

ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ 2024 - 2025



ΙΟΥΝΙΟΣ
2025



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

Διεύθυνση

Ελ. Βενιζέλου 21
102 50 Αθήνα

Δικτυακός τόπος

<http://www.bankofgreece.gr>

Τηλέφωνο

+30 210 320 2393

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

DOI: <http://doi.org/10.52903/monpol.gr202506>
<https://www.bankofgreece.gr/Publications/NomPol20242025.pdf/>

Τυπώθηκε στο
Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών
της Τράπεζας της Ελλάδος

ISSN: 1108-2305 (print)

ISSN: 2654-1939 (online)

ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ 2024 - 2025

ΙΟΥΝΙΟΣ
2025



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

Προς τη Βουλή των Ελλήνων
και το Υπουργικό Συμβούλιο

Η παρούσα Έκθεση της Τράπεζας της Ελλάδος για τη Νομισματική Πολιτική υποβάλλεται σε ένα περιβάλλον αυξημένης διεθνούς αβεβαιότητας, καθώς από τις αρχές του 2025 αναθεωρούνται θεμελιώδεις αρχές που χαρακτήριζαν το μεταπολεμικό σύστημα οικονομικής διακυβέρνησης. Η αυξανόμενη τάση προς τον προστατευτισμό ενισχύει τον κίνδυνο ενός γενικευμένου και παρατεταμένου εμπορικού πολέμου, δυσχεραίνοντας το σχεδιασμό της οικονομικής πολιτικής παγκοσμίως.



Υπό αυτό το πρίσμα, το 2025 η παγκόσμια οικονομία οδηγείται σε περαιτέρω επιβράδυνση. Το διεθνές εμπόριο πλήττεται από περιοριστικά μέτρα και διαταράξεις στις εφοδιαστικές αλυσίδες, ενώ η επιβολή υψηλών δασμών από τις ΗΠΑ σε κρίσιμες κατηγορίες προϊόντων και βασικούς εμπορικούς εταίρους επιβεβαιώνει τη σταδιακή μετατροπή της εμπορικής πολιτικής σε εργαλείο γεωστρατηγικής πίεσης, αποδυναμώνοντας τους κανόνες του πολυμερούς πλαισίου του διεθνούς εμπορίου. Η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού συνεχίζεται, επιτρέποντας σε αρκετές κεντρικές τράπεζες να προχωρήσουν στη βαθμιαία χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής τους.

Οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές συνθήκες έχουν επιδεινωθεί από τις αρχές του 2025, αντανakλώντας την επιφυλακτικότητα των επενδύων για τις μακροοικονομικές προοπτικές, κυρίως των ΗΠΑ, και τις ανησυχίες τους για τη σταθερότητα του διεθνούς νομισματικού συστήματος και τη συνοχή των οικονομικών πολιτικών. Οι κίνδυνοι για την παγκόσμια οικονομία είναι σημαντικοί και συνδέονται με ενδεχόμενα όπως τυχόν εκδήλωση αναταραχής στις διεθνείς αγορές και περαιτέρω κλιμάκωση των γεωοικονομικών εντάσεων.

Παρά το δυσμενές διεθνές περιβάλλον, η ελληνική οικονομία συνεχίζει να αναπτύσσεται με σταθερό ρυθμό το 2025, επιδεικνύοντας αξιοσημείωτη ανθεκτικότητα. Σύμφωνα με τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος, ο ετήσιος ρυθμός μεγέθυνσης εκτιμάται στο 2,3% το τρέχον έτος, σημαντικά υψηλότερος από το μέσο όρο της ευρωζώνης. Οι κύριες κινητήριες δυνάμεις της ανάπτυξης παραμένουν η ιδιωτική κατανάλωση και οι επενδύσεις, ενώ οι εξαγωγές θα συνεχίσουν να συνεισφέρουν θετικά, παρά τις πιέσεις από το εξωτερικό περιβάλλον. Αν και οι άμεσες επιπτώσεις από την επιβολή δασμών από τις ΗΠΑ αναμένονται περιορισμένες, καθώς η χώρα δεν αποτελεί βασικό εμπορικό εταίρο της Ελλάδος, οι έμμεσες επιδράσεις μέσω της επιβράδυνσης του παγκόσμιου εμπορίου, της αυξημένης αβεβαιότητας και της μεταβολής των διεθνών επενδυτικών ροών ενδέχεται να επηρεάσουν αρνητικά την εξωτερική ζήτηση. Ο πληθωρισμός συνεχίζει να αποκλιμακώνεται, κυρίως λόγω της μείωσης του ενεργειακού κόστους.

Η δημοσιονομική πορεία της χώρας τα τελευταία χρόνια αποτυπώνει τη συνέπεια και την αποτελεσματικότητα της ασκούμενης οικονομικής πολιτικής. Οι εντατικές προσπάθειες για την καταπολέμηση της φοροδιαφυγής αποδίδουν πλέον απτά και μετρήσιμα αποτελέσματα. Τα φορολογικά έσοδα αυξάνονται με μόνιμο τρόπο μέσω της διεύρυνσης της φορολογικής βάσης και επιτυγχάνονται σταθερά υψηλά πρωτογενή πλεονάσματα. Το πρωτογενές πλεόνασμα το 2024 ανήλθε στο 4,8% του ΑΕΠ – σημαντικά υψηλότερο από τις αρχικές προβλέψεις – και το ύψος του υπερέβη κατά πολύ τις πληρωμές τόκων, οδηγώντας σε συνολικό πλεόνασμα του προϋπολογισμού σε επίπεδο γενικής κυβέρνησης ίσο προς 1,3% του ΑΕΠ. Οι επιδόσεις αυτές αποτελούν ιστορικό ορόσημο για τα δημοσιονομικά δεδομένα τουλάχιστον της τελευταίας τριακονταετίας, ενώ το δημόσιο χρέος συνεχίζει να αποκλιμακώνεται με γρήγορο ρυθμό. Η επιτάχυνση της μείωσης του χρέους μέσω πρόωρων αποπληρωμών ενισχύει περαιτέρω την αξιοπιστία της ασκούμενης οικονομικής πολιτικής και περιορίζει τις μελλοντικές ανάγκες διαρθρωτικής προσαρμογής. Με τον τρόπο αυτό, δημι-

ουργείται μόνιμος δημοσιονομικός χώρος τα επόμενα χρόνια, ικανός να υποστηρίξει επιπλέον δημόσιες επενδύσεις, στοχευμένες κοινωνικές παρεμβάσεις, αλλά και μέτρα ελάφρυνσης του φορολογικού βάρους, χωρίς να διαταράσσεται η μακροπρόθεσμη δημοσιονομική ισορροπία.

Οι συνθήκες χρηματοδότησης του Ελληνικού Δημοσίου παραμένουν ευνοϊκές, παρά τη διατήρηση αστάθειας στις διεθνείς αγορές ομολόγων, με τις αποδόσεις των ελληνικών κρατικών τίτλων να ακολουθούν ήπια καθοδική πορεία το 2025. Η συγκράτηση των αποδόσεων αντανακλά τόσο τη λιγότερο περιοριστική νομισματική πολιτική της ΕΚΤ όσο και τη σταθερή ενίσχυση της εμπιστοσύνης των επενδυτών προς την ελληνική οικονομία, λόγω και των συνεχιζόμενων αναβαθμίσεων του αξιόχρεου της χώρας. Παράλληλα, το κόστος δανεισμού για τις ελληνικές τράπεζες υποχωρεί, υποβοηθούμενο από τις συνεχείς αναβαθμίσεις της πιστοληπτικής τους ικανότητας και την πρόσβασή τους στις αγορές κεφαλαίων με ευνοϊκούς όρους. Η σταδιακή βελτίωση του μακροοικονομικού περιβάλλοντος και η περαιτέρω ενίσχυση των θεμελιωδών μεγεθών των τραπεζών συμβάλλουν στην εξομάλυνση των συνθηκών χρηματοδότησης του ιδιωτικού και του δημόσιου τομέα. Συνολικά, οι θετικές εγχώριες εξελίξεις αποτελούν ανάχωμα στην αυξημένη αβεβαιότητα που επικρατεί στο διεθνές χρηματοπιστωτικό περιβάλλον.

Παρά τη συνεχιζόμενη πρόοδο, οι προοπτικές της ελληνικής οικονομίας εξακολουθούν να περιβάλλονται από σημαντικές αβεβαιότητες και κινδύνους, τόσο εξωτερικούς όσο και διαρθρωτικού χαρακτήρα. Σε διεθνές επίπεδο, οι κυριότεροι κίνδυνοι αφορούν ενδεχόμενη περαιτέρω επιβράδυνση της ευρωπαϊκής οικονομίας, αυξημένη αβεβαιότητα στις χρηματοπιστωτικές αγορές, γεωπολιτικές εντάσεις και διαταράξεις στο διεθνές εμπόριο. Σε εγχώριο επίπεδο, προκλήσεις όπως η επιμονή του πληθωρισμού των υπηρεσιών, η στενότητα στην αγορά εργασίας και ενδεχόμενες μισθολογικές πιέσεις, η υποτονική παραγωγικότητα, καθώς και οι δυσμενείς δημογραφικές τάσεις, ενδέχεται να περιορίσουν τη μεσοπρόθεσμη αναπτυξιακή δυναμική.

Η νέα γεωοικονομική συγκυρία καθιστά αναγκαία μια πιο φιλόδοξη ευρωπαϊκή απάντηση, με στόχο την ενίσχυση της στρατηγικής αυτονομίας της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Ταυτόχρονα, διαφαίνεται μια ιστορική ευκαιρία για την Ευρώπη και για το ρόλο του ευρώ ως διεθνούς αποθεματικού νομίσματος. Ένα ισχυρότερο ευρώ στη διεθνή σκηνή θα διέυρνε τις επιλογές των επενδυτών, συμβάλλοντας στη διαμόρφωση ενός πιο σταθερού, ισορροπημένου και ανθεκτικού διεθνούς νομισματικού συστήματος. Οι πρόσφατες πρωτοβουλίες όσον αφορά την ευρωπαϊκή οικονομική πολιτική σηματοδοτούν μια ουσιαστική στροφή προς τη στρατηγική ανθεκτικότητα. Οι εκθέσεις Letta και Draghi θέτουν ένα σαφές και συνεκτικό πλαίσιο προτάσεων για μια βαθύτερη οικονομική και θεσμική ενοποίηση. Η πρωτοβουλία για τον επανεξοπλισμό της Ευρώπης εστιάζει στην ενίσχυση των επενδύσεων σε έρευνα, τεχνολογία και καινοτομία στον τομέα της άμυνας. Η Πυξίδα Ανταγωνιστικότητας αποσκοπεί στην αύξηση της παραγωγικότητας μέσω στοχευμένων επενδύσεων σε στρατηγικούς κλάδους, βελτίωσης του επιχειρηματικού περιβάλλοντος και βάθυνσης της Ενιαίας Αγοράς. Προκειμένου αυτές οι πρωτοβουλίες να εμπνεύσουν παγκόσμια εμπιστοσύνη και να ενδυναμώσουν το διεθνή ρόλο του ευρώ, πρέπει να ενισχυθούν οι προσπάθειες ευρωπαϊκής ενοποίησης, με την ολοκλήρωση της τραπεζικής ένωσης, την προώθηση της ένωσης κεφαλαιαγορών, τη μετάβαση σε ένα κοινό σύστημα δημοσιονομικής διαχείρισης (common fiscal capacity) και τη θέσπιση ενός κοινού ασφαλούς περιουσιακού στοιχείου (ενός οιονεί κρατικού ομολόγου σε πανευρωπαϊκό επίπεδο). Η υλοποίηση αυτών των πολιτικών θα συμβάλει στη διοχέτευση των αποταμιεύσεων προς παραγωγικές και καινοτόμες επενδύσεις και θα ενδυναμώσει τη συνοχή και την ανθεκτικότητα της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης.

Αθήνα, Ιούνιος 2025

Γιάννης Στουρνάρας
Διοικητής

ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Πρόεδρος

Γιάννης Στουρνάρας

Μέλη

Θεόδωρος Πελαγίδης

Χριστίνα Παπακωνσταντίνου

Βασίλειος Κωτσοβίλης

Παναγιώτης Τσακλόγλου

Χρήστος Χατζηεμμανουήλ

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ: ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΖΟΝΤΑΣ ΤΙΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΕΣ ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΔΙΑΣΦΑΛΙΖΟΝΤΑΣ ΤΗ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑ

1.	Εισαγωγή	11
2.	Ελληνική οικονομία: εξελίξεις και προοπτικές	12
2.1	Πραγματική οικονομία	12
2.2	Δημοσιονομικές εξελίξεις	14
2.3	Χρηματοπιστωτικές εξελίξεις	15
2.4	Τραπεζικός τομέας	16
2.5	Προβλέψεις	19
2.6	Κίνδυνοι και αβεβαιότητες	20
3.	Το εξωτερικό περιβάλλον της ελληνικής οικονομίας	20
3.1	Εξελίξεις και προοπτικές εκτός της ευρωζώνης	20
3.2	Εξελίξεις και προοπτικές της ευρωζώνης	21
3.3	Κίνδυνοι και αβεβαιότητες	22
4.	Ενιαία νομισματική πολιτική	23
5.	Πρόοδος, προκλήσεις και προτάσεις πολιτικής για την ελληνική οικονομία	24

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙ

ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

1.	Οικονομικές εξελίξεις και προοπτικές διεθνώς και στη ζώνη του ευρώ και παρεμβάσεις πολιτικής	33
1.1	Παγκόσμια οικονομία	33
1.2	Ζώνη του ευρώ	39
1.3	ΕΕ και ζώνη του ευρώ: παρεμβάσεις πολιτικής	43
Πλαίσιο ΙΙ.1	Αμυντικές δαπάνες στην ΕΕ: θεσμικές πρωτοβουλίες και επιδράσεις	44
2.	Οικονομικές εξελίξεις στις βαλκανικές και υποψήφιες προς ένταξη στην ΕΕ χώρες	52

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙΙ

Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

1.	Η ενιαία νομισματική πολιτική: χάραξη και εφαρμογή	58
Πλαίσιο ΙΙΙ.1	Οικονομετρική εκτίμηση του φυσικού επιτοκίου στη ζώνη του ευρώ	65

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙV

ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

1.	Εξελίξεις και προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας	72
1.1	Εξελίξεις από την πλευρά της ζήτησης	72
1.2	Εξελίξεις από την πλευρά της προσφοράς	77
2.	Εξελίξεις και προοπτικές της αγοράς ακινήτων	80
3.	Εξελίξεις και προοπτικές της απασχόλησης και της ανεργίας	83
4.	Πληθωρισμός, επιχειρηματικά κέρδη, κόστος εργασίας και ανταγωνιστικότητα	86
4.1	Πληθωρισμός	86
4.2	Επιχειρηματικά κέρδη	87
4.3	Κόστος εργασίας	88
4.4	Διεθνής ανταγωνιστικότητα	89
5.	Ισοζύγιο πληρωμών και διεθνής επενδυτική θέση	91
6.	Οι προβλέψεις για την ελληνική οικονομία	95

Πλαίσιο IV.1	Διερεύνηση των επιδράσεων στην ελληνική οικονομία από την επιβολή δασμών των ΗΠΑ	97
Πλαίσιο IV.2	Η επίπτωση των δασμών των ΗΠΑ στο εξωτερικό εμπόριο αγαθών και υπηρεσιών της Ελλάδος	101

ΚΕΦΑΛΑΙΟ V

ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

1.	Δημοσιονομικές εξελίξεις το 2024	105
2.	Θεσμικό πλαίσιο και δημοσιονομικές μεταρρυθμίσεις	110
3.	Προτάσεις πολιτικής	111
	Πλαίσιο V.1 Η φορολογική διάβρωση (fiscal drag) στην Ελλάδα	113
4.	Η εξέλιξη των δημοσιονομικών μεγεθών το 2025	119
4.1	Γενική κυβέρνηση (εθνικολογιστικά στοιχεία – ΕΛΣΤΑΤ)	119
4.2	Γενική κυβέρνηση (στοιχεία Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους – ΓΛΚ)	119
4.3	Κρατικός Προϋπολογισμός (τροποποιημένη ταμειακή βάση)	120
4.4	Κρατικός Προϋπολογισμός σε ταμειακή βάση	121
4.5	Χρέος γενικής κυβέρνησης	122

ΚΕΦΑΛΑΙΟ VI

ΧΡΗΜΑ, ΠΙΣΤΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΕΣ

1.	Τραπεζικά επιτόκια	126
2.	Τραπεζική πίστη	129
	Πλαίσιο VI.1 Τα χαρακτηριστικά της τραπεζικής χρηματοδότησης των ελληνικών επιχειρήσεων κατά το 2024 από τη βάση αναλυτικών πιστωτικών δεδομένων AnaCredit	130
3.	Τραπεζικές καταθέσεις	134
4.	Εξελίξεις στον τραπεζικό τομέα	136

ΚΕΦΑΛΑΙΟ VII

ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

1.	Διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων	142
2.	Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου	147
2.1	Εξελίξεις στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις	147
2.2	Εξελίξεις στις αγορές	148
3.	Ελληνικά εταιρικά ομόλογα	150
3.1	Ομόλογα ελληνικών τραπεζών	150
3.2	Ομόλογα ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων	151
4.	Αγορά μετοχών	152
4.1	Τιμές μετοχών	152
4.2	Αποδοτικότητα εισηγμένων επιχειρήσεων	152
	Πλαίσιο VII.1 Επιδράσεις μετάδοσης στα κρατικά ομόλογα των ΗΠΑ και της ζώνης του ευρώ	153
	Πλαίσιο VII.2 Χρηματοοικονομικοί δείκτες με πρόδρομη πληροφόρηση για την οικονομία των ΗΠΑ	158

ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	163
-----------------------------	-----

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ: ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΖΟΝΤΑΣ ΤΙΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΕΣ ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΔΙΑΣΦΑΛΙΖΟΝΤΑΣ ΤΗ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑ

1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η παγκόσμια οικονομία διανύει μια μεταβατική περίοδο, κατά την οποία αναθεωρούνται θεμελιώδεις αρχές που χαρακτήριζαν το μεταπολεμικό σύστημα της παγκόσμιας οικονομικής διακυβέρνησης. Οι ΗΠΑ υιοθετούν πολιτικές προστατευτισμού, επιβάλλοντας ιστορικά υψηλούς δασμούς σε στρατηγικούς εμπορικούς εταίρους τους, μεταξύ αυτών η Κίνα, το Μεξικό, ο Καναδάς και η Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ). Οι δασμοί αυτοί δημιουργούν ένα περιβάλλον αυξημένων περιορισμών στο διεθνές εμπόριο και πυροδοτούν αντίμετρα από τις θιγόμενες χώρες. Αν και η προσωρινή αποκλιμάκωση των εντάσεων μεταξύ ΗΠΑ και Κίνας είναι ενθαρρυντική, η γενική εικόνα εξακολουθεί να είναι εξαιρετικά ρευστή. Η αυξανόμενη τάση προς τον προστατευτισμό ενισχύει τον κίνδυνο ενός γενικευμένου και παρατεταμένου εμπορικού πολέμου, δυσχεραίνοντας το σχεδιασμό οικονομικής πολιτικής παγκοσμίως.

