικά)

Περίοδος	Δάνεια προς ιδιώτες και ιδιωτικά μη κερδοσκοπικά ιδρύματα <sup>1</sup>					Δάνεια προς ελεύθερους επαγγελματίες, αγρότες, ατομικές επιχειρήσεις <sup>1</sup>		Δάνεια προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις <sup>1</sup>			Μέσο επιτόκιο όλων των δανείων	
	Καταναλωτικά δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια <sup>2,3</sup>	Καταναλωτικά δάνεια με καθορισμένη διάρκεια		Στεγαστικά δάνεια		Δάνεια με καθορισμένη διάρκεια και επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος	Δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια <sup>3,4</sup>	Δάνεια με καθορισμένη διάρκεια και επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος				
		Επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος	Μέσο επιτόκιο κατ/κών δανείων με καθορισμένη διάρκεια	Επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος	Μέσο επιτόκιο συνόλου στεγαστικών δανείων			Μέχρι ένα εκατ. ευρώ	Άνω του ενός εκατ. ευρώ			
2019	14,48	10,16	9,46	3,03	3,11	6,81	5,55	4,88	4,31	3,64	4,58	
2020	14,51	11,06	9,71	2,53	2,85	6,75	5,42	4,54	3,94	2,83	4,11	
2021	14,50	11,16	9,99	2,35	2,78	6,55	4,76	4,24	3,79	2,70	3,83	
2022	14,42	11,26	10,52	3,00	3,14	6,59	5,43	4,18	4,29	3,23	4,17	
2023	14,89	12,40	11,30	4,30	4,10	7,61	6,50	6,47	5,96	5,76	5,98	
2021	Ιαν.	14,63	11,33	10,01	2,11	2,54	6,66	5,02	4,36	3,65	2,64	3,79
	Φεβρ.	14,63	10,84	9,66	2,38	2,74	6,63	4,65	4,34	3,97	2,45	3,75
	Μάρτ.	14,64	10,49	9,11	2,43	2,75	6,58	4,93	4,35	3,95	2,92	3,96
	Απρ.	14,61	10,56	9,38	2,29	2,79	6,61	4,85	4,29	3,79	2,64	3,76
	Μάιος	14,48	10,84	9,82	2,61	2,86	6,59	4,82	4,28	3,79	2,56	3,87
	Ιούν.	14,38	10,86	9,63	2,41	2,78	6,55	4,53	4,32	3,70	2,77	3,88
	Ιούλ.	14,39	11,52	10,12	2,44	2,77	6,55	4,73	4,25	4,03	3,03	3,97
	Αύγ.	14,32	12,03	10,69	2,35	2,92	6,53	4,54	4,25	3,73	3,15	4,06
	Σεπτ.	14,28	11,29	10,29	2,33	2,87	6,49	4,97	4,25	3,64	2,41	3,67
	Οκτ.	14,48	11,39	10,32	2,43	2,92	6,49	4,93	4,13	3,74	2,73	3,85
	Νοέμ.	14,50	11,42	10,40	2,41	2,84	6,47	4,73	4,02	3,65	2,38	3,64
	Δεκ.	14,63	11,34	10,40	2,05	2,54	6,42	4,46	4,02	3,81	2,77	3,70
2022	Ιαν.	14,65	11,88	10,94	2,36	2,86	6,56	4,87	3,91	3,72	2,69	3,82
	Φεβρ.	14,69	11,37	10,36	2,39	2,83	6,54	5,00	3,91	3,77	2,38	3,67
	Μάρτ.	14,69	11,19	10,25	2,44	2,81	6,51	5,00	3,89	3,90	2,63	3,77
	Απρ.	14,62	11,05	10,03	2,40	2,83	6,51	5,29	3,83	3,91	3,44	4,11
	Μάιος	14,19	11,00	10,26	2,63	2,93	6,35	4,87	3,77	3,83	2,61	3,80