Οι επιπτώσεις του εμπορικού πολέμου είναι ήδη ορατές σε παγκόσμιο επίπεδο, πλήττοντας τη ζήτηση, τις εμπορικές ροές και τη σταθερότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών. Παράλληλα, η αυξημένη αβεβαιότητα κλονίζει την εμπιστοσύνη και επηρεάζει δυσμενώς το επενδυτικό κλίμα.

Η παγκόσμια οικονομία οδηγείται σε περαιτέρω επιβράδυνση το 2025 υπό το βάρος ενός πιο περιοριστικού περιβάλλοντος για το διεθνές εμπόριο και μιας απότομης αύξησης της αβεβαιότητας για την εμπορική και οικονομική πολιτική (κυρίως των ΗΠΑ), η οποία επηρεάζει όχι μόνο τις εξαγωγές, αλλά και την κατανάλωση και τις επενδύσεις πολλών οικονομιών. Η ανακοίνωση επιβολής “ανταποδοτικών” δασμών από τις ΗΠΑ σχεδόν σε όλους τους εμπορικούς εταίρους τους στις αρχές Απριλίου του 2025 προκάλεσε αναταραχή στις διεθνείς αγορές μετοχών και ομολόγων. Η υψηλή αβεβαιότητα και η επιδείνωση του επενδυτικού κλίματος έχουν επιφέρει σημαντική προς τα κάτω αναθεώρηση των προσδοκιών των επενδυτών για την οικονομική δραστηριότητα σε ορισμένες μεγάλες οικονομίες, ιδίως των ΗΠΑ, ενώ οι δασμοί αναμένεται να αυξήσουν τον πληθωρισμό στις ΗΠΑ.

Σε αυτό το περιβάλλον, για πρώτη φορά από τη δεκαετία του 1970, παρατηρείται αυξημένη επιφυλακτικότητα των επενδυτών έναντι των αμερικανικών ομοσπονδιακών ομολόγων, καθώς ρευστοποιήθηκαν επενδυτικές θέσεις σε αυτά και ταυτόχρονα οι επενδυτές αναζητούσαν ασφαλή καταφύγια. Πρόκειται για εξέλιξη με ιστορική βαρύτητα, που υποδηλώνει τη μειωμένη εμπιστοσύνη των επενδυτών απέναντι στην οικονομική πολιτική των ΗΠΑ, αντικατοπτρίζοντας βαθύτερες ανησυχίες για τη μακροοικονομική σταθερότητα και τη δημοσιονομική πορεία των ΗΠΑ. Από μόνο του αυτό το γεγονός λειτουργεί ως καταλύτης στο διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα, καθώς διαβρώνεται η θέση των αμερικανικών ομοσπονδιακών ομολόγων ως ομολόγων αναφοράς χωρίς κίνδυνο. Ταυτόχρονα, στη ζώνη του ευρώ καταγράφηκαν καθαρές εισροές σε μακροπρόθεσμα ομόλογα και στην αγορά χρήματος, ενώ σημειώθηκε και ανατίμηση του ευρώ, καθώς οι ευρωπαϊκοί τίτλοι αποτελούν ένα σταθερό και ασφαλές επενδυτικό καταφύγιο, αναδεικνύοντας μια σημαντική ευκαιρία για την ευρωπαϊκή οικονομία, με ενίσχυση του ρόλου του ευρώ ως διεθνούς αποθεματικού νομίσματος.

Η οικονομία της ζώνης του ευρώ επέδειξε ανθεκτικότητα στις αρχές του 2025, ωστόσο η ανάπτυξη υπόκειται σε καθοδικούς κινδύνους. Ο υψηλός βαθμός αβεβαιότητας, ως απόρροια των επιδεινούμενων συνθηκών στο διεθνές εμπόριο, της εντεινόμενης γεωπολιτικής αστάθειας και της μεταβλητότητας στις χρηματοπιστωτικές αγορές, αποδυναμώνει τα κίνητρα για επενδύσεις και υπονομεύει την καταναλωτική εμπιστοσύνη. Παρά τις προκλήσεις που πηγάζουν

ζουν από το εξωτερικό περιβάλλον, η οικονομική δραστηριότητα επιταχύνθηκε το α' τρίμηνο του 2025, κυρίως λόγω της αύξησης των επενδύσεων και των εξαγωγών εν αναμονή υψηλότερων δασμών.

Το πρώτο πεντάμηνο του 2025 η διαδικασία αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού στην ευρωζώνη συνεχίστηκε. Οι περισσότεροι δείκτες υποκείμενου πληθωρισμού υποδηλώνουν ότι ο γενικός πληθωρισμός, μετά από μια παροδική υποχώρηση κάτω από το στόχο, πρόκειται να σταθεροποιηθεί διατηρήσιμα στο μεσοπρόθεσμο στόχο του 2%. Ως εκ τούτου, το Διοικητικό Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) τον Ιανουάριο, το Μάρτιο, τον Απρίλιο και τον Ιούνιο του 2025 μείωσε, κατά 25 μονάδες βάσης κάθε φορά, το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων.

Μέσα σε αυτό το εξωτερικό οικονομικό περιβάλλον, η ελληνική οικονομία εξακολουθεί να καταγράφει θετικές επιδόσεις παρά την αύξηση της διεθνούς αβεβαιότητας. Ο γενικός πληθωρισμός παρουσιάζει στοιχεία επιμονής, με αποτέλεσμα να καθυστερεί η αποκλιμάκωσή του σε σχέση με τον πληθωρισμό για το σύνολο της ζώνης του ευρώ. Στο δημοσιονομικό τομέα, οι επιδόσεις του 2024 υπήρξαν εντυπωσιακές, με υπεραπόδοση των εσόδων, καθώς οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στην κατεύθυνση της καταπολέμησης της φοροδιαφυγής, της ενίσχυσης του φοροεισπρακτικού μηχανισμού και της βελτίωσης της φορολογικής συμμόρφωσης αποδίδουν πλέον διατηρήσιμα οφέλη, ενώ το δημόσιο χρέος συνεχίζει να μειώνεται αισθητά. Παράλληλα, η απασχόληση αυξάνεται, το ποσοστό ανεργίας έχει υποχωρήσει σε μονοψήφια επίπεδα και η στενότητα στην αγορά εργασίας αποκλιμακώνεται. Ωστόσο, η οικονομική προσιτότητα της στέγασης συνεχίζει να αποτελεί σημαντικό ζήτημα για τα νοικοκυριά, ενώ και το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών το α' τρίμηνο του 2025 αυξήθηκε περαιτέρω λόγω της επιδείνωσης των ισοζυγίων υπηρεσιών, δευτερογενών εισοδημάτων και αγαθών. Στον αντίποδα, τα επιτόκια χορηγήσεων υποχώρησαν και ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις επιχειρήσεις διαμορφώθηκε στο τέλος του α' τετραμήνου του 2025 στο υψηλότερο επίπεδο που έχει παρατηρηθεί από τις αρχές του 2009, ενώ συνολικά τα θεμελιώδη μεγέθη των τραπεζών βελτιώθηκαν. Επιπλέον, συνεχίστηκαν οι αναβαθμίσεις της πιστοληπτικής αξιολόγησης του Ελληνικού Δημοσίου και των ελληνικών τραπεζών. Συνεπώς, οι θετικές εγχώριες εξελίξεις λειτούργησαν ως ανάχωμα στην αυξημένη αβεβαιότητα που επικρατεί στο διεθνές χρηματοπιστωτικό περιβάλλον.

Εν μέσω της ιδιαίτερα υψηλής διεθνούς αβεβαιότητας λόγω του εμπορικού προστατευτισμού και των γεωπολιτικών ανακατατάξεων, η κορυφαία προτεραιότητα για την ελληνική οικονομία είναι η ενίσχυση της ανθεκτικότητας και της προσαρμοστικότητάς της στις νέες συνθήκες και προκλήσεις. Για το σκοπό αυτό, η οικονομική πολιτική θα πρέπει να μείνει προσηλωμένη στη διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής και δημοσιονομικής σταθερότητας και στη διατηρήσιμη μείωση του δημόσιου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ. Παράλληλα, απαιτούνται η συνέχιση των μεταρρυθμίσεων, η ταχύτερη υλοποίηση του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, ιδιαίτερα όσον αφορά επενδύσεις σε υποδομές για την αντιμετώπιση των επιπτώσεων της κλιματικής κρίσης και για την πράσινη και την ψηφιακή μετάβαση, αλλά και η περαιτέρω ενίσχυση της εξωστρέφειας της οικονομίας. Κάτι τέτοιο θα συμβάλει στην ενίσχυση της σταθερότητας και ανθεκτικότητας της οικονομίας, σε περαιτέρω αναβαθμίσεις του αξιόχρεου της χώρας και σε διατηρήσιμη ανάπτυξη.

2 ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ: ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

2.1 Πραγματική οικονομία: Διατήρηση της αναπτυξιακής δυναμικής παρά την αύξηση της διεθνούς αβεβαιότητας

Οικονομική δραστηριότητα: Παρά τη σημαντική ενίσχυση της αβεβαιότητας, το α' τρίμηνο του 2025, σε σχέση με το αντίστοιχο τρίμηνο του 2024, ο ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας ήταν 2,2%. Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλαν κυρίως η ιδιωτική και δημόσια κατανάλωση και οι εξαγωγές

αγαθών, ενώ η συμβολή των εξαγωγών υπηρεσιών, των επενδύσεων και των εισαγωγών ήταν αρνητική.

Οι βραχυχρόνιοι δείκτες οικονομικής δραστηριότητας στη βιομηχανία, τις κατασκευές και τις υπηρεσίες, παρά τις διακυμάνσεις, παραμένουν σε θετικό έδαφος. Οι προσδοκίες των επιχειρήσεων διατηρούν το δυναμισμό τους φθάνοντας σε υψηλά επίπεδα σε σύγκριση με τη ζώνη του ευρώ, σε αντίθεση με την εμπιστοσύνη των καταναλωτών, η οποία φαίνεται να επηρεάζεται από τις εξελίξεις στο διεθνές περιβάλλον. Ειδικότερα, ο δείκτης PMI υποδηλώνει ισχυρή άνοδο της μεταποιητικής παραγωγής τους πέντε πρώτους μήνες του έτους και συνεχίζει να καταγράφει καλύτερη επίδοση σε σχέση με τη ζώνη του ευρώ.

Πληθωρισμός: Ο γενικός πληθωρισμός παρέμεινε κατά μέσο όρο κοντά στο 3% τους πέντε πρώτους μήνες του 2025, ωστόσο το Μάιο εκτιμάται ότι αυξήθηκε στο 3,3% (έναντι 1,9% στην ευρωζώνη), κυρίως λόγω της αύξησης των τιμών στα είδη διατροφής και στα μη ενεργειακά βιομηχανικά αγαθά. Ταυτόχρονα, η επιμονή του πληθωρισμού των υπηρεσιών, λόγω μισθολογικών αυξήσεων, έμμεσων φόρων (στην εστίαση και στη διαμονή) και υψηλής, εξωτερικής κυρίως, ζήτησης (τουρισμός), εμποδίζει την ταχεία αποκλιμάκωσή του.

Αγορά ακινήτων: Στην αγορά κατοικίας κατά το α' τρίμηνο του 2025 ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των τιμών των διαμερισμάτων για το σύνολο της χώρας υποχώρησε ελαφρά σε σχέση με το δ' τρίμηνο του 2024. Συνολικά, η ελληνική αγορά ακινήτων συνεχίζει να προσελκύει επενδυτικό ενδιαφέρον και ζήτηση για όλες τις χρήσεις ακινήτων και ιδιαίτερα για την κατοικία και τη φιλοξενία. Ωστόσο, οι αυξανόμενες επισφάλειες στο διεθνές πολιτικό και οικονομικό περιβάλλον, αλλά και τα διαχρονικά ζητήματα γραφειοκρατίας, καθιστούν αβέβαιη τη συνέχιση της δυναμικής. Στους παράγοντες που επιβαρύνουν τη λειτουργία της αγοράς – όπως αυξημένο κόστος κατασκευής, έλλειψη εργατικού δυναμικού, πολυπλοκότητα και καθυστερήσεις στις διαδικασίες μεταβιβάσεων – προστίθενται οι πρόσφατες αποφάσεις του Συμβουλίου της Επικρατείας σχετικά με την αντισυνταγματικότητα του συστήματος κινήτρων του Νέου Οικοδομικού Κανονισμού, οι οποίες επηρεάζουν άμεσα την εξέλιξη της οικοδομικής δραστηριότητας. Παράλληλα, στην αγορά κατοικίας, με την οικονομική προσιτότητα της στέγασης να αποτελεί ήδη σημαντικό πρόβλημα για τα νοικοκυριά, η αυξανόμενη ανισορροπία μεταξύ προσφοράς και ζήτησης αναμένεται να διατηρήσει οξυμένο το πρόβλημα κατά την προσεχή περίοδο, με την έλλειψη χώρων να επηρεάζει σε μεγαλύτερο βαθμό τα μητροπολιτικά κέντρα και τους τουριστικούς προορισμούς.

Αγορά εργασίας: Η αγορά εργασίας αναπτύχθηκε περαιτέρω το α' τρίμηνο του 2025, ενώ το ποσοστό ανεργίας έχει υποχωρήσει. Πιο συγκεκριμένα, η συνολική απασχόληση αυξήθηκε κατά 1,0% το α' τρίμηνο του 2025 (έναντι 1,8% το α' τρίμηνο του 2024) και το ποσοστό ανεργίας μειώθηκε στο 10,4% (από 12,1% αντίστοιχα). Η μισθωτή απασχόληση, σύμφωνα με το ισοζύγιο ροών μισθωτής απασχόλησης του πληροφοριακού συστήματος ΕΡΓΑΝΗ, κινήθηκε περίπου στα ίδια επίπεδα όπως το α' τετράμηνο του 2024, λόγω των υψηλών προσδοκιών για την επερχόμενη τουριστική περίοδο. Οι βραχυπρόθεσμες προοπτικές απασχόλησης τους πέντε πρώτους μήνες του 2025 σημείωσαν βελτίωση στις κατασκευές και στη μεταποίηση, ενώ στο εμπόριο και στις υπηρεσίες επιδεινώθηκαν ελαφρώς, αν και κινήθηκαν σε θετικό έδαφος. Παράλληλα, η στενότητα στην αγορά εργασίας που χαρακτηρίζει σημαντικούς κλάδους της οικονομίας, όπως ο τουρισμός, οι κατασκευές, η μεταποίηση και ο πρωτογενής τομέας, φαίνεται να αποκλιμακώνεται τα τελευταία τρίμηνα.

Ανταγωνιστικότητα: Η διεθνής ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας, μετά από σχεδόν συνεχή και σημαντική βελτίωση επί σειρά ετών, το 2024 κατέγραψε μικρή επιδείνωση, τόσο ως προς τις σχετικές τιμές όσο και ως προς το σχετικό κόστος εργασίας. Ωστόσο, η ανταγωνιστικότητα ως προς το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος σε σύγκριση με άλλες οικονομίες της ευρωζώνης έχει σημειώσει θεαματική βελτίωση τα τελευταία 10 έτη. Η επιδείνωση το 2024 προήλθε κυρίως από την ανατίμηση της ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας της Ελλάδος, η οποία, αν και συγκρατήθηκε το τελευταίο τρίμηνο του έτους, είχε αρνητική επίδραση

στους δείκτες ανταγωνιστικότητας της Ελλάδος και των περισσότερων χωρών της ζώνης του ευρώ. Στην ελαφρά ανατίμηση των δεικτών πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας της Ελλάδος από το 2023 και μετά, εκτός της σημαντικής ανατίμησης του ευρώ, συμβάλλει και η ταχύτερη ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας έναντι σημαντικών εμπορικών εταίρων. Το α' τετράμηνο του 2025, οι γεωπολιτικές, εμπορικές και οικονομικές εξελίξεις οδήγησαν σε νέα ανατίμηση του ευρώ, η οποία, σε συνδυασμό με τις εκτιμήσεις για τον εγχώριο πληθωρισμό, αναμένεται ότι θα επιβαρύνει περαιτέρω την εξέλιξη των δεικτών ανταγωνιστικότητας για το 2025.

Σε όρους διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας, παρά τη σημαντική πρόοδο που έχει σημειωθεί τα τελευταία έτη, η συγκριτική θέση της Ελλάδος μεταξύ των προηγμένων οικονομιών παραμένει χαμηλή. Παρ' όλα αυτά, η βελτίωση που καταγράφηκε είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση των ξένων άμεσων επενδύσεων (ΞΑΕ) το 2024 σε 6,0 δισεκ. ευρώ (2,5% του ΑΕΠ), έναντι 4,4 δισεκ. ευρώ (1,9% του ΑΕΠ) το 2023. Κατά το α' τρίμηνο του 2025, οι ροές ΞΑΕ ήταν υψηλότερες συγκριτικά με εκείνες της αντίστοιχης περιόδου του 2024 και ανήλθαν σε 1,2 δισεκ. ευρώ, αντανακλώντας επενδύσεις σε μετοχές και σε ακίνητα. Οι κλάδοι που προσελκύουν περισσότερο τις ΞΑΕ είναι εκείνοι της μεταποίησης, των κατασκευών και των ακινήτων (διαχείριση και ιδιωτικές αγοραπωλησίες).

Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών: Το α' τρίμηνο του 2025, το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αυξήθηκε σε σχέση με το ίδιο διάστημα του 2024, λόγω της επιδείνωσης των ισοζυγίων υπηρεσιών, δευτερογενών εισοδημάτων και αγαθών, η οποία αντισταθμίστηκε μερικώς από τη βελτίωση του ισοζυγίου πρωτογενών εισοδημάτων. Η διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών αντανάκλα κυρίως την επιδείνωση του ισοζυγίου καυσίμων, αφού οι σχετικές εξαγωγές μειώθηκαν περισσότερο από ό,τι οι αντίστοιχες εισαγωγές. Το έλλειμμα του ισοζυγίου λοιπών (εκτός καυσίμων) αγαθών επίσης διευρύνθηκε, λόγω της μεγαλύτερης αύξησης της αξίας των εισαγωγών συγκριτικά με εκείνη των εξαγωγών. Την ίδια περίοδο το πλεόνασμα του ισοζυγίου υπηρεσιών μειώθηκε, λόγω της επιδείνωσης όλων των επιμέρους ισοζυγίων υπηρεσιών – πρωτίστως του ισοζυγίου μεταφορών και σε μικρότερο βαθμό του ισοζυγίου λοιπών υπηρεσιών και του ταξιδιωτικού ισοζυγίου. Το πλεόνασμα του ισοζυγίου μεταφορών περιορίστηκε, λόγω αρνητικών εξελίξεων και στις δύο συνιστώσες του (θαλάσσιων μεταφορών και λοιπών μεταφορών). Σε σχέση με το α' τρίμηνο του 2024, η άνοδος των ταξιδιωτικών εισπράξεων το α' τρίμηνο του 2025 κατά 4,4% οφείλεται στην αύξηση της εισερχόμενης ταξιδιωτικής κίνησης κατά 5,4%, καθώς η μέση δαπάνη ανά ταξίδι μειώθηκε κατά 1,1% ως αποτέλεσμα του αναιμικού ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης και κατ' επέκταση του περιορισμένου διαθέσιμου εισοδήματος σε κύριες χώρες προέλευσης ταξιδιωτών.

2.2 Δημοσιονομικές εξελίξεις: Οι προσπάθειες αντιμετώπισης της φοροδιαφυγής οδηγούν σε διατηρήσιμη υπεραπόδοση των δημόσιων εσόδων – Μεγάλη υποχώρηση του λόγου δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ

Σύμφωνα με την πρώτη κοινοποίηση των δημοσιονομικών στοιχείων για την περίοδο 2021-2024 από την Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ) στο πλαίσιο της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος τον Απρίλιο του 2025, καταγράφηκε για πρώτη φορά από το 2019 μεταστροφή του αποτελέσματος της γενικής κυβέρνησης από έλλειμμα 1,4% του ΑΕΠ το 2023 σε πλεόνασμα 1,3% του ΑΕΠ το 2024. Το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης για το 2024 διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 4,8% του ΑΕΠ, από πλεόνασμα 2,0% του ΑΕΠ το 2023, υπερβαίνοντας σημαντικά την πρόβλεψη του Προϋπολογισμού 2025 (πλεόνασμα 2,5% του ΑΕΠ). Οι επιδόσεις αυτές αποτελούν ιστορικό ορόσημο για τα δημοσιονομικά δεδομένα τουλάχιστον της τελευταίας τριακονταετίας. Παράλληλα, το δημόσιο χρέος μειώθηκε αισθητά κατά 10,3 ποσοστιαίες μονάδες (ποσ. μον.) του ΑΕΠ, από 163,9% του ΑΕΠ το 2023 σε 153,6% του ΑΕΠ το 2024 – το χαμηλότερο επίπεδο από το 2010. Η αποκλιμάκωση αυτή οφείλεται τόσο στην αύξηση του ΑΕΠ όσο και στη μείωση του χρέους σε ονομαστικούς όρους κατά 4,2 δισεκ. ευρώ. Συγκριτικά με τις υπόλοιπες χώρες της ΕΕ, η Ελλάδα πέτυχε τη μεγαλύτερη μείωση του λόγου χρέους προς ΑΕΠ και το τέταρτο υψηλότερο πρωτογενές πλεόνασμα ως ποσοστό του ΑΕΠ, ενώ είναι μία από τις έξι μόλις χώρες που κατέγραψαν πλεονασματικό συνολικό προϋπολογισμό.

Η καλύτερη της προβλεπόμενης δημοσιονομική επίδοση το 2024 οφείλεται στην υπεραπόδοση των φορολογικών εσόδων έναντι των στόχων, καθώς και στη συγκράτηση των πρωτογενών δαπανών. Οι παράγοντες που συνέβαλαν στην υπεραπόδοση έναντι των δημοσιονομικών στόχων για το 2024 είναι διατηρήσιμοι, γεγονός που δημιουργήσε μεγαλύτερο δημοσιονομικό χώρο και επέτρεψε την υιοθέτηση νέων μόνιμων δημοσιονομικών παρεμβάσεων ύψους 1,1 δισεκ. ευρώ από το 2025, στο πλαίσιο των νέων δημοσιονομικών κανόνων.

Η δημοσιονομική πολιτική εκτιμάται ότι παρέμεινε συσταλτική το 2024, αλλά αναμένεται να μεταστραφεί σε επεκτατική το 2025, λόγω της δημοσιονομικής ώθησης την οποία προκαλούν οι επενδύσεις που χρηματοδοτούνται από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF).

Όσον αφορά την απορρόφηση των πόρων του RRF, μέχρι στιγμής η Ελλάδα σημειώνει ικανοποιητική πρόοδο στην εκπλήρωση σχετικών οροσλήμων και στόχων και στην είσπραξη των δόσεων. Ειδικότερα, μετά την εκταμίευση της 5ης δόσης από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή το Μάιο του 2025, η Ελλάδα έχει λάβει συνολικά 21,3 δισεκ. ευρώ (59% των διαθέσιμων πόρων), εκ των οποίων 11,4 δισεκ. ευρώ σε δάνεια (64,3% του συνόλου) και 9,9 δισεκ. ευρώ σε επιχορηγήσεις (54,5% του συνόλου), έχοντας ολοκληρώσει το 35% των συμφωνημένων στόχων/οροσλήμων.

Σύμφωνα με τα στοιχεία για το α' τετράμηνο του 2025, ο Κρατικός Προϋπολογισμός κατέγραψε βελτιωμένο αποτέλεσμα, παρουσιάζοντας πρωτογενές πλεόνασμα 2,1% του ΑΕΠ, έναντι 1,4% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2024. Η βελτίωση αυτή αποδίδεται κυρίως στην αύξηση των φορολογικών εσόδων.

2.3 Χρηματοπιστωτικές εξελίξεις: Οι θετικές εγχώριες εξελίξεις λειτουργούν ως ανάχωμα στην αυξημένη διεθνή αβεβαιότητα

Οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες σημείωσαν βελτίωση έως και τις αρχές του 2025, η οποία αντανάκλα κυρίως τις προσδοκίες των επενδυτών για περαιτέρω μειώσεις επιτοκίων από τις κεντρικές τράπεζες στις μεγάλες προηγμένες οικονομίες. Σε αυτό συνέβαλε το γεγονός ότι τόσο ο τρέχων πληθωρισμός όσο και οι αναμενόμενοι από τις αγορές ρυθμοί πληθωρισμού στην ευρωζώνη και στις ΗΠΑ έχουν γενικά μειωθεί, ως αποτέλεσμα της αύξησης των βασικών επιτοκίων από τις μεγάλες κεντρικές τράπεζες κατά το προηγούμενο διάστημα.

Ωστόσο, από το α' τρίμηνο του 2025 και έπειτα, οι αλληπάλληλες ανακοινώσεις επιβολής δασμών από τις ΗΠΑ σε εμπορικούς εταίρους τους και σε βασικούς κλάδους παραγωγής, όπως αυτοί του χάλυβα και του αλουμινίου, προκάλεσαν έντονη άνοδο της αβεβαιότητας και αναταραχή στις αγορές μετοχών και ομολόγων, με επίκεντρο τις ΗΠΑ. Συνδυαστικά, οι δασμοί, η υψηλή αβεβαιότητα και η επιδείνωση του επενδυτικού κλίματος έχουν οδηγήσει τους επενδυτές να αναθεωρήσουν τις προσδοκίες τους προς τα κάτω για την οικονομική δραστηριότητα και προς τα πάνω για τον πληθωρισμό, κυρίως όσον αφορά τις ΗΠΑ. Σε αυτό το περιβάλλον, οι αποδόσεις των αμερικανικών ομοσπονδιακών ομολόγων κατέγραψαν σημαντική άνοδο, η οποία αντανάκλα την αυξημένη αβεβαιότητα για την οικονομική πολιτική των ΗΠΑ, καθώς και τη ρευστοποίηση επενδυτικών θέσεων και την εκροή κεφαλαίων από τις ΗΠΑ.

Παρότι οι πραγματικές αποδόσεις των ομολόγων των ΗΠΑ έχουν μειωθεί σημαντικά, υποδηλώνοντας επιδείνωση των προσδοκιών των επενδυτών για τη δραστηριότητα στην αμερικανική οικονομία, δεν παρατηρείται αντίστοιχη επιδείνωση στη ζώνη του ευρώ, όπου οι πραγματικές αποδόσεις αυξήθηκαν όταν ανακοινώθηκε η πρόθεση ενεργοποίησης της εθνικής ρήτρας διαφυγής που προβλέπεται στους νέους δημοσιονομικούς κανόνες της ΕΕ με σκοπό την αύξηση των αμυντικών δαπανών. Επίσης, ιδίως κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής αναταραχής του Απριλίου του 2025 με αφορμή την ανακοίνωση νέων δασμών από τις ΗΠΑ, οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ μειώθηκαν, αντισταθμίζοντας στα επενδυτικά χαρτοφυλάκια τις σημαντικές πιέσεις που ασκούσαν οι υψηλότερες αποδόσεις των αμερικανικών ομολόγων και η πτώση των τιμών των μετοχών. Η εξέλιξη αυτή εξηγείται από σημαντικές εισροές επενδυτικών κεφαλαίων σε ομόλογα κυρίως της ευρωζώνης, καθώς και αντίστοιχες εκροές

από τη ρευστοποίηση επενδυτικών θέσεων στις ΗΠΑ, γεγονός που οδήγησε και σε ανατίμηση του ευρώ έναντι του δολαρίου.

Το 2025 οι αποδόσεις των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου έχουν ακολουθήσει τις εξελίξεις στις αποδόσεις των άλλων κρατικών ομολόγων της ευρωζώνης. Έτσι, αυξήθηκαν στα μέσα Μαρτίου, καθώς επηρεάστηκαν ανοδικά από την αύξηση των αποδόσεων των γερμανικών ομολόγων. Όμως, κατά τη διάρκεια της αναταραχής του Απριλίου στις διεθνείς αγορές, μειώθηκαν σε στενή συνάφεια με εκείνες των υπόλοιπων κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ. Οι αποδόσεις των ελληνικών τραπεζικών και λοιπών εταιρικών ομολόγων συνέχισαν να υποχωρούν παρά την αναταραχή του Απριλίου. Στις θετικές αυτές εξελίξεις συμβάλλουν οι συνεχιζόμενες αναβαθμίσεις της πιστοληπτικής αξιολόγησης του Ελληνικού Δημοσίου. Συγκεκριμένα, στις αρχές Μαρτίου του 2025 ο οίκος Morningstar DBRS αναβάθμισε την ελληνική οικονομία από BBB (low) σε BBB, ενώ στα μέσα Μαρτίου ο οίκος Moody's προέβη σε αναβάθμιση από Ba1 (ισοδύναμη της BB+) σε Baa3 (ισοδύναμη της BBB-). Τέλος, τον Απρίλιο ο οίκος S&P αναβάθμισε περαιτέρω την ελληνική οικονομία από BBB- σε BBB. Σε συνάφεια με τις αναβαθμίσεις της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης, συνεχίστηκαν οι αναβαθμίσεις των πιστοληπτικών αξιολογήσεων των ελληνικών τραπεζών.

Σύμφωνα με τους διεθνείς οίκους αξιολόγησης, οι παράγοντες που οδήγησαν στις αναβαθμίσεις είναι η ισχυρότερη του αναμενομένου ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας, η υπεραπόδοση των δημοσιονομικών μεγεθών έναντι των στόχων και η σημαντική μείωση του δημόσιου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ, αλλά και η βελτίωση των θεμελιωδών μεγεθών των ελληνικών τραπεζών. Οι αναβαθμίσεις της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος έχουν ευρύτερες θετικές επιδράσεις που συντελούν στη μείωση του κόστους δανεισμού στην ελληνική οικονομία συνολικά, καθώς και στην αύξηση των θέσεων των διεθνών επενδυτικών κεφαλαίων σε ελληνικά ομόλογα και μετοχές. Έτσι, γίνεται σαφές ότι οι θετικές εγχώριες εξελίξεις λειτουργούν ως ανάχωμα στην αυξημένη αβεβαιότητα που επικρατεί στο διεθνές χρηματοπιστωτικό περιβάλλον.

Οι τιμές των ευρωπαϊκών μετοχών παρουσιάζουν καλύτερες επιδόσεις συγκριτικά με τις τιμές των αμερικανικών μετοχών, σε αντίθεση με τα προηγούμενα έτη κατά τα οποία οι μετοχές στις ΗΠΑ παρουσίαζαν σημαντικά ισχυρότερες αποδόσεις, στηριζόμενες κυρίως από τις μετοχές του τεχνολογικού κλάδου. Η εξέλιξη αυτή έχει επέλθει επειδή αντιστράφηκε η αρχικά θετική τάση των τιμών των μετοχών στις ΗΠΑ, με έντονη μάλιστα μείωσή τους ιδίως κατά την αναταραχή του Απριλίου. Μετά την ανακοίνωση της αναστολής των δασμών όμως, η πτώση αυτή αντιστράφηκε, εξέλιξη στην οποία έχουν συμβάλει και οι σημαντικές ανακοινώσεις για επαναγορές μετοχών από αμερικανικές εισηγμένες εταιρίες. Οι τιμές των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών συμβάδισαν εν πολλοίς με τις διεθνείς εξελίξεις, συνεχίζοντας την ανοδική τους πορεία στις αρχές του 2025, ενώ η σημαντική υποχώρηση που κατέγραψαν στις αρχές Απριλίου, λόγω της αναταραχής στις διεθνείς αγορές, αντιστράφηκε στη συνέχεια σε μεγάλο βαθμό. Σε αυτό το περιβάλλον αυξημένης αβεβαιότητας στις διεθνείς αγορές κεφαλαίων, η μεταβλητότητα τους πέντε πρώτους μήνες του 2025 αυξήθηκε. Σε κλαδικό επίπεδο, τη θετική επίδοση του γενικού δείκτη από τις αρχές του 2025 στηρίξαν οι μετοχές των ελληνικών τραπεζών, ενώ οι περισσότεροι κλάδοι κατέγραψαν θετικές αποδόσεις.

2.4 Τραπεζικός τομέας: Υποχώρηση των καταθέσεων, μείωση των επιτοκίων δανεισμού και αύξηση των χορηγήσεων

Τα επιτόκια καταθέσεων προθεσμίας διατήρησαν πτωτική πορεία σε συνέπεια με τις μειώσεις των επιτοκίων πολιτικής του Ευρωσυστήματος, ενώ τα επιτόκια στις καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας (λογαριασμοί τρεχούμενοι, όψεως και ταμειυτηρίου) παρέμειναν ουσιαστικά αμετάβλητα. Το μεσοσταθμικό επιτόκιο των καταθέσεων προθεσμίας για τα νοικοκυριά διαμορφώθηκε σε 1,5% κατά μέσο όρο το α' τετράμηνο του 2025 (α' τετράμηνο 2024: 1,8%) και το αντίστοιχο επιτόκιο για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (ΜΧΕ) διαμορφώθηκε σε 2,2% (α' τετράμηνο 2024: 3,2%). Η μείωση των επιτοκίων καταθέσεων προθεσμίας των νοικοκυριών υπήρξε πιο συγκρατημένη, αποθαρρύνοντας μετακινήσεις αποταμιευτικών κεφαλαίων προς εναλλακτικές

τοποθετήσεις, δεδομένου ότι οι καταθέσεις των νοικοκυριών αντιπροσωπεύουν μεγάλο μερίδιο (περίπου 75%) στο σύνολο των καταθέσεων λιανικής.

Μετά από συνολική ετήσια αύξηση κατά 8,6 δισεκ. ευρώ το 2024, κατά τους τέσσερις πρώτους μήνες του 2025 το απόθεμα των καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα κατέγραψε σωρευτική μείωση κατά 4,9 δισεκ. ευρώ (α' τετράμηνο 2024: -4,2 δισεκ. ευρώ) και διαμορφώθηκε τον Απρίλιο του 2025 σε 198,4 δισεκ. ευρώ. Η διατήρηση των επιτοκίων καταθέσεων σε χαμηλά επίπεδα (τόσο σε ονομαστικούς όσο και σε πραγματικούς όρους) ενθάρρυνε τη μετατόπιση σημαντικού ύψους διαθεσίμων προς άλλες αποταμιευτικές επιλογές, οι οποίες προσφέρουν καλύτερες αποδόσεις. Ενδεικτικά, σύμφωνα με στοιχεία από τους χρηματοπιστωτικούς λογαριασμούς, οι καθαρές τοποθετήσεις από εγχώρια νοικοκυριά σε έντοκα γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου και σε μερίδια επενδυτικών οργανισμών το 2024 ανήλθαν σε 9 δισεκ. ευρώ περίπου.

Το κόστος τραπεζικού δανεισμού των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών εν γένει υποχώρησε το τρέχον έτος, σε συνέπεια με την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος. Το κόστος τραπεζικού δανεισμού των επιχειρήσεων μειώθηκε κατά τι περισσότερο, καθώς η πλειονότητα των νέων χορηγήσεων έφερε επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος. Ως εκ τούτου, το μεσοσταθμικό επιτόκιο τραπεζικού δανεισμού των ΜΧΕ διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο το α' τετράμηνο του 2025 σε 4,5%, περίπου κατά 140 μονάδες βάσης χαμηλότερα έναντι της μέσης τιμής του α' τετραμήνου του 2024. Όσον αφορά τα νοικοκυριά, η ενσωμάτωση των μειώσεων των επιτοκίων πολιτικής στα τραπεζικά επιτόκια χορηγήσεων υπήρξε πιο περιορισμένη από ό,τι για τις επιχειρήσεις, καθώς μεγαλύτερο μερίδιο των νέων δανείων είχε σταθερό επιτόκιο. Το μεσοσταθμικό επιτόκιο τραπεζικού δανεισμού του τομέα των νοικοκυριών διαμορφώθηκε σε 5,8% κατά μέσο όρο το α' τετράμηνο του 2025 (α' τετράμηνο 2024: 6,3%).

Τον Απρίλιο του 2025 ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της χρηματοδότησης προς τις ΜΧΕ διαμορφώθηκε στο υψηλότερο επίπεδο (17,2%) που έχει παρατηρηθεί από τις αρχές του 2009. Την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2025, η μέση μηνιαία καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης προς ΜΧΕ ήταν 562 εκατ. ευρώ, έναντι σχεδόν μηδενικής ροής το α' τετράμηνο του 2024. Το μέσο μηνιαίο υπόλοιπο της τραπεζικής χρηματοδότησης χωρίς καθορισμένη διάρκεια επίσης αυξήθηκε. Αντίθετα, η μέση μηνιαία ακαθάριστη ροή τραπεζικών δανείων καθορισμένης διάρκειας προς τις ΜΧΕ ήταν ασθενέστερη και διαμορφώθηκε σε 1,2 δισεκ. ευρώ, έναντι 1,5 δισεκ. ευρώ το α' τετράμηνο του 2024. Την παροχή επιχειρηματικών πιστώσεων στηρίζαν τα προγράμματα συγχρηματοδότησης και εγγυοδοσίας αναπτυξιακών φορέων, καθώς και τα τραπεζικά δάνεια συγχρηματοδότησης των επενδυτικών σχεδίων τα οποία εντάσσονται στον RRF. Ειδικότερα, το α' τετράμηνο του τρέχοντος έτους, 17% των νέων χορηγήσεων προς ΜΧΕ υποστηρίχθηκε από χρηματοδοτικά εργαλεία και 13% από δάνεια του RRF. Περισσότερο ευνοημένες υπήρξαν οι επιχειρήσεις μικρομεσαίου μεγέθους, των οποίων το μερίδιο στις νέες χορηγήσεις που συνδέονταν με χρηματοδοτικά εργαλεία ή με δάνεια του RRF υπερέβη το 40%.