	Ιούν.	14,11	11,36	10,61	2,95	3,09	6,29	4,82	3,80	3,79	2,92	3,93
	Ιούλ.	14,13	11,33	10,66	2,84	3,01	6,37	4,99	3,76	3,97	2,52	3,66
	Αύγ.	14,11	11,20	10,50	3,01	3,14	6,47	5,36	3,92	4,01	2,84	3,96
	Σεπτ.	14,11	10,96	10,59	3,50	3,36	6,62	5,74	4,37	4,54	3,93	4,58
	Οκτ.	14,44	11,37	10,64	4,00	3,69	6,83	6,24	4,79	5,08	4,03	4,84
	Νοέμ.	14,60	11,07	10,68	3,63	3,52	6,97	6,35	5,02	5,42	4,24	4,88
	Δεκ.	14,68	11,32	10,71	3,81	3,60	7,06	6,62	5,21	5,48	4,49	5,05
2023	Ιαν.	14,73	11,36	10,74	3,90	3,73	7,20	6,83	5,69	5,87	4,85	5,35
	Φεβρ.	14,83	11,72	10,78	3,98	3,78	7,30	7,00	5,85	6,01	5,22	5,57
	Μάρτ.	14,90	12,08	11,12	3,82	3,78	7,43	7,20	5,95	6,25	5,39	5,74
	Απρ.	15,03	12,79	11,47	4,06	3,88	7,57	7,42	6,36	6,32	5,51	5,86
	Μάιος	15,01	12,34	11,24	3,83	3,91	7,61	7,05	6,42	6,52	5,92	6,05
	Ιούν.	14,87	12,58	11,38	4,03	4,07	7,68	5,95	6,50	5,21	5,74	5,84
	Ιούλ.	14,77	13,01	11,87	4,19	4,22	7,70	6,29	6,71	5,81	6,14	6,23
	Αύγ.	14,77	13,40	11,90	4,03	4,22	7,72	6,12	6,73	5,87	6,40	6,38
	Σεπτ.	14,79	12,19	11,11	4,42	4,29	7,77	6,02	6,76	5,95	6,06	6,17
	Οκτ.	14,90	12,59	11,34	5,10	4,49	7,80	6,05	6,89	5,74	5,99	6,19
	Νοέμ.	14,96	12,61	11,60	5,10	4,44	7,77	6,07	6,87	6,02	6,04	6,27
	Δεκ.	15,11	12,10	11,00	5,08	4,37	7,80	5,99	6,87	5,93	5,87	6,13
2024	Ιαν.	15,00	12,08	11,14	5,47	4,58	7,73	5,58	6,80	5,82	5,88	6,17
	Φεβρ.	15,04	10,27	9,99	5,48	4,53	7,72	5,53	6,76	6,00	5,88	5,77
	Μάρτ.	15,18	11,82	10,85	5,01	4,25	7,69	5,63	6,74	5,77	6,24	6,26
	Απρ.	15,07	11,94	10,76	5,11	4,33	7,67	5,50	6,69	5,92	5,94	5,99
	Μάιος	14,99	12,11	10,74	4,96	4,15	7,61	5,79	6,67	5,98	5,25	5,54
	Ιούν.	14,92	12,23	10,98	4,70	4,12	7,55	5,95	6,61	5,98	5,37	5,77
	Ιούλ.	14,93	12,34	11,00	4,42	3,87	7,48	6,09	6,48	5,91	5,59	5,85
	Αύγ.	14,93	12,44	11,03	4,46	3,87	7,40	5,82	6,43	5,70	5,53	5,84
	Σεπτ.	14,87	12,04	10,86	4,28	3,83	7,31	6,12	6,29	5,66	5,21	5,60
	Οκτ.	14,95	12,20	10,87	4,00	3,77	7,44	5,67	6,02	5,45	4,91	5,41

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Δεν περιλαμβάνονται οι επιβαρύνσεις.

2 Το επιτόκιο είναι ο σταθμικός μέσος όρος των επιτοκίων των δανείων προς νοικοκυριά μέσω πιστωτικών καρτών, των ανοικτών δανείων και των υπερεναλήψεων από τρεχούμενους λογαριασμούς.

3 Επιτόκιο στο τέλος του μηνός.

4 Το επιτόκιο είναι ο σταθμικός μέσος όρος των επιτοκίων των δανείων μέσω αλληλόχρεων λογαριασμών και των υπερεναλήψεων από λογαριασμούς όψεως.