Ο ρυθμός ανόδου των καταναλωτικών δανείων το α' τετράμηνο του 2025 σημείωσε μικρή επιβράδυνση. Αντίθετα, ο ρυθμός συρρίκνωσης των στεγαστικών δανείων περιορίστηκε. Η μέση μηνιαία ακαθάριστη ροή τόσο των καταναλωτικών δανείων καθορισμένης διάρκειας όσο και των στεγαστικών αυξήθηκε έναντι του ίδιου διαστήματος του 2024. Η ετήσια μείωση των τραπεζικών επιτοκίων για στεγαστικά δάνεια συμβάλλει θετικά στη ζήτηση πιστώσεων, η οποία ενισχύεται και από την άνοδο του δείκτη τιμών των κατοικιών. Τα προγράμματα “Σπίτι μου II” και “Αναβαθμίζω το Σπίτι μου” επίσης στηρίζουν τη χορήγηση στεγαστικών δανείων από τις εγχώριες τράπεζες.

Η αναμενόμενη άνοδος του ΑΕΠ το 2025 εκτιμάται ότι θα στηρίξει την αύξηση των τραπεζικών πιστώσεων προς τις ΜΧΕ. Εξάλλου, το χαμηλότερο επίπεδο των επιτοκίων χορηγήσεων, χάρη στη μετακύλιση των μειώσεων των επιτοκίων πολιτικής του Ευρωσυστήματος στα τραπεζικά επιτόκια, θα ασκήσει θετικές επιδράσεις στην πιστωτική επέκταση. Η απορρόφηση δανειακών

πόρων στο πλαίσιο του RRF αναμένεται να είναι υψηλότερη το 2025-2026, συμβάλλοντας στην ενίσχυση της χρηματοδότησης προς τις ΜΧΕ, καθώς (α) ήδη έχουν συμβασιοποιηθεί αρκετά δάνεια, τα οποία επίκειται να εκταμιευθούν, και (β) αναμένονται νέες υπογραφές συμβάσεων, εν όψει και του τέλους του ορίζοντα του προγράμματος. Τέλος, τη χορήγηση νέων πιστώσεων από τις τράπεζες θα υποβοηθήσουν τα προγράμματα του Ομίλου της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων που εντάσσονται στο πλαίσιο του ΕΣΠΑ (2021-2027), καθώς και τα προγράμματα της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας.

Τραπεζικό σύστημα: Βελτίωση των θεμελιωδών μεγεθών και αναβαθμίσεις του αξιόχρεου των τραπεζών

Το 2024 και το α' τρίμηνο του 2025 συνεχίστηκαν οι αναβαθμίσεις του αξιόχρεου των τραπεζών, εξέλιξη που αντανάκλα τη βελτίωση των θεμελιωδών μεγεθών τους, την ενίσχυση του πλαισίου μακροπροληπτικής πολιτικής και τις θετικές επιδράσεις από τις αναβαθμίσεις της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης. Ως αποτέλεσμα, οι βέλτιστες αξιολογήσεις των σημαντικών τραπεζών βρίσκονται πλέον εντός της επενδυτικής κατηγορίας.

Το α' τρίμηνο του 2025 η κερδοφορία των ελληνικών τραπεζών αυξήθηκε σε ετήσια βάση, αντανακλώντας κυρίως την αύξηση των εσόδων από προμήθειες και τη μείωση των προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο. Τα καθαρά έσοδα από τόκους παρέμειναν σχεδόν αμετάβλητα, παρά τις μειώσεις στα βασικά επιτόκια του Ευρωσυστήματος, λόγω αύξησης της καθαρής χρηματοδότησης.

Από τα στοιχεία που περιλαμβάνονται στις ανακοινώσεις των τραπεζών για το α' τρίμηνο του 2025 φαίνεται ότι συνεχίζεται η ενίσχυση των δεικτών κεφαλαιακής επάρκειας των ελληνικών τραπεζών. Η εξέλιξη αυτή, εφόσον επιβεβαιωθεί από τα στοιχεία σε επίπεδο τραπεζικού κλάδου, θα υποστηρίξει την περαιτέρω σύγκλιση των δεικτών κεφαλαιακής επάρκειας προς τους αντίστοιχους ευρωπαϊκούς δείκτες. Στην κεφαλαιακή επάρκεια των ελληνικών τραπεζικών ομίλων επιδρούν θετικά τόσο οι εκδόσεις χρεογράφων πρόσθετων κεφαλαίων Κατηγορίας 1 (Additional Tier 1) όσο και οι εκδόσεις ομολόγων μειωμένης εξασφάλισης (Tier 2).

Η ποιότητα του δανειακού χαρτοφυλακίου των ελληνικών τραπεζών βελτιώθηκε περαιτέρω το 2024. Ως εκ τούτου, οι ελληνικές τράπεζες έχουν συγκλίνει σε σημαντικό βαθμό ως προς την ποιότητα του ενεργητικού τους με τις υπόλοιπες ευρωπαϊκές τράπεζες, κατά μέσο όρο. Αναλυτικότερα, ο δείκτης μη εξυπηρετούμενων δανείων σε ατομική βάση υποχώρησε σημαντικά το 2024, σε σχέση με το 2023, φθάνοντας σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα όπου παρέμεινε και το α' τρίμηνο του 2025. Σε αυτό συνέβαλε η τιτλοποίηση μη εξυπηρετούμενων δανείων, στο πλαίσιο του προγράμματος κρατικών εγγυήσεων "Ηρακλής", της τράπεζας που προέκυψε από τη συγχώνευση της Τράπεζας Αττικής και της Παγκρήτιας Τράπεζας.

Η ρευστότητα των τραπεζών διατηρήθηκε υψηλή και μάλιστα σε επίπεδα πολύ υψηλότερα από την υποχρεωτική εποπτική απαίτηση. Ειδικότερα, ο δείκτης κάλυψης ρευστότητας (Liquidity Coverage Ratio) μειώθηκε ελαφρώς και ο δείκτης καθαρής σταθερής χρηματοδότησης (Net Stable Funding Ratio) αυξήθηκε. Και οι δύο δείκτες βρίσκονται σε επίπεδα πολύ υψηλότερα από τους αντίστοιχους δείκτες των τραπεζών της ευρωζώνης. Επίσης, ο λόγος δανείων προς καταθέσεις εξακολουθεί να είναι σημαντικά χαμηλότερος στις ελληνικές τράπεζες σε σύγκριση με τις τράπεζες της ευρωζώνης.

Η βελτίωση των θεμελιωδών μεγεθών των ελληνικών τραπεζών δημιουργεί ευνοϊκές προϋποθέσεις προκειμένου να επιτύχουν τους επιχειρησιακούς τους στόχους για τη χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας στο επόμενο διάστημα και, εξαιτίας αυτού, περαιτέρω αναβαθμίσεις στο αξιόχρεό τους. Ωστόσο, η επιδείνωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών διεθνώς αποτελεί σημαντική πρόκληση. Κατά συνέπεια, είναι σημαντικό να συνεχιστεί η θετική πορεία των ελληνικών τραπεζών, ώστε οι διαρκείς βελτιώσεις και ενδεχόμενες νέες αναβαθμίσεις να λειτουργήσουν ως ανάχωμα στο περιβάλλον αυξημένης αβεβαιότητας.

2.5 Προβλέψεις: Διατήρηση των θετικών προοπτικών εν μέσω αυξημένης αβεβαιότητας – Περαιτέρω αποκλιμάκωση του δημόσιου χρέους

Σύμφωνα με τις τρέχουσες προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ το 2025 αναμένεται να διαμορφωθεί στο 2,3%, να υποχωρήσει στο 2,0% το 2026 και να επιταχυνθεί οριακά στο 2,1% το 2027. Αυτοί οι ρυθμοί ανάπτυξης είναι υψηλότεροι από το μέσο όρο της ευρωζώνης, συμβάλλοντας στη σταδιακή σύγκλιση του πραγματικού κατά κεφαλήν ΑΕΠ της Ελλάδος προς το μέσο επίπεδο της ΕΕ. Βασικότερη συνιστώσα της μεγέθυνσης αναμένεται να είναι η κατανάλωση, ενώ οι επενδύσεις και οι εξαγωγές θα συνεχίσουν να συμβάλλουν θετικά.

Οι άμεσες επιπτώσεις στο ΑΕΠ της Ελλάδος από την επιβολή δασμών εκτιμώνται περιορισμένες, καθώς οι ΗΠΑ δεν αποτελούν σημαντική αγορά για τις ελληνικές εξαγωγές αγαθών, αντιπροσωπεύοντας μερίδιο μικρότερο από 5% στις συνολικές εξαγωγές το 2024. Οι επιπτώσεις για την Ελλάδα θα είναι κυρίως έμμεσες, με βασικότερο δίαυλο μετάδοσης τη μείωση της εξωτερικής ζήτησης της ευρωζώνης και δευτερευόντως την αύξηση της αβεβαιότητας. Οι επιπτώσεις αναμένονται πρωτίστως λόγω της μείωσης των καθαρών εξαγωγών και σε μικρότερο βαθμό λόγω της πτώσης των ιδιωτικών επενδύσεων, καθώς και της μείωσης της ιδιωτικής κατανάλωσης.

Το ποσοστό ανεργίας εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί στο 9,4% το 2025, ενώ στη συνέχεια αναμένεται να αποκλιμακωθεί με γρήγορο ρυθμό και να φθάσει στο 8,2% το 2027, αντισταθμίζοντας τη συνεχιζόμενη ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας τα επόμενα έτη. Όσον αφορά το κόστος εργασίας, εκτιμάται ότι τα επόμενα χρόνια, για το σύνολο της οικονομίας, οι ονομαστικές αμοιβές ανά μισθωτό θα αυξάνονται με υψηλούς ρυθμούς πλησίον του 5,0% 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, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις, η παραγωγικότητα της εργασίας για την οικονομία συνολικά θα αυξάνεται με χαμηλότερους ρυθμούς σε σχέση με τις πραγματικές αμοιβές ανά μισθωτό. Έτσι, αν δεν υπάρξουν αντίστοιχες εξελίξεις και στους εμπορικούς εταίρους της χώρας, τότε οι τάσεις αυτές αναμένεται να πλήξουν τη διεθνή ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας.

Ο πληθωρισμός βάσει του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) θα συνεχίσει να αποκλιμακώνεται την επόμενη τριετία. Το 2025 αναμένεται να παραμείνει υψηλός σε 2,5%, αντισταθμίζοντας την επιμονή του πληθωρισμού των υπηρεσιών, λόγω κυρίως των αναμενόμενων αυξήσεων των αμοιβών εργασίας και των ενοικίων και των πιέσεων από την υψηλή τουριστική ζήτηση. Το 2026 ο πληθωρισμός θα υποχωρήσει στο 2,1%, ενώ το 2027 αναμένεται μια εφάπαξ επιτάχυνσή του στο 2,4%, λόγω ενσωμάτωσης της επίδρασης του συστήματος εμπορίας εκπομπών ρύπων στην ενεργειακή συνιστώσα του ΕνΔΤΚ. Τέλος, ο πυρήνας του πληθωρισμού θα παραμείνει σε υψηλά επίπεδα, παρουσιάζοντας σημαντική απόκλιση από το μέσο όρο της ευρωζώνης και αντισταθμίζοντας εν μέρει το θετικό παραγωγικό κενό της ελληνικής οικονομίας. Ωστόσο, αναμένεται να μειωθεί αισθητά στο 2,2% έως το 2027, εξαιτίας της αποκλιμάκωσης κυρίως του πληθωρισμού των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών.

Για το 2025, μια σειρά από παράγοντες εκτιμάται ότι θα συμβάλουν στη βελτίωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Παρά την αναιμική άνοδο των εξαγωγών αγαθών χωρίς τα καύσιμα το 2024, οι εξαγωγές δεν απώλεσαν σημαντικό μερίδιο αγοράς, γεγονός που συνιστά βάση για καλύτερες επιδόσεις τα επόμενα έτη. Αναμένεται επίσης αύξηση του πλεονάσματος στο ισοζύγιο υπηρεσιών, καθώς οι εισπράξεις από ταξιδιωτικές υπηρεσίες εκτιμάται ότι θα σημειώσουν περαιτέρω, μικρή ωστόσο, άνοδο το 2025, κυρίως μέσω της επέκτασης της τουριστικής περιόδου, της ενίσχυσης της κρουαζιέρας, αλλά και της ενίσχυσης των τουριστικών εισπράξεων σε περισσότερους προορισμούς της χώρας. Η καθοδική πορεία των επιτοκίων θα συμβάλει στη μείωση των πληρωμών για τόκους, βελτιώνοντας το ισοζύγιο πρωτογενών εισοδημάτων.

Όσον αφορά τα δημοσιονομικά μεγέθη, σύμφωνα με τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος, με βάση τα διαθέσιμα στοιχεία και τις παρεμβάσεις που έχουν εξαγγελθεί, το πρωτογενές πλεόνασμα το 2025 προβλέπεται να διαμορφωθεί σε 3,2% του ΑΕΠ και το δημόσιο χρέος να αποκλιμακωθεί περαιτέρω σε 145,4% του ΑΕΠ. Σε συνδυασμό με την επίτευξη υψηλών πρωτογενών πλεονασμάτων, η συνεχιζόμενη βελτίωση της οικονομικής δραστηριότητας αναμένεται να διατηρήσει την έντονα μειωτική επίδραση του ονομαστικού ΑΕΠ στο λόγο δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ και τα επόμενα έτη, παρά την εκτιμώμενη αποκλιμάκωση του πληθωρισμού. Μεσοπρόθεσμα, ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα αποκλιμακωθεί γρηγορότερα έναντι του αρχικού σχεδιασμού στην Ετήσια Έκθεση Προόδου Μεσοπρόθεσμου Δημοσιονομικού-Διαρθρωτικού Σχεδίου (ΜΔΣ) 2025-2028, εφόσον ληφθεί υπόψη η πρόσφατη ανακοίνωση για πρόωρη αποπληρωμή του υπολειπόμενου ποσού των διμερών δανείων του πρώτου προγράμματος οικονομικής προσαρμογής (GLF), ύψους 31,6 δισεκ. ευρώ, μέχρι το 2031, δέκα έτη νωρίτερα από την προβλεπόμενη λήξη τους. Ο εν λόγω σχεδιασμός εκπέμπει ένα ακόμη θετικό μήνυμα σε μια δύσκολη συγκυρία και αναμένεται να συμβάλει στη βελτίωση της πιστοληπτικής αξιολόγησης του Ελληνικού Δημοσίου.

2.6 Κίνδυνοι και αβεβαιότητες: Αυξημένοι εξωτερικοί κίνδυνοι

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) η περαιτέρω αύξηση του προστατευτισμού στο διεθνές εμπόριο και πιο σημαντική της αναμενόμενης επιβράδυνση της οικονομίας της ευρωζώνης, (β) οι ισχυρότερες αρνητικές επιδράσεις στο παγκόσμιο οικονομικό περιβάλλον και στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές συνθήκες από τη γενικευμένη αβεβαιότητα, (γ) η μεγαλύτερη στενότητα στην αγορά εργασίας και ενδεχόμενες υψηλότερες μισθολογικές πιέσεις, (δ) ενδεχόμενες φυσικές καταστροφές που συνδέονται με τις επιπτώσεις της κλιματικής κρίσης, (ε) ο χαμηλότερος του αναμενόμενου ρυθμός απορρόφησης και αξιοποίησης των κονδυλίων του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας και (στ) η βραδύτερη του αναμενόμενου υλοποίηση των απαραίτητων μεταρρυθμίσεων, με δυσμενείς επιδράσεις στην παραγωγικότητα της ελληνικής οικονομίας.

Οι κίνδυνοι για τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους εκτιμάται ότι παραμένουν οριοθετημένοι μεσοπρόθεσμα, υπό την προϋπόθεση της διαφύλαξης της δημοσιονομικής αξιοπιστίας και της αποτελεσματικής απορρόφησης 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. Ωστόσο, τα υφιστάμενα θετικά χαρακτηριστικά του συσσωρευμένου δημόσιου 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 προγραμμάτων οικονομικής προσαρμογής με νέο δανεισμό σε όρους αγοράς.

3 ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

3.1 Εξελίξεις και προοπτικές εκτός της ευρωζώνης: Επιβράδυνση του διεθνούς εμπορίου και της παγκόσμιας οικονομίας εν μέσω αυξημένης αβεβαιότητας

Το παγκόσμιο ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 3,3% το 2024, με ρυθμό ελαφρώς χαμηλότερο από ό,τι το 2023, ωστόσο συνέχισαν να παρατηρούνται αποκλίσεις μεταξύ των μεγαλύτερων οικονομιών εξαιτίας της επίδρασης παραγόντων τόσο κυκλικών όσο και διαρθρωτικών. Στις αρχές του 2025 οι πρόδρομοι δείκτες οικονομικής δραστηριότητας και τα πρώτα στοιχεία συνηγορούν σε εξασθένηση της παγκόσμιας οικονομίας εξαιτίας της επιβολής δασμών από τις ΗΠΑ σχεδόν σε όλα τα κράτη και της αύξησης της αβεβαιότητας για τα πιθανά αντίμετρα και την τελική έκβαση των εμπορικών συνομιλιών μεταξύ των μεγάλων οικονομιών. Σύμφωνα με το ΔΝΤ (Απρίλιος 2025), ο ρυθμός ανόδου του παγκόσμιου ΑΕΠ θα επιβραδυνθεί κατά μισή ποσο-

στιαία μονάδα στο 2,8% το 2025 και θα ανακάμψει ελαφρώς το 2026. Στις προηγμένες οικονομίες η αύξηση του ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα υποχωρήσει στο 1,4% από 1,8% το 2024. Οι αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες ως σύνολο επίσης εκτιμάται ότι θα επιβραδυνθούν στο 3,7% το 2025 από 4,3% το 2024, με την εκτίμηση να εξαρτάται σημαντικά τόσο από το ύψος των δασμών που τελικά θα ισχύσουν όσο και από τη δυνατότητα καθεμιάς από τις μεγάλες εξαγωγικές οικονομίες να υποκαταστήσει την αναμενόμενη απώλεια μεριδίου αγαθών της που κατευθύνεται στις ΗΠΑ με άλλους προορισμούς.

Οι εκτιμήσεις αναφορικά με το διεθνές εμπόριο υποδηλώνουν ρυθμό μεγέθυνσης για το 2025 και το 2026 χαμηλότερο σε σχέση με εκείνον του 2024, αλλά και σημαντικά ασθενέστερο σε σχέση με τις εκτιμήσεις στις αρχές του τρέχοντος έτους. Κύρια αιτία της προς τα κάτω αναθεώρησης είναι η αύξηση της αβεβαιότητας για την εμπορική πολιτική σε παγκόσμιο επίπεδο και οι άμεσες συνέπειές της στις παγκόσμιες οικονομικές προοπτικές, μετά την ανακοίνωση επιβολής δασμών από τις ΗΠΑ σχεδόν σε όλες τις οικονομίες στις αρχές Απριλίου του 2025. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του ΔΝΤ, ο ρυθμός αύξησης του διεθνούς εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών σε όρους όγκου θα επιβραδυνθεί σε 1,7% το 2025, από 3,8% το 2024, δηλ. θα είναι σημαντικά χαμηλότερος από τον ιστορικό μέσο όρο προ της πανδημίας (2000-2019: 4,9%).

Ο παγκόσμιος πληθωρισμός με βάση τον ΔΤΚ αναμένεται ότι θα υποχωρήσει στο 4,3% το 2025 από 5,7% το 2024. Στις προηγμένες οικονομίες εκτιμάται ότι από 2,6% το 2024 θα διαμορφωθεί στο 2,5% το 2025, έναντι πρόβλεψης 2,1% μόλις 3 μήνες πριν, καθώς οι δασμοί που επιβάλλονται αναμένεται ότι θα μετακυλιστούν σε μεγάλο βαθμό στις τιμές καταναλωτή και οι δυνατότητες υποκατάστασης εισαγωγών καταναλωτικών και επενδυτικών αγαθών με εγχωρίως παραγόμενα θα είναι περιορισμένες, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα. Αντίθετα, στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες ο πληθωρισμός θα υποχωρήσει στο 5,5% το 2025 από 7,7% το 2024. Οι εμπορικοί δασμοί λειτουργούν ως διαταραχή στην πλευρά της προσφοράς στις χώρες που επιβάλλουν δασμούς, μειώνοντας την παραγωγικότητα και αυξάνοντας το κόστος ανά μονάδα προϊόντος. Οι χώρες στις οποίες επιβάλλονται δασμοί αντιμετωπίζουν μια αρνητική διαταραχή στην πλευρά της ζήτησης, καθώς η ζήτηση εξαγωγών μειώνεται, ασκώντας καθοδική πίεση στις τιμές. Παράλληλα, η αύξηση της αβεβαιότητας οδηγεί στην αναβολή των επενδυτικών και λοιπών δαπανών από τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά, περιορίζοντας την εγχώρια ζήτηση. Το αποτέλεσμα αυτό επιδεινώνεται περαιτέρω από την αυστηροποίηση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών και την αυξημένη μεταβλητότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Σημειώνεται ότι η επίδραση των δασμών στις συναλλαγματικές ισοτιμίες δεν είναι ξεκάθαρη και εξαρτάται από την αντίδραση των εμπορικών εταίρων, αλλά και τη στάση των διεθνών επενδυτών απέναντι στο δολάριο ως αποθεματικό νόμισμα. Οι ΗΠΑ, ως η οικονομία που επιβάλλει δασμούς, θα ανέμενε κανείς να δουν το νόμισμά τους να ανατιμάται. Αυτό θα αντανάκλασε τη μειωμένη ζήτηση για ξένο νόμισμα καθώς μειώνεται η ζήτηση για εισαγωγές, αλλά και την πιθανότητα οι χώρες που υπόκεινται σε δασμούς να χαλαρώσουν την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής τους για να ανταποκριθούν στην αρνητική διαταραχή της ζήτησης. Ωστόσο, η μεγαλύτερη πολιτική και οικονομική αβεβαιότητα, οι χαμηλότερες προοπτικές ανάπτυξης και η εκροή κεφαλαίων από τις ΗΠΑ, καθώς και μια διόρθωση στην παγκόσμια ζήτηση περιουσιακών στοιχείων σε δολάρια, οδηγούν τελικά σε υποτίμηση του δολαρίου.

3.2 Εξελίξεις και προοπτικές της ευρωζώνης: υποτονική ανάπτυξη, αποκλιμάκωση του πληθωρισμού

Το ΑΕΠ της ευρωζώνης εκτιμάται ότι αυξήθηκε με ρυθμό 0,6% σε τριμηνιαία βάση το α' τρίμηνο του 2025, έναντι 0,3% το δ' τρίμηνο του 2024. Σύμφωνα με τους βραχυχρόνιους οικονομικούς δείκτες, η ανάκαμψη του α' τριμήνου δεν είναι καθόλου βέβαιο ότι θα συνεχιστεί, ιδίως αν ληφθούν υπόψη οι δυσμενείς παγκόσμιες συνθήκες που χαρακτηρίζονται από δασμούς, αυξανόμενη αβεβαιότητα και μεταβλητότητα στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Σύμφωνα με τις προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Ιούνιος 2025), ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ θα διαμορφωθεί σε 0,9% το 2025, 1,1% το 2026 και 1,3% το 2027. Οι προ-

βολές αυτές βασίζονται στην υπόθεση ότι οι “ανταποδοτικοί” δασμοί των ΗΠΑ προς την ΕΕ παραμένουν στο 10% και μετά τη λήξη της περιόδου των 90 ημέρων που συμφωνήθηκε για διαπραγματεύσεις. Η μη αναθεώρηση της προβολής για το ρυθμό ανάπτυξης το 2025, σε σχέση με τις προβολές του Μαρτίου, αντανάκλα την ισχυρότερη της αναμενόμενης ανάπτυξης το 2^ο τρίμηνο του 2024 και το 4^ο τρίμηνο του 2025, σε συνδυασμό με τις ασθενέστερες προοπτικές για το υπόλοιπο του έτους. Ενώ η αβεβαιότητα που περιβάλλει τις εμπορικές πολιτικές αναμένεται να επηρεάσει αρνητικά τις επιχειρηματικές επενδύσεις και τις εξαγωγές, ιδίως σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα, η άνοδος των δημόσιων επενδύσεων για την άμυνα και τις υποδομές θα στηρίξει ολοένα περισσότερο την ανάπτυξη μεσοπρόθεσμα. Η αύξηση των πραγματικών εισοδημάτων και η ισχυρή αγορά εργασίας θα επιτρέψουν στα νοικοκυριά να δαπανούν περισσότερο. Σε συνδυασμό με τις ευνοϊκότερες συνθήκες χρηματοδότησης, αυτό αναμένεται να ενισχύσει την ανθεκτικότητα της οικονομίας σε παγκόσμιες διαταραχές.

Ο πληθωρισμός με βάση τον ΕνΔΤΚ το Μάιο του 2025 διαμορφώθηκε στο 1,9% (Απρίλιος 2025: 2,2%) και βρίσκεται οριακά κάτω από το στόχο της ΕΚΤ, μετά από μια πρόσκαιρη οριακή άνοδο τον Ιανουάριο (2,5%). Σε αυτό συνέβαλαν η σημαντική μείωση στη συνιστώσα της ενέργειας και η επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης των τιμών των υπηρεσιών, που αντιστάθμισαν την επιτάχυνση των τιμών των ειδών διατροφής. Σύμφωνα με τις προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Ιούνιος 2025), ο πληθωρισμός με βάση τον ΕνΔΤΚ θα μειωθεί σε 2,0% το 2025, 1,6% το 2026 και 2,0% το 2027 από 2,4% το 2024. Οι προς τα κάτω αναθεωρήσεις σε σύγκριση με τις προβολές του Μαρτίου, κατά 0,3 ποσ. μον. για το 2025 και το 2026, αντανάκλουν κυρίως τις υποθέσεις για χαμηλότερες τιμές της ενέργειας και ισχυρότερο ευρώ. Ο πυρήνας του πληθωρισμού στην ευρωζώνη το 2025 εκτιμάται ότι θα συνεχίσει να αποκλιμακώνεται, κυρίως λόγω της εξασθένησης των πιέσεων στο κόστος εργασίας καθώς εξασθενούν οι πιέσεις για μισθολογικές αυξήσεις που προήλθαν από την ενεργειακή κρίση, ενώ ενισχύεται σταδιακά και η παραγωγικότητα της εργασίας. Έμμεσες επιδράσεις από τις χαμηλότερες τιμές της ενέργειας επίσης θα συμβάλουν στη μείωση του πυρήνα του πληθωρισμού.

Η ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ ανατιμήθηκε κατά 3,5% σε μέσα μηνιαία επίπεδα το Μάιο σε σχέση με το Δεκέμβριο του 2024. Το Μάιο το ευρώ ανατιμήθηκε σημαντικά κατά 7,6% έναντι του δολαρίου ΗΠΑ σε σύγκριση με το Δεκέμβριο του 2024 (μέσα επίπεδα μηνός). Οι εξελίξεις αυτές αντανάκλουν τη συγκριτικά μικρότερη επιδείνωση των προοπτικών για την οικονομία της ευρωζώνης σε σχέση με τις ΗΠΑ και άλλες μεγάλες οικονομίες ως συνέπεια των επιπτώσεων των δασμών και κυρίως της μειωμένης επενδυτικής και καταναλωτικής εμπιστοσύνης.

3.3 Κίνδυνοι και αβεβαιότητες: Η έλλειψη σταθερότητας και προβλεψιμότητας στις εμπορικές σχέσεις και η άνοδος του εμπορικού προστατευτισμού έχουν αυξήσει την αβεβαιότητα

Η περαιτέρω κλιμάκωση των παγκόσμιων εμπορικών εντάσεων και η συναφής αβεβαιότητα αναμένεται να επηρεάσουν δυσμενώς τις εξαγωγές, να περιορίσουν τις επενδύσεις και την κατανάλωση και να αποδυναμώσουν τη συνολική ανάπτυξη στη ζώνη του ευρώ. Επίσης, η εντεινόμενη μεταβλητότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών μπορεί να δυσχεράνει τις συνθήκες χρηματοδότησης και να ενισχύσει την αποστροφή στον κίνδυνο, περιορίζοντας την εγχώρια ζήτηση. Παράλληλα, η οικονομική επιβράδυνση αυξάνει τους κινδύνους για τα δημόσια οικονομικά, ιδίως στις χώρες όπου τα δημοσιονομικά αποθέματα ασφαλείας είναι μικρά.

Σε αντίθεση με την πιθανότητα κλιμάκωσης των εμπορικών διενέξεων και εκ νέου επιδείνωσης των χρηματοπιστωτικών συνθηκών, υπάρχει και η ευνοϊκή πιθανότητα να επιτευχθεί μια σαφής και οριστική συμφωνία της ΕΕ με τις ΗΠΑ με χαμηλούς ή και καθόλου δασμούς σε εύλογο χρονικό διάστημα, που θα αποκαταστήσει την ηρεμία στις αγορές και θα μειώσει την αβεβαιότητα. Ένα τέτοιο ενδεχόμενο μπορεί να δώσει ώθηση στο διεθνές εμπόριο και στην εξωτερική ζήτηση της ζώνης του ευρώ. Επιπλέον, οι αυξημένες δημόσιες δαπάνες για την άμυνα και τις υποδομές θα μπορούσαν, υπό προϋποθέσεις, να ενισχύσουν ακόμη περισσότερο την εγχώρια ζήτηση.

Η δυναμική του πληθωρισμού παραμένει αβέβαιη. Οι χαμηλότερες τιμές της ενέργειας, η ανατίμηση του ευρώ και η ασθενέστερη εξωτερική ζήτηση θα μπορούσαν να ασκήσουν μεγαλύτερη των προβλέψεων καθοδική πίεση στον πληθωρισμό της ζώνης του ευρώ, ενώ αντίθετα ο κατακερματισμός των παγκόσμιων αλυσίδων εφοδιασμού και οι υψηλότερες δημόσιες επενδύσεις ενδέχεται να αυξήσουν τις ανοδικές πιέσεις. Παράλληλα, τα ακραία καιρικά φαινόμενα, και η εξελισσόμενη κλιματική κρίση γενικότερα, θα μπορούσαν να αυξήσουν τις τιμές των τροφίμων περισσότερο από το αναμενόμενο.

4 ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Συνέχιση της νομισματικής χαλάρωσης και αποκλιμάκωση του πληθωρισμού εν μέσω αυξημένης αβεβαιότητας λόγω των εμπορικών εντάσεων

Οι μειώσεις των βασικών επιτοκίων του Ευρωσυστήματος, που είχαν ξεκινήσει τον Ιούνιο του 2024, συνεχίστηκαν και το πρώτο εξάμηνο του 2025. Έτσι, στα τέλη Ιανουαρίου, στις αρχές Μαρτίου, στα μέσα Απριλίου και στις αρχές Ιουνίου τα βασικά επιτόκια μειώθηκαν κατά 25 μονάδες βάσης κάθε φορά.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έχει ανακοινώσει τη δέσμευσή του να εξασφαλίσει διατηρήσιμη σταθεροποίηση του πληθωρισμού στο μεσοπρόθεσμο στόχο του 2%. Όπως έχει διευκρινίσει, δεν δεσμεύεται για τη μελλοντική πορεία των βασικών επιτοκίων, αλλά επανεξετάζει την πολιτική επιτοκίων σε κάθε συνεδριάσή του με γνώμονα (α) τις προοπτικές του πληθωρισμού, (β) τη δυναμική του υποκείμενου πληθωρισμού και (γ) την ένταση της μετάδοσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στην πραγματική οικονομία της ζώνης του ευρώ. Από το Μάρτιο του 2025 και εξής το Διοικητικό Συμβούλιο υπογράμμισε ότι οι συνθήκες εντεινόμενης αβεβαιότητας που επικρατούν ενισχύουν την αναγκαιότητα αυτής της τακτικής επαναξιολόγησης.

Σύμφωνα με τις ανακοινώσεις του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ, οι περισσότεροι δείκτες υποκείμενου πληθωρισμού υποδηλώνουν ότι ο καταγραφόμενος πληθωρισμός πρόκειται να σταθεροποιηθεί διατηρήσιμα στο μεσοπρόθεσμο στόχο του 2%, ενώ οι μισθολογικές αυξήσεις επιβραδύνονται και, ούτως ή άλλως, η επίδρασή τους στις τιμές εξουδετερώθηκε μερικώς μέσω αντίρροπης προσαρμογής των περιθωρίων κέρδους. Οι προοπτικές για την οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ έχουν καταστεί δυσμενέστερες, λόγω των αυξανόμενων εντάσεων στο διεθνές εμπόριο. Τον Ιούνιο του 2025 το Διοικητικό Συμβούλιο ανακοίνωσε ότι ο πληθωρισμός βρισκόταν γύρω στο στόχο του 2%, ενώ, όπως προαναφέρθηκε, προβλέπεται ρυθμός καταγραφόμενου πληθωρισμού 2% σε ετήσια βάση κατά μέσο όρο στη διάρκεια του τρέχοντος έτους. Η υποχώρηση των τιμών της ενέργειας και η ανατίμηση του ευρώ ασκούν καθοδική πίεση στον πληθωρισμό βραχυπρόθεσμα, ο οποίος συνεπώς αναμένεται κατ' αρχάς να υποχωρήσει στο άμεσο μέλλον, αλλά να επανέλθει στο στόχο το έτος 2027.

Όσον αφορά τους κινδύνους που περιβάλλουν επί του παρόντος τις προοπτικές του πληθωρισμού, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ υπογράμμισε ότι οι εμπορικές εντάσεις επιτείνουν την αβεβαιότητα. Η επιτάχυνση της υποχώρησης των διεθνών τιμών της ενέργειας το τρέχον έτος και επιπλέον η ανατίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ τους τελευταίους μήνες είναι δυνατόν να ασκήσουν καθοδικές πιέσεις στον πληθωρισμό στην ευρωζώνη. Προς την ίδια κατεύθυνση θα επιδρούσε η εξασθένηση της ζήτησης εξαγωγών από τη ζώνη του ευρώ λόγω της επιβολής δασμών, όπως επίσης και η ανακατεύθυνση προς τη ζώνη του ευρώ προϊόντων εξαγόμενων από χώρες με πλεόνασμα παραγωγικού δυναμικού καθώς θα πλήττονται από τους δασμούς. Επίσης περιοριστική επίδραση στην εγχώρια ζήτηση και συνακόλουθα στον πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ αναμένεται να ασκήσουν οι παρατηρούμενες δυσμενείς αντιδράσεις των χρηματοπιστωτικών αγορών στις εμπορικές εντάσεις. Αντίθετα, η κατάτμηση των παγκόσμιων εφοδιαστικών αλυσίδων λόγω της αύξησης του προστατευτισμού ενδέχεται να συμβάλει σε ενίσχυση του εγχώριου πληθωρισμού στη Νομισματική Ένωση μέσω αύξησης των τιμών

των εισαγομένων στη ζώνη του ευρώ ή και επιδείνωσης των ποσοτικών περιορισμών στην προ-σφορά. Η αναμενόμενη αύξηση στις αμυντικές δαπάνες και στις δημόσιες δαπάνες για τη δημιουργία υποδομών είναι επίσης δυνατόν να οδηγήσει σε μεσοπρόθεσμη επιτάχυνση του ρυθμού πληθωρισμού. Τέλος, τα ακραία καιρικά φαινόμενα και γενικότερα η κλιματική κρίση είναι πιθανόν να συντελέσουν σε άνοδο των τιμών των τροφίμων μεγαλύτερη από ό,τι ήδη προ-εξοφλείται.

5 ΠΡΟΟΔΟΣ, ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Πρόοδος

Η ελληνική οικονομία έχει σημειώσει αξιόλογες επιτυχίες τα τελευταία χρόνια. Έχει επιδείξει ανθεκτικότητα, καθώς η ανάπτυξή της συνεχίζεται με ικανοποιητικούς ρυθμούς, παρά τις συχνές και έντονες εξωτερικές διαταραχές. Παράλληλα, παρατηρείται διατηρήσιμη βελτίωση των δημοσιονομικών μεγεθών και δραστική αποκλιμάκωση του λόγου χρέους προς ΑΕΠ. Επιπλέον, συνεχίζεται η βελτίωση των θεμελιωδών μεγεθών του τραπεζικού τομέα και έχει ενισχυθεί η χρηματοδότηση των ΜΧΕ. Πέρα από τις ευνοϊκές εγχώριες εξελίξεις στο μακροοικονομικό και δημοσιονομικό πεδίο, έχει επιτευχθεί αξιόλογη βελτίωση του επιχειρηματικού περιβάλλοντος, μεταξύ άλλων με τον περιορισμό της γραφειοκρατίας στις συναλλαγές των επιχειρήσεων με το Δημόσιο και τη μείωση της φορολογίας. Ως συνέπεια των ανωτέρω, έχει αναβαθμιστεί η πιστο-ληπτική αξιολόγηση του Ελληνικού Δημοσίου και συνακόλουθα των ελληνικών τραπεζών.

Προκλήσεις

Ωστόσο, εξακολουθούν να υπάρχουν εμπόδια και προκλήσεις που δρουν ανασταλτικά στην αναπτυξιακή δυναμική της χώρας. Για παράδειγμα, όπως επισημαίνει πρόσφατη έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής,¹ το **επιχειρηματικό περιβάλλον** στην Ελλάδα επιβαρύνεται από το σχετικά επαχθές και συχνά μεταβαλλόμενο κανονιστικό και διοικητικό πλαίσιο που στερείται διαφάνειας και από ένα νομικό σύστημα που δεν θεωρείται αρκετά αποτελεσματικό και προ-στατευτικό των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας. Οι κανονιστικοί φραγμοί, η παραοικονομία και η πε-ριορισμένη πρόσβαση στη χρηματοδότηση, ειδικά για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις, συνεχίζουν να παρεμποδίζουν τον ανταγωνισμό, τις ιδιωτικές επενδύσεις και την αύξηση της παραγωγικό-τητας. Οι αναντιστοιχίες δεξιοτήτων, τα χαμηλά αποτελέσματα εκπαίδευσης, η υστέρηση σε βα-σικές δεξιότητες και η έλλειψη κατάλληλων κινήτρων αποθαρρύνουν τους ανθρώπους από την αναζήτηση εργασίας και περιορίζουν την καινοτομία.

Επιπλέον, σύμφωνα με πρόσφατη έρευνα της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων (ΕΤΕπ),² τα **εμπόδια στις επενδύσεις** στην Ελλάδα παραμένουν σοβαρά. Οι ελληνικές επιχειρήσεις ανη-συχούν ιδιαίτερα για το ενεργειακό κόστος, το κανονιστικό περιβάλλον και την αβεβαιότητα για το μέλλον. Συγκεκριμένα, το 2024 αυξήθηκε η ανησυχία τους, σε σχέση με το 2023, για τις κα-νονιστικές ρυθμίσεις της αγοράς εργασίας και την πρόσβαση σε ψηφιακές υποδομές. Επιπλέον, σε σύγκριση με τις επιχειρήσεις στην ΕΕ, οι ελληνικές επιχειρήσεις εκφράζουν αυξημένες ανη-συχίες όσον αφορά τις διαταράξεις της εφοδιαστικής αλυσίδας και τις πρόσφατες δασμολογικές αλλαγές.

Παρά τη βελτίωση των μακροοικονομικών συνθηκών, οι ελληνικές επιχειρήσεις εξακολουθούν να αντιμετωπίζουν **υψηλό κόστος χρηματοδότησης και δυσκολίες πρόσβασης σε τραπεζική πίστη**. Το ποσοστό των επιχειρήσεων με χρηματοοικονομικούς περιορισμούς στην Ελλάδα (11,1%) υπερέβη το μέσο όρο της ΕΕ (6,8%) το 2024. Επίσης, την ίδια χρονιά το 75% των επι-χειρηματικών επενδύσεων στην Ελλάδα βασίστηκε σε εσωτερική χρηματοδότηση, ποσοστό υψηλότερο από το μέσο όρο της ΕΕ (66%).

1 European Commission (2024), "Commission Staff Working Document: Greece 2024 Country Report", June.

2 EIB (2024), *EIB Investment Survey 2024: Greece*.

Παρά τις προσπάθειές τους να ανταποκριθούν στις προκλήσεις της κλιματικής αλλαγής και της ψηφιακής μετάβασης, οι ελληνικές επιχειρήσεις εξακολουθούν να υστερούν σε σχέση με το μέσο όρο της ΕΕ σε αρκετούς τομείς. Ειδικότερα, εστιάζουν περισσότερο στο να αγοράσουν ή να ανανεώσουν ασφαλιστικά προϊόντα για να αντισταθμίσουν τις ζημιές που σχετίζονται με την κλιματική αλλαγή, ενώ είναι λιγότερο πιθανό να λάβουν προληπτικά μέτρα ή να μειώσουν τις εκπομπές διοξειδίου του άνθρακα. **Οι επενδύσεις στην πράσινη μετάβαση είναι επίσης χαμηλότερες από ό,τι στην ΕΕ.** Σε σχέση με τις επιχειρήσεις στην ΕΕ συνολικά, οι ελληνικές επιχειρήσεις είναι πολύ λιγότερο πιθανό να έχουν ήδη επενδύσει στο μετριασμό των επιπτώσεων της κλιματικής αλλαγής και λιγότερο πιθανό να σχεδιάσουν μελλοντικές επενδύσεις. Ταυτόχρονα, μόλις το 1/3 των ελληνικών επιχειρήσεων αναφέρει ότι επενδύει στην ενεργειακή απόδοση, έναντι 50% των επιχειρήσεων στην ΕΕ. Τέλος, **μόνο το 53% των επιχειρήσεων στην Ελλάδα, έναντι 74% στην ΕΕ, χρησιμοποιεί ψηφιακές τεχνολογίες**, όπως το διαδίκτυο των πραγμάτων (internet of things), μεγάλα δεδομένα (big data), τεχνητή νοημοσύνη (AI), τρισδιάστατη εκτύπωση (3D printing) και εργαλεία επαυξημένης ή εικονικής πραγματικότητας.

Η Ελλάδα εμφανίζει **χαμηλό βαθμό ενσωμάτωσης στις αλυσίδες αξίας της ΕΕ** και, ως εκ τούτου, δεν αποκομίζει αρκετά οφέλη από τη συμμετοχή της στην Ενιαία Αγορά. Ενδεικτικά, σύμφωνα με πρόσφατη μελέτη της Ευρωπαϊκής Επιτροπής,³ η Ελλάδα αναμένεται να έχει τις μικρότερες δευτερογενείς επιδράσεις (spillover effects) στην ΕΕ από την εφαρμογή του RRF σε άλλες χώρες την περίοδο 2020-2030. Οι δευτερογενείς επιδράσεις, ύψους περίπου 0,4% του ΑΕΠ του 2023, προκύπτουν από την οικονομική ενοποίηση εντός της ΕΕ, καθώς και με βασικούς εμπορικούς εταίρους εκτός ΕΕ. Η αύξηση της ζήτησης σε μια χώρα ως συνέπεια του RRF οδηγεί σε υψηλότερη ζήτηση για εισαγόμενα τελικά και ενδιάμεσα αγαθά. Αυτό σημαίνει ότι τα οφέλη του RRF εκτείνονται πέρα από τα εθνικά σύνορα, ενισχύοντας τους εμπορικούς και οικονομικούς δεσμούς μεταξύ των κρατών-μελών της ΕΕ, αλλά και με χώρες εκτός ΕΕ. Η σημασία των δευτερογενών επιδράσεων υπογραμμίζει το ρόλο της Ενιαίας Αγοράς ως παράγοντα που μπορεί να πολλαπλασιάσει τις τελικές θετικές οικονομικές επιπτώσεις του RRF σε μια χώρα. Ο χαμηλός λόγος δευτερογενών επιδράσεων προς ΑΕΠ στην Ελλάδα μπορεί να αποδοθεί στο μικρό βαθμό ενσωμάτωσής της στις αλυσίδες αξίας της ΕΕ, με αποτέλεσμα να μην αποκομίζει αρκετά οφέλη από την Ενιαία Αγορά, σε αντιδιαστολή με χώρες όπως π.χ. η Σλοβακία, η Σλοβενία, η Τσεχία, η Ουγγαρία και η Αυστρία, των οποίων οι λόγοι δευτερογενών επιδράσεων/ΑΕΠ φθάνουν στο 1,8%, 1,4%, 1,3%, 1,2% και 1,1% αντίστοιχα.

Το γεγονός αυτό συνδέεται και με το ότι **η πλειονότητα των αγαθών και υπηρεσιών που παράγονται στην Ελλάδα χαρακτηρίζεται ως χαμηλής εξειδίκευσης και χαμηλής εντάσεως τεχνολογίας, με αποτέλεσμα η χώρα μας να μη μπορεί να επωφεληθεί από την αύξηση της ζήτησης στην ΕΕ, λόγω του RRF, για προϊόντα τεχνολογίας αιχμής στο πλαίσιο της πράσινης και ψηφιακής μετάβασης της ΕΕ.** Σημειώνεται ότι το ποσοστό των εξαγωγών υψηλής τεχνολογίας, παρότι αυξήθηκε στο 5% το 2022, εξακολουθεί να υπολείπεται του μέσου όρου της ΕΕ, που είναι 17,3%, ενώ και η σχετική ένταση γνώσης του ελληνικού εμπορίου εκτιμάται ότι είναι η χαμηλότερη στην ΕΕ με βάση το δείκτη πολυπλοκότητας του εμπορίου. Συνολικά, οι ελληνικές εξαγωγές παραμένουν συγκεντρωμένες σε λίγες κατηγορίες προϊόντων χαμηλής και μεσαίας τεχνολογίας με χαμηλή προστιθέμενη αξία, γεγονός που περιορίζει την ενσωμάτωσή τους στις παγκόσμιες αλυσίδες αξίας. Επιπλέον, **οι ανεπαρκείς ή απαρχαιωμένες λιμενικές υποδομές υπονομεύουν την εξαγωγική ικανότητα της Ελλάδος.**⁴ Τα παραπάνω στοιχεία εξηγούν εν μέρει τα υψηλά και συνεχιζόμενα ελλείμματα στο ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών, καθώς περιορίζουν τη δυνατότητα υποκατάστασης των εισαγωγών με εγχωρίως παραγόμενα αγαθά και δημιουργούν εμπόδια στην επέκταση των εξαγωγών σε νέα τεχνολογικά αναβαθμισμένα προϊόντα και υπηρεσίες.

3 Michels, A., D. Ciriaci, J.M. Rueda-Cantuche, L. Pedauga, V. Ferreira, Ch. Kattami, D. Schulz and M. Pilati (2025), "Economic impacts of the Recovery and Resilience Facility: new insights at sectoral level and the case of Germany", European Commission Discussion Paper No. 221, May.

4 Βλ. European Commission (2025), "In-Depth Review 2025: Greece", Institutional Paper 309, May.

Τέλος, παρά την πρόοδο που έχει επιτευχθεί τα τελευταία χρόνια όσον αφορά την αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος, εξακολουθούν να υπάρχουν σημαντικές προκλήσεις σε όρους κοινωνικής συνοχής, σε εθνικό και περιφερειακό επίπεδο, καθώς το ποσοστό των ατόμων που κινδυνεύει από φτώχεια ή κοινωνικό αποκλεισμό παραμένει υψηλό, η πρόσβαση στη στέγαση με οικονομικά και κοινωνικά αποδεκτούς όρους έχει επιδεινωθεί και το ποσοστό ανεργίας, παρά την αποκλιμάκωσή του, είναι από τα υψηλότερα στην ΕΕ. Ταυτόχρονα, οι συνέπειες της μείωσης του πληθυσμού είναι ήδη ορατές, καθώς παρατηρούνται σημαντικές ελλείψεις εργατικού δυναμικού σε δραστηριότητες που σχετίζονται με τον τουρισμό, τις κατασκευές και τη γεωργία.

Προτάσεις πολιτικής

Για να αντιμετωπιστούν οι προκλήσεις που σχετίζονται με τις εγχώριες διαθρωτικές αδυναμίες, αλλά και οι αβεβαιότητες που συνδέονται με το παγκόσμιο οικονομικό περιβάλλον, και για να διασφαλιστεί η σταθερότητα και η ανθεκτικότητα της ελληνικής οικονομίας, προτείνονται οι ακόλουθες μεταρρυθμίσεις και παρεμβάσεις πολιτικής.

Η **διασφάλιση της βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους** πρέπει να παραμείνει προτεραιότητα της δημοσιονομικής πολιτικής. Για το λόγο αυτό, καθοριστικής σημασίας είναι η συμμόρφωση με τους ευρωπαϊκούς δημοσιονομικούς κανόνες. Παράλληλα, η υλοποίηση της πρωτοβουλίας για την πρόωρη αποπληρωμή του υπολειπόμενου ποσού των δανείων GLF, με χρήση των ταμειακών διαθεσίμων, θα βοηθήσει στην επιτάχυνση της αποκλιμάκωσης του δημόσιου χρέους σε σύγκριση με τον υφιστάμενο μεσοπρόθεσμο στόχο, θα οδηγήσει σε αισθητή μείωση των μελλοντικών ακαθάριστων χρηματοδοτικών αναγκών, θα περιορίσει το κόστος εξυπηρέτησης και θα ενισχύσει τη βιωσιμότητα του χρέους. Ταυτόχρονα, η εν λόγω κίνηση εκπέμπει ένα ισχυρό μήνυμα προς τις αγορές και τους θεσμούς για τη σταθερή προσήλωση της χώρας στη διατήρηση μείωση του χρέους.

Από την άλλη πλευρά, χρειάζονται και **δημοσιονομικές μεταρρυθμίσεις που καθιστούν τη δημοσιονομική πολιτική φιλικότερη προς την ανάπτυξη**. Οι προτεραιότητες σε αυτόν τον τομέα αφορούν μεταρρυθμίσεις στη διαχείριση των φόρων με ενίσχυση της προοδευτικότητας του φορολογικού συστήματος και την επίτευξη ενός φιλικότερου προς τις επιχειρήσεις φορολογικού περιβάλλοντος με ταυτόχρονο περιορισμό των στρεβλώσεων και των διοικητικών βαρών, οδηγώντας σε αποτελεσματικότερη κατανομή πόρων, υψηλότερη παραγωγικότητα και, σε ορισμένες περιπτώσεις, καλύτερη αξιοποίηση της εργασίας. Παράλληλα, απαιτούνται μεταρρυθμίσεις που θα ενισχύουν την ποιότητα και την αποδοτικότητα των δημόσιων δαπανών. Αυτό προϋποθέτει αξιολόγηση και επαναπροσανατολισμό των κρατικών πόρων από λιγότερο παραγωγικούς τομείς προς όσους αποφέρουν πολλαπλασιαστικά οφέλη στην οικονομία και στην κοινωνία, αλλά και την ταυτόχρονη αποφυγή μέτρων αποσπασματικού και βραχυχρόνιου χαρακτήρα στην πλευρά των δαπανών. Συνολικά, ένας πιο αποτελεσματικός δημόσιος τομέας οδηγεί σε μειωμένη σπατάλη δημόσιων δαπανών, μειώνει το δημόσιο χρέος και ενισχύει την οικονομική ανάπτυξη και τη δημοσιονομική θέση της χώρας, οδηγώντας σε υψηλότερο κατά κεφαλήν ΑΕΠ.⁵ Επιπλέον, ένας πιο αποτελεσματικός δημόσιος τομέας παρέχει βελτιωμένες υπηρεσίες στους πολίτες σε τομείς όπως η υγειονομική περίθαλψη, η εκπαίδευση και οι υποδομές, αυξάνοντας έτσι την παραγωγικότητά τους. Ταυτόχρονα, μπορεί να ενισχύσει την ανάπτυξη των ιδιωτικών επιχειρήσεων παρέχοντας ένα πιο φιλικό προς τις επιχειρήσεις οικονομικό περιβάλλον, μέσω π.χ. της μείωσης της γραφειοκρατίας, γεγονός που μπορεί να τονώσει τις επιχειρηματικές επενδύσεις.

Η **έγκαιρη απορρόφηση και η εκταμίευση των πόρων του RRF** προς τον ιδιωτικό τομέα είναι καθοριστικής σημασίας για την επίτευξη των προβλεπόμενων ρυθμών αύξησης των ακαθάριστων επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου κατά την περίοδο 2025-2026. Η αποτελεσματική αξιοποίη-

5 Βλ. Chrysanthakopoulos, Ch., P. Bouloumpasis, M. Skotoris and A. Tagkalakis (2025), "The macroeconomic effects of public sector efficiency in advanced economies", *International Economics*, 182 (100600).

ηση των ευρωπαϊκών πόρων θα βοηθήσει στην επιτάχυνση της πράσινης και της ψηφιακής μετάβασης, οι οποίες θα ενισχύσουν το μεσοπρόθεσμο ρυθμό ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας. Σημειώνεται ότι, σύμφωνα με πρόσφατη ανάλυση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής,⁶ το ΑΕΠ της Ελλάδος προβλέπεται να αυξηθεί κατά 29,6 δισεκ. ευρώ (ή 12,5% του ονομαστικού ΑΕΠ του 2024) στη διάρκεια της περιόδου 2020-2030. Αυτό οφείλεται κυρίως στις άμεσες επιδράσεις του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας “Ελλάδα 2.0”, δηλαδή στην άμεση ώθηση της παραγωγής και της απασχόλησης στους εθνικούς κλάδους-αποδέκτες των πόρων και στην αυξημένη ζήτηση εισροών από εγχώριους κλάδους-προμηθευτές.

Παράλληλα, χρειάζονται **πρόσθετες προσπάθειες για τη βελτίωση του επιχειρηματικού περιβάλλοντος** και τη μετάβαση σε μια οικονομία μέσης και υψηλής εντάσεως τεχνολογίας. Κάτι τέτοιο εκτιμάται ότι θα ενισχύσει την άνοδο των εξαγωγών μέσω της καλύτερης ενσωμάτωσης των ελληνικών προϊόντων στις διεθνείς αλυσίδες αξίας, αλλά και θα υποβοηθήσει την υποκατάσταση των εισαγωγών και την αντιμετώπιση του διαχρονικά υψηλού ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, το οποίο αποτελεί μια σοβαρή ευπάθεια της ελληνικής οικονομίας.

Βασική προτεραιότητα είναι οι **μεταρρυθμίσεις που ενισχύουν την παραγωγικότητα**, όπως η απλοποίηση των κανονιστικών ρυθμίσεων για τις επιχειρήσεις, η βάθυνση των εγχώριων αγορών πιστώσεων και κεφαλαίων, η ενίσχυση της καινοτομίας και η βελτίωση της κρατικής αποτελεσματικότητας.⁷

Οι μεταρρυθμίσεις που αποσκοπούν στην **απλοποίηση του κανονιστικού πλαισίου για τις επιχειρήσεις** θα μπορούσαν να περιλαμβάνουν δράσεις μείωσης της γραφειοκρατίας, περιορισμού των εμποδίων εισόδου και εξόδου των επιχειρήσεων, βελτίωσης του χωροταξικού σχεδιασμού και απλοποίησης των διαδικασιών χρήσης γης. Η επιτάχυνση των κανονιστικών μεταρρυθμίσεων είναι το κλειδί για τη βελτίωση της κατανομής των πόρων, ιδίως στον τομέα των μη εμπορεύσιμων υπηρεσιών.

Οι μεταρρυθμίσεις που ενισχύουν την καινοτομία, την έρευνα και ανάπτυξη (Ε&Α) και τον ψηφιακό μετασχηματισμό θα πρέπει να περιλαμβάνουν δράσεις βελτίωσης των υποδομών, αλλά και των δεξιοτήτων των εργαζομένων προκειμένου τα οφέλη του ψηφιακού μετασχηματισμού να διαχυθούν στην κοινωνία και την οικονομία συνολικότερα, σε συνδυασμό με χρηματοδότηση της Ε&Α σε τεχνολογίες αιχμής ώστε να δημιουργηθούν νέα προϊόντα και υπηρεσίες. Ενδεικτικά, οι παρεμβάσεις πολιτικής θα πρέπει να επικεντρωθούν στην παροχή στοχευμένων φορολογικών κινήτρων για Ε&Α, στην αύξηση της δημόσιας χρηματοδότησης για Ε&Α, στην επέκταση του ψηφιακού μετασχηματισμού του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα και στην ενίσχυση της χρήσης της τεχνητής νοημοσύνης.

Ένα αποτελεσματικό σύστημα χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης μπορεί να διευκολύνει την εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων και να ενισχύσει την απόδοσή τους. Ένα τέτοιο σύστημα αυξάνει την κινητοποίηση αποταμιευτικών πόρων από εγχώριες και ξένες πηγές και συμβάλλει στην αποτελεσματικότερη κατανομή των δανειακών κεφαλαίων, διευκολύνοντας έτσι τη χρηματοδότηση των νέων επιχειρήσεων που θέλουν να εισέλθουν στην αγορά μετά την άρση των εμποδίων εισόδου.

Πλέον, ο ελληνικός τραπεζικός τομέας έχει ενισχυθεί σημαντικά και έχει ξεπεράσει τα προβλήματα του παρελθόντος, ενώ, με βάση τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία για τις ροές τραπεζικών δανείων, χρηματοδοτεί σε αυξημένο βαθμό τις ελληνικές επιχειρήσεις, υποβοηθούμενος από τα προγράμματα συγχρηματοδότησης και εγγυοδοσίας αναπτυξιακών φορέων (όπως η Ελλη-

⁶ Michels et al. (2025), όπ.π.

⁷ Βλ. Budina, N., O. Adilbish, D. Cerdeiro, R. Duval, B. Egert, D. Kovtun, A.T.N. Nguyen., A. Panton and M. Tejada (2025), “Europe’s National-Level Structural Reform Priorities”, IMF Working Paper 104.

νική Αναπτυξιακή Τράπεζα και η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων) και από τα τραπεζικά δάνεια συγχρηματοδότησης των επενδυτικών σχεδίων τα οποία εντάσσονται στον RRF. Παρά την πρόοδο που έχει επιτευχθεί, απαιτείται **περαιτέρω βελτίωση της ποιότητας του ενεργητικού των τραπεζών** και θα πρέπει να αποφευχθούν νέες καθαρές εισροές μη εξυπηρετούμενων δανείων. Ταυτόχρονα, είναι πολύ σημαντική η **διαφοροποίηση των πηγών χρηματοδότησης**, με αξιοποίηση του νέου Ταμείου Μικροπιστώσεων, καθώς και με την πρόσβαση σε εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης μέσω των αγορών κεφαλαίων. Κάτι τέτοιο θα ενισχύσει την πρόσβαση σε χρηματοδότηση για νέες καινοτόμες μικρομεσαίες επιχειρήσεις που δεν έχουν πρόσβαση σε τραπεζικό δανεισμό.

Τέλος, οι μεταρρυθμίσεις που αποσκοπούν στη **βελτίωση της κρατικής αποτελεσματικότητας** είναι καθοριστικός παράγοντας για την ενίσχυση της παραγωγικότητας. Στο πλαίσιο αυτό, βασικές προτεραιότητες αποτελούν η ενίσχυση του κράτους δικαίου και η **βελτίωση της αποτελεσματικότητας του δικαστικού συστήματος** με την επιτάχυνση της απονομής δικαιοσύνης.

Παρά την πρόοδο που έχει συντελεστεί τελευταία, η Ελλάδα είναι μία από τις χώρες με τη χαμηλότερη αποτελεσματικότητα δικαστικού συστήματος στην ΕΕ, καθώς οι διαδικασίες επίλυσης διαφορών είναι πολύ πιο χρονοβόρες σε σχέση με το μέσο χρόνο που απαιτείται για την επίλυση διαφορών στην ΕΕ. Ένα αποτελεσματικό δικαστικό σύστημα μπορεί να συμβάλει πολλαπλώς σε ταχύτερη οικονομική ανάπτυξη: (α) Μέσω αύξησης των επενδύσεων, καθώς η ικανότητα εκτέλεσης των συμβάσεων, που είναι χαρακτηριστικό στοιχείο του, περιορίζει την επιχειρηματική αβεβαιότητα και ταυτόχρονα αυξάνει τις αναμενόμενες αποδόσεις. (β) Μέσω της βελτίωσης της παραγωγικότητας, καθώς διευκολύνει την είσοδο και έξοδο επιχειρήσεων από την αγορά, ενισχύοντας έτσι το δυναμισμό των επιχειρήσεων και υποβοηθώντας την αύξηση του μεγέθους τους και την καινοτομία. Και τέλος, (γ) μέσω της ευκολότερης πρόσβασης σε πιστώσεις, καθώς η ταχύτερη διευθέτηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων ενισχύει την προσφορά πιστώσεων και βελτιώνει τους όρους χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών από τις τράπεζες. Η βελτίωση της αποτελεσματικότητας του δικαστικού συστήματος αναμένεται να αποφέρει σημαντικά οφέλη για την ελληνική οικονομία, η οποία χαρακτηρίζεται από μικρά μεγέθη επιχειρήσεων, χαμηλές επενδύσεις στον ιδιωτικό τομέα, υψηλό απόθεμα μη εξυπηρετούμενων δανείων που βρίσκονται εκτός τραπεζικού συστήματος, χαμηλά ποσοστά εξόδου μη οικονομικά υγιών επιχειρήσεων και επιδεινούμενη καταμετρητική αποδοτικότητα.⁸

Μια **εύρυθμη αγορά εργασίας και ένα μεγαλύτερο και καλύτερα εκπαιδευμένο εργατικό δυναμικό** μπορούν να αυξήσουν άμεσα όχι μόνο την παραγωγή μέσω υψηλότερης εισροής εργασίας, αλλά και την παραγωγικότητα, ανακατανέμοντας ταχύτερα τους εργαζομένους προς αναπτυσσόμενους κλάδους και επιχειρήσεις, που έτσι μπορούν καλύτερα να αξιοποιήσουν νέες τεχνολογικές ευκαιρίες. Οι μεταρρυθμίσεις προς αυτή την κατεύθυνση βοηθούν στην αντιμετώπιση των ελλείψεων εργατικού δυναμικού και των προκλήσεων που προέρχονται από δυσμενείς δημογραφικές τάσεις και αναντιστοιχίες δεξιοτήτων.⁹ Οι βασικές προτεραιότητες αφορούν την **αναβάθμιση του ανθρώπινου κεφαλαίου** μέσω της βελτίωσης του εκπαιδευτικού συστήματος και της αναμόρφωσης και επέκτασης των προγραμμάτων κατάρτισης των νέων, την **παροχή κινήτρων για τη συμμετοχή στο εργατικό δυναμικό**, κατά κύριο λόγο γυναικών, νέων, αλλά και ατόμων μεγαλύτερης ηλικίας, τον επαναπατρισμό των Ελλήνων επιστημόνων του εξωτερικού, αλλά και την προσέλκυση και ενσωμάτωση ξένων εργαζομένων, ιδίως εκείνων με πολύτιμες δεξιότητες. Στο πλαίσιο αυτό, η στοχευμένη υποστήριξη για τη φροντίδα των παιδιών και των ηλικιωμένων μπορεί να επιτρέψει στις γυναίκες να εργαστούν εκτός σπιτιού. Τα ανωτέρω θα πρέπει να συνδυαστούν με μέτρα ενίσχυσης της ευελιξίας της αγοράς εργασίας και μείωσης της φορολογικής επιβάρυνσης της εργασίας.

8 IMF (2025), "Greece: Selected Issues", IMF Country Report No. 2025/086.

9 Όπ.π.

Συνολικά, οι μεταρρυθμίσεις στις αγορές εργασίας και προϊόντων και οι θεσμικές βελτιώσεις όσον αφορά την ικανότητα διακυβέρνησης και την πρόσβαση στις αγορές πιστώσεων και κεφαλαίων ενισχύουν την οικονομική ανάπτυξη. Ταυτόχρονα, οδηγούν σε αύξηση των δημόσιων εσόδων και των πρωτογενών πλεονασμάτων, συμβάλλοντας στη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών.¹⁰

Δεδομένου ότι η εγχώρια αποταμίευση δεν επαρκεί για να καλύψει τις απαιτούμενες επενδύσεις, είναι επιτακτικά αναγκαία η **συνέχιση της προσέλκυσης ξένων άμεσων επενδύσεων (ΞΑΕ)**, οι οποίες αυξήθηκαν κατά 27% την περίοδο 2019-2024. Η οικονομική θεωρία και τα εμπειρικά δεδομένα καταδεικνύουν ότι οι μεταρρυθμίσεις που προαναφέρθηκαν και η βελτίωση της λειτουργίας των θεσμών έχουν ως αποτέλεσμα την προσέλκυση περισσότερων ΞΑΕ. Σημαντική ώθηση στις ΞΑΕ θα μπορούσε επίσης να προέλθει και από την ταχύτερη υλοποίηση του **προγράμματος ιδιωτικοποίησης και αξιοποίησης της δημόσιας περιουσίας**. Ωστόσο, κρίσιμος παράγοντας για τις επενδύσεις είναι η μακροοικονομική και πολιτική σταθερότητα. Ενδεικτικά, ο υψηλός και ευμετάβλητος πληθωρισμός στρεβλώνει τις σχετικές τιμές, δημιουργεί αβεβαιότητα και συμβάλλει σε αναποτελεσματική κατανομή των πόρων, αποθαρρύνοντας τις επενδύσεις. Επιπλέον, σε περιπτώσεις δημοσιονομικής αστάθειας, οι κυβερνήσεις έχουν αυξημένες χρηματοδοτικές ανάγκες, με αποτέλεσμα τον παραγκωνισμό των ιδιωτικών επενδύσεων. Παράλληλα, η αύξηση του κόστους δανεισμού του δημόσιου τομέα διαχέεται στο σύνολο της οικονομίας, αυξάνοντας το κόστος χρηματοδότησης των ιδιωτικών επενδύσεων. Τέλος, οι επιχειρήσεις διστάζουν να επενδύσουν σε ένα περιβάλλον στο οποίο η κατεύθυνση των πολιτικών που θα ασκηθούν στο μέλλον είναι ασαφής ή δεν είναι αξιόπιστη ή σε ένα περιβάλλον που χαρακτηρίζεται από μειωμένη εμπιστοσύνη στους θεσμούς. **Συνεπώς, η διατήρηση της μακροοικονομικής, δημοσιονομικής και πολιτικής σταθερότητας θα πρέπει να αποτελεί βασική στόχευση της οικονομικής πολιτικής.** Ταυτόχρονα όμως, η αυξημένη παγκόσμια αβεβαιότητα και οι εμπορικές διαμάχες είναι πιθανόν να μεταβάλουν, εκτός από τις εμπορικές ροές, και τις διασυννοριακές ροές κεφαλαίων και τις ΞΑΕ. Παρ' όλα αυτά, οι αρνητικές επιπτώσεις που θα είχε ένα τέτοιο ενδεχόμενο θα μπορούσαν να αντιμετωπιστούν εφόσον διατηρηθούν η αξιοπιστία της οικονομικής πολιτικής και η πολιτική σταθερότητα, παράγοντες που ενισχύουν την εμπιστοσύνη των διεθνών επενδυτών στην ελληνική οικονομία.

Η αύξηση των επενδύσεων σε βάθος χρόνου προϋποθέτει και την **αύξηση των αποταμιεύσεων του ιδιωτικού τομέα**. Η εισαγωγή κεφαλαιοποιητικού συστήματος εισφορών στην επικουρική ασφάλιση το 2021 είναι μια πολιτική ενίσχυσης της εθνικής αποταμίευσης. Προς την ίδια κατεύθυνση θα μπορούσαν επίσης να συμβάλουν η ισχυροποίηση του τρίτου πυλώνα του ασφαλιστικού συστήματος, δηλαδή της ιδιωτικής ασφάλισης, καθώς και η προώθηση του χρηματοοικονομικού αλφαριθμητισμού.

Με δεδομένη την εξάρτηση της Ελλάδας από τα ορυκτά καύσιμα, απαιτούνται **επείγοντως περισσότερες επενδύσεις σε ανανεώσιμες πηγές ενέργειας και αναβαθμίσεις του δικτύου ηλεκτρικής ενέργειας**. Η μετάβαση πρέπει να είναι χωρίς αποκλεισμούς, έτσι ώστε να αποφευχθεί η επιδείνωση της ενεργειακής φτώχειας. Στο ίδιο πλαίσιο, χρειάζονται **πρόσθετες δράσεις περιορισμού του ενεργειακού κόστους**, το οποίο επιδρά αρνητικά κυρίως στους ενεργοβόρους κλάδους. Τα μέτρα ενίσχυσης των ενεργειακών διασυνδέσεων με γειτονικές χώρες, η αύξηση της χωρητικότητας των δικτύων ηλεκτρικής ενέργειας, η αποτελεσματικότερη λειτουργία της αγοράς ενέργειας, η επανεξέταση των ρυθμιζόμενων χρεώσεων και της υψηλής φορολογίας της ενέργειας, καθώς και οι επιδοτήσεις για την υλοποίηση της πράσινης μετάβασης είναι μέτρα που θα μπορούσαν να διερευνηθούν.

Η μετάβαση της βιομηχανίας σε καθαρές μορφές ενέργειας, σε ένα πιο πράσινο παραγωγικό πρότυπο και σε νέα μοντέλα ανάπτυξης, κυρίως με βάση τις αρχές της κυκλικής οικονομίας και με τη βοήθεια της καινοτομίας και της ψηφιακής τεχνολογίας, είναι πλέον επιβεβλημένη. Η

10 Βλ. Chrysanthakopoulos, Ch., Ch. Mavrogiannis and A. Tagkalakis (2025), "Fiscal Adjustments and Structural Reforms in OECD Countries", *International Journal of Finance & Economics*, <https://doi.org/10.1002/ijfe.3176>.

εφαρμογή μοντέλων κυκλικής οικονομίας δημιουργεί σημαντικές επιχειρηματικές ευκαιρίες και περιθώρια ανάπτυξης νέων καινοτόμων και περιβαλλοντικά βιώσιμων (πράσινων) προϊόντων. Η αξιοποίηση των ευκαιριών αυτών από τις επιχειρήσεις προϋποθέτει την ενίσχυση της βιομηχανικής καινοτομίας στον τομέα των πράσινων προϊόντων, τη βελτίωση του θεσμικού πλαισίου, καθώς και την ανάπτυξη αγορών για τα εν λόγω προϊόντα.

Τέλος, όσον αφορά την αγορά κατοικίας, προκειμένου να αντιμετωπιστεί το πρόβλημα της οικονομικής προσιτότητας της στέγασης που αντιμετωπίζουν πολλά νοικοκυριά, τα προγράμματα επιδότησης στεγαστικών δανείων ή ενοικίου πρέπει να συνδυαστούν με δραστικές **πρωτοβουλίες τόνωσης της προσφοράς ακινήτων**. Και πάνω απ' όλα απαιτείται ευρύτερος εθνικός στρατηγικός σχεδιασμός που θα αποσκοπεί, μεταξύ άλλων, στην ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας στην περιφέρεια και στην αποσυμφόρηση των μητροπολιτικών κέντρων, οδηγώντας σε μια ισόρροπη διασπορά της ζήτησης ακινήτων στο σύνολο της επικράτειας.

Το παγκόσμιο οικονομικό περιβάλλον γίνεται ολοένα πιο αβέβαιο, με εντεινόμενες προκλήσεις και συνεχείς ανατροπές. Η σημαντικότερη εξέλιξη στη διεθνή οικονομική σκηνή σχετίζεται με την πολιτική της νέας κυβέρνησης των ΗΠΑ όσον αφορά την επιβολή δασμών και τις διεθνείς σχέσεις, η οποία οδηγεί σε αμφισβήτηση παραδοσιακών συμμαχιών. Οι διακηρυγμένες πολιτικές της αμερικανικής κυβέρνησης οδηγούν στην αναβίωση του εμπορικού προστατευτισμού και καθιστούν αναγκαία τη μεγαλύτερη ανάληψη ευθύνης από τις ευρωπαϊκές χώρες για τη δική τους ασφάλεια προκειμένου να κατοχυρωθεί η στρατηγική αυτονομία της ΕΕ.

Ως απάντηση στις νέες παγκόσμιες προκλήσεις, η ΕΕ θα πρέπει να παραμείνει ενωμένη, να ενισχύσει το συντονισμό μεταξύ των κρατών-μελών της και να βαθύνει την οικονομική συνεργασία και ενοποίηση. Οι πρόσφατες ευρωπαϊκές πρωτοβουλίες για τη σημαντική ενίσχυση της ευρωπαϊκής άμυνας (ReArm Europe Plan/Readiness 2030), καθώς και των επενδύσεων σε υποδομές και κρίσιμες νέες τεχνολογίες (Πυξίδα Ανταγωνιστικότητας και Συμφωνία για Καθαρή Βιομηχανία της Ευρωπαϊκής Επιτροπής), συνιστούν ριζική αλλαγή στη χάραξη της ευρωπαϊκής πολιτικής, συμβάλλοντας σε βάθυνση της Ενιαίας Αγοράς, και μπορούν να δώσουν τεράστια ώθηση στην ευρωπαϊκή οικονομία, αυξάνοντας την ευελιξία και την ανθεκτικότητά της σε εξωτερικές διαταραχές.

Παράλληλα, η ολοκλήρωση της τραπεζικής ένωσης σε τομείς που αφορούν τη διαχείριση κρίσεων και τη θεμελίωση ενός ευρωπαϊκού συστήματος ασφάλισης των καταθέσεων, αλλά και η δημιουργία μιας ευρωπαϊκής ένωσης αποταμιεύσεων και επενδύσεων, θα εξασφαλίσουν οικονομίες κλίμακας και ομαλή ροή επενδύσεων σε ολόκληρη την ΕΕ. Κάτι τέτοιο θα συμβάλει στην πιο αποτελεσματική διαχείριση και στον επιμερισμό των κινδύνων, καθώς και στην κινητοποίηση των διαθέσιμων αποταμιεύσεων προς όφελος, ιδίως, της καινοτομίας, της ανταγωνιστικότητας, της παραγωγικότητας και της πράσινης μετάβασης. Ταυτόχρονα όμως, απαιτούνται και κοινές ευρωπαϊκές πολιτικές για την ενίσχυση των επενδύσεων και την αντιμετώπιση του κενού ανταγωνιστικότητας με τις ΗΠΑ. Στο πλαίσιο αυτό, θα πρέπει να αξιοποιηθεί η πολύ επιτυχημένη εμπειρία του NextGenerationEU ώστε να προωθηθεί σε μόνιμη βάση η έκδοση ενός κοινού ασφαλούς περιουσιακού στοιχείου σε ευρώ. Οι παραπάνω δράσεις θα ενδυναμώσουν την ευρωπαϊκή οικονομία και θα ενισχύσουν το διεθνή ρόλο του ευρώ ως εναλλακτικού αποθεματικού νομίσματος.

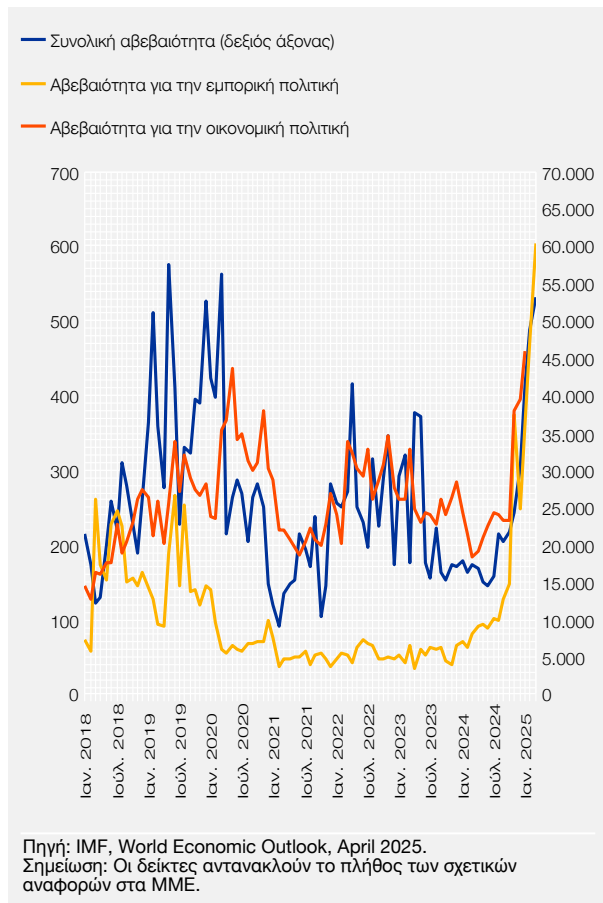
Λαμβάνοντας υπόψη τις αβεβαιότητες, τους κινδύνους και τις προκλήσεις και αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας, είναι αναγκαία η πλήρης και αποτελεσματική αξιοποίηση των διαθέσιμων ευρωπαϊκών πόρων μέσω του NextGenerationEU και μέσω του Πολυετούς Δημοσιονομικού Πλαισίου της ΕΕ για την περίοδο 2021-2027. Παράλληλα, η οικονομική πολιτική θα πρέπει να παραμείνει προσηλωμένη στην υλοποίηση των απαιτούμενων μεταρρυθμίσεων και θεσμικών αλλαγών. Αυτές θα διασφαλίσουν τη δημιουργία ενός βιώσιμου παραγωγικού υποδείγματος που θα συμβάλει στην προσέλκυση επενδύσεων στη χώρα. Ταυτόχρονα, η ελληνική οικονομία θα

πρέπει να αξιοποιήσει στο έπακρο τις νέες ευρωπαϊκές πρωτοβουλίες για την ενίσχυση της ευρωπαϊκής άμυνας. Προς τούτο, θα πρέπει να επιδιωχθεί η πιο ενεργή συμμετοχή της εγχώριας αμυντικής βιομηχανίας (όπου θα δραστηριοποιούνται τόσο ο δημόσιος όσο και ο ιδιωτικός τομέας από κοινού) σε διεθνή εξοπλιστικά προγράμματα και κοινοπραξίες, με στόχο την αύξηση της προστιθέμενης αξίας της αμυντικής βιομηχανίας στο σύνολο της οικονομίας και τη σταδιακά μεγαλύτερη κάλυψη των αμυντικών αναγκών της χώρας από την εγχώρια παραγωγική βάση. Η επίτευξη των ανωτέρω στόχων, σε συνδυασμό με τη διαφύλαξη της δημοσιονομικής αξιοπιστίας και της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, θα ενισχύσει την ανθεκτικότητα και τις θετικές προοπτικές της ελληνικής οικονομίας και θα συμβάλει στην επιτάχυνση του ρυθμού μεγέθυνσής της, καθώς και στην περαιτέρω αναβάθμιση της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος.

ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Η παγκόσμια οικονομία οδηγείται σε περαιτέρω επιβράδυνση το 2025 υπό το βάρος ενός πιο περιοριστικού περιβάλλοντος για το διεθνές εμπόριο και μιας απότομης αύξησης της αβεβαιότητας για την εμπορική και οικονομική πολιτική (βλ. Διάγραμμα II.1), η οποία επηρεάζει κυρίως τις εξαγωγές και τις επενδύσεις, αλλά και την κατανάλωση. Ο παγκόσμιος πληθωρισμός, αφού υποχώρησε εκ νέου το 2024, καταγράφει ανοδικές τάσεις στις αρχές του 2025, ενώ οι δασμοί αναμένεται ότι θα αυξήσουν τον πληθωρισμό στις ΗΠΑ. Οι τιμές της ενέργειας αναμένεται ότι θα υποχωρήσουν το τρέχον έτος, λόγω των συνθηκών σχετικά αμετάβλητης προσφοράς και εξασθενημένης ζήτησης. Το 2025 αναμένεται ελαφρώς πιο περιοριστική κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής στις προηγμένες οικονομίες ως σύνολο. Ωστόσο, η αυξημένη αβεβαιότητα και η άνοδος των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων σε ορισμένες μεγάλες οικονομίες, σε συνδυασμό με τη σχεδιαζόμενη αύξηση των αμυντικών δαπανών στην Ευρώπη, περιπλέκουν τις δημοσιονομικές προοπτικές (βλ. Πλαίσιο II.1). Η νομισματική πολιτική αντιμετωπίζει πολλαπλές προκλήσεις και διαφοροποιείται μεταξύ των προηγμένων χωρών ανάλογα με τις εκτιμώμενες επιπτώσεις των δασμών στην οικονομική δραστηριότητα και στις τιμές σε κάθε μία από αυτές. Οι τρέχουσες προβλέψεις περιβάλλονται από υψηλό βαθμό αβεβαιότητας. Οι χρηματοπιστωτικές αγορές μπορούν να ανακάμψουν σε περίπτωση επίτευξης συμφωνιών στο διεθνές εμπόριο ή για κατάπαυση του πυρός στην Ουκρανία, ενώ οι απώλειες σε όρους εισοδήματος που ήδη καταγράφονται δεν αναπληρώνονται. Επιπλέον, η παρατηρούμενη περαιτέρω αύξηση του γεωοικονομικού κατακερματισμού ενδέχεται να έχει πιο μακροχρόνια επίπτωση στα επενδυτικά σχέδια των επιχειρήσεων και στην αποτελεσματικότητα των διεθνών εφοδιαστικών αλυσίδων και τελικά στην εξέλιξη του κόστους παραγωγής και της παραγωγικότητας.

Διάγραμμα II.1 Δείκτες αβεβαιότητας



1 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΔΙΕΘΝΩΣ ΚΑΙ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ ΚΑΙ ΠΑΡΕΜΒΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ¹

1.1 Παγκόσμια οικονομία

Η παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα στις αρχές του έτους προβλεπτόταν ότι θα επιταχυνθεί. Από το Μάρτιο και μετά όμως, οι εκτιμήσεις για την άνοδο του ΑΕΠ στις μεγάλες οικονομίες

¹ Η ανάλυση βασίζεται σε πληροφορίες και στοιχεία διαθέσιμα έως τις 6.6.2025.

άρχισαν να αναθεωρούνται προς τα κάτω και πλέον αναμένεται ότι το παγκόσμιο ΑΕΠ θα επιβραδυνθεί για τέταρτο συνεχόμενο έτος το 2025. Αφενός η επιβολή δασμών από τις ΗΠΑ² σχεδόν σε όλα τα κράτη δυσχεραίνει και επιβραδύνει τις διεθνείς εμπορευματικές ροές και αφετέρου η αύξηση της αβεβαιότητας για τα πιθανά αντίμετρα και την τελική έκβαση των εμπορικών συνομιλιών μεταξύ των μεγάλων οικονομιών οδηγούν σε αναβολή ή περιστολή της ιδιωτικής κατανάλωσης και των επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου.

Το **παγκόσμιο ΑΕΠ** αυξήθηκε κατά 3,3% το 2024, με ρυθμό ελαφρώς χαμηλότερο από ό,τι το 2023, ωστόσο συνέχισαν να παρατηρούνται αποκλίσεις μεταξύ των μεγαλύτερων οικονομιών εξαιτίας της επίδρασης παραγόντων τόσο κυκλικών όσο και διαρθρωτικών. Στις αρχές του 2025 οι πρόδρομοι δείκτες οικονομικής δραστηριότητας και τα πρώτα στοιχεία συνηγορούν σε εξασθένηση της παγκόσμιας οικονομίας. Σύμφωνα με το ΔΝΤ (Απρίλιος 2024), ο ρυθμός ανόδου του παγκόσμιου ΑΕΠ θα επιβραδυνθεί κατά μισή ποσοστιαία μονάδα στο 2,8% το 2025 και θα ανακάμψει ελαφρώς το 2026. Στις **προηγμένες οικονομίες** η αύξηση του ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα υποχωρήσει στο 1,4% από 1,8% το 2024. Στις ΗΠΑ ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ αναμένεται ότι θα επιβραδυνθεί κατά μία ποσοστιαία μονάδα, στη ζώνη του ευρώ και το Ηνωμένο Βασίλειο θα παραμείνει σταθερός και χαμηλός περί το 1%, ενώ στην Ιαπωνία θα επιταχυνθεί σε 0,6% (βλ. Πίνακα ΙΙ.1).

Στις **ΗΠΑ** το πραγματικό ΑΕΠ, αφού σημείωσε ικανοποιητικό ρυθμό ανόδου το 2024 (2,8%) επωφελούμενο από την ισχυρή άνοδο των πραγματικών μισθών, το α' τρίμηνο του 2025 μειώθηκε ελαφρώς, καθώς αυξήθηκαν δραματικά οι εισαγωγές εν αναμονή των δασμών που είχαν εξαγγελθεί ότι θα επιβληθούν σε αυτές. Ωστόσο, η εγχώρια ζήτηση διατηρήθηκε γενικά ισχυρή, ενώ το ποσοστό ανεργίας το Μάρτιο παρέμεινε χαμηλό στο 4,2%, έναντι 4,0% το 2024. Ο δείκτης καταναλωτικής εμπιστοσύνης του Πανεπιστημίου του Μίσιγκαν υποχώρησε απότομα στο 52,2 τον Απρίλιο από 71,1 τον Ιανουάριο, καθώς ενισχύονται οι προσδοκίες για υψηλότερο πληθωρισμό και ασθενέστερη οικονομική δραστηριότητα. Για το ρυθμό ανάπτυξης το 2025, οι εκτιμήσεις θα αναθεωρούνται προς τα κάτω για όσο διάστημα οι εμπορικές διαπραγματεύσεις είναι σε εξέλιξη. Ο ΟΟΣΑ το Μάρτιο εκτιμούσε επιβράδυνση του ΑΕΠ των ΗΠΑ στο 2,2%, το ΔΝΤ τον Απρίλιο στο 1,8%, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή το Μάιο στο 1,6% όπως και οι νέες προβλέψεις του ΟΟΣΑ τον Ιούνιο. Αναμένονται επιβράδυνση σε όλες τις συνιστώσες της ζήτησης και μηδενική συμβολή των καθαρών εξαγωγών. Το έλλειμμα του εμπορικού ισοζυγίου, σύμφωνα με το ΔΝΤ, θα μειωθεί οριακά στο 4,0% του ΑΕΠ το 2025 και 3,8% το 2026, από 4,1% το 2024, ενώ το δημοσιονομικό έλλειμμα θα βελτιωθεί αλλά θα παραμείνει υψηλό. Ο μηνιαίος πληθωρισμός με βάση το δείκτη τιμών καταναλωτή (ΔΤΚ) αναμένεται ότι θα ενισχυθεί κάπως λόγω των δασμών και σε μέσα επίπεδα έτους δεν θα υποχωρήσει το 2025, ενώ το ποσοστό ανεργίας θα αυξηθεί κατά 0,3 της ποσοστιαίας μονάδας.

Στην **Ιαπωνία** η οικονομία παρέμεινε σχεδόν στάσιμη το 2024, αλλά αναμένεται ότι θα σημειώσει ανάκαμψη, με αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ κατά 0,6% το 2025 σύμφωνα με το ΔΝΤ, καθώς θα επιταχυνθεί η εγχώρια ζήτηση. Ωστόσο, λόγω των συνθηκών αβεβαιότητας που επικρατούν για τη διεθνή ζήτηση, δεν αναμένεται περαιτέρω επιτάχυνση στον ορίζοντα των προβλέψεων. Ο πληθωρισμός υποχώρησε στο 3,7% το Φεβρουάριο, όμως παραμένει υψηλός, καθώς οι τιμές των νωπών τροφίμων συνεχίζουν να αυξάνονται θεαματικά (18,8% σε δωδεκάμηνη βάση το Φεβρουάριο). Για το 2025 συνολικά, ο πληθωρισμός εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί στο 2,4%, ενώ το 2026 αναμένεται ότι θα υποχωρήσει κάτω του στόχου 2% της κεντρικής τράπεζας.

Στο **Ηνωμένο Βασίλειο** το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 0,7% το α' τρίμηνο του 2025 έναντι του δ' τριμήνου του 2024, όμως οι δείκτες υπευθύνων προμηθειών (PMI) υποχωρούν και τον Απρίλιο

² Σύμφωνα με τους εμπειρογνώμονες του Ευρωσυστήματος (Ιούνιος 2025), ο σταθμισμένος δασμολογικός συντελεστής των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών στις ΗΠΑ αυξήθηκε μέσα στο 2025 από 3,5% σε 12,6%, ενώ ο συντελεστής αυτός μπορεί και να ανέλθει στο 28%, δηλ. στο υψηλότερο επίπεδο των τελευταίων 100 ετών σε περίπτωση μη επίτευξης συμφωνίας μεταξύ των ΗΠΑ και των εμπορικών εταίρων τους θίγονται από τους δασμούς.

Πίνακας II.1 Βασικά μακροοικονομικά μεγέθη της παγκόσμιας οικονομίας

	Αριθμός κρατών	Μερίδιο στο ΑΕΠ¹ (%)	ΑΕΠ (ετήσιες % μεταβολές όγκου)			Πληθωρισμός² (ετήσιες % μεταβολές)			Δημοσιονομικό αποτέλεσμα³ (% του ΑΕΠ)			Ακαθάριστο δημόσιο χρέος (% του ΑΕΠ)			Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)		
			2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Παγκόσμιο σύνολο	196	100,0	3,3	2,8	3,0	5,7	4,3	3,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1. Προηγμένες οικονομίες	41	39,9	1,8	1,4	1,5	2,6	2,5	2,2	-4,7	-4,3	-3,9	108,5	110,1	111,0	0,2	-0,1	0,1
ΗΠΑ		14,9	2,8	1,8	1,7	3,0	3,0	2,5	-7,3	-6,5	-5,5	120,8	122,5	123,7	-3,9	-3,7	-3,2
Ιαπωνία		3,3	0,1	0,6	0,6	2,7	2,4	1,7	-2,5	-2,9	-3,1	236,7	234,9	233,7	4,8	3,4	3,3
Ην. Βασίλειο		2,2	1,1	1,0	1,3	3,3	3,6	2,6	-6,0	-5,3	-4,4	101,3	102,6	103,8	-2,7	-2,6	-2,6
Ζώνη του ευρώ	20	11,6	0,8	0,9	1,1	2,4	2,0	1,6	-3,1	-3,1	-3,4	87,5	88,4	89,6	2,7	2,7	2,6
2. Αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες	155	60,1	4,3	3,7	3,9	7,7	5,5	4,6	-5,5	-6,1	-5,9	69,5	73,6	76,7	0,9	0,3	0,1
Κίνα		19,5	5,0	4,0	4,0	0,2	0,0	0,6	-7,3	-8,6	-8,5	88,3	96,3	102,3	2,3	1,9	1,7
Ινδία		8,3	6,5	6,2	6,3	4,7	4,2	4,1	-7,4	-6,9	-7,2	81,3	80,4	79,6	-0,8	-0,9	-1,4

Πηγές: IMF, *World Economic Outlook*, April 2025. Για το Ηνωμένο Βασίλειο: European Commission, "European Economic Forecast, Spring 2025", May 2025. Για τη ζώνη του ευρώ: ΕΚΤ, "Μακροοικονομικές προβολές εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος για τη ζώνη του ευρώ", Ιούνιος 2025, βασικό σενάριο.

Σημείωση: Για το 2025 εκτιμήσεις και για το 2026 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.

βρίσκονταν κάτω από το όριο του 50 που υποδηλώνει οικονομική μεγέθυνση (45,4 στη μεταποίηση και 48,9 στις υπηρεσίες). Για το 2025 συνολικά, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Μάιος 2025) αναμένει οριακή επιβράδυνση του ΑΕΠ στο 1,0%, ενώ ο ΟΟΣΑ (Ιούνιος 2025) μικρή επιτάχυνση στο 1,3%. Γενικά προβλέπονται επιτάχυνση της ιδιωτικής και της δημόσιας κατανάλωσης, επιβράδυνση των επενδύσεων και μικρότερη αρνητική συμβολή των καθαρών εξαγωγών σε περιβάλλον υψηλότερου πληθωρισμού. Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, το έλλειμμα του ισοζυγίου αγαθών και υπηρεσιών θα διευρυνθεί περαιτέρω στο 8,1% του ΑΕΠ.

Οι **αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες** ως σύνολο επίσης εκτιμάται ότι θα επιβραδυνθούν περί τη μισή ποσοστιαία μονάδα το 2025, με την εκτίμηση να εξαρτάται σημαντικά τόσο από το ύψος των δασμών που τελικά θα ισχύσουν όσο και από τη δυνατότητα καθεμιάς από τις μεγάλες εξαγωγικές οικονομίες να υποκαταστήσει την αναμενόμενη απώλεια του μεριδίου αγαθών της που κατευθύνεται στις ΗΠΑ με άλλους προορισμούς. Η οικονομία της **Ινδίας**, παρά την εκτιμώμενη επιβράδυνση του ΑΕΠ στο 6,2% το 2025, θα παραμείνει η ταχύτερα αναπτυσσόμενη μεγάλη οικονομία στον κόσμο. Οι εξαγωγές και οι εισαγωγές αναμένεται ότι θα επιταχυνθούν και το ισοζύγιο αγαθών θα παραμείνει σημαντικά ελλειμματικό στο 6,7% του ΑΕΠ. Η νομισματική πολιτική εξακολουθεί να είναι περιοριστική και ο ΔΤΚ αναμένεται να υποχωρήσει στο 4,2% το 2025. Στην **Κίνα** το ΑΕΠ επιταχύνθηκε το τελευταίο τρίμηνο του 2024, λόγω βελτίωσης των καθαρών εξαγωγών, και έφθασε σε ετήσιο ρυθμό 5,4% το α' τρίμηνο του 2025, ωθούμενο από τη μεγάλη αύξηση των εξαγωγών, προληπτικού χαρακτήρα σε κάποιο βαθμό εν όψει της κλιμάκωσης των δασμολογικών επιβαρύνσεων από τις ΗΠΑ. Το αρνητικό αποτέλεσμα πλούτου στην εγχώρια ζήτηση από τη συνεχιζόμενη κρίση στην αγορά ακινήτων αντισταθμίστηκε σημαντικά από τα δημοσιονομικά μέτρα του Οκτωβρίου. Οι εξαγωγές της Κίνας στις ΗΠΑ έχουν υποχωρήσει ως μερίδιο των συνολικών εξαγωγών της και το 2024 αντιστοιχούσαν στο 3% του ΑΕΠ της. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των συνολικών εξαγωγών της Κίνας θα είναι σχεδόν μηδενικός το 2025 και το 2026, ενώ η άνοδος του ΑΕΠ θα περιοριστεί σε 4,0% το 2025 σύμφωνα με το ΔΝΤ (Απρίλιος 2025) ή σε 4,7% σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ (Ιούνιος 2025) από 5,0% το 2024.

Ο παγκόσμιος **πληθωρισμός** με βάση τον ΔΤΚ αναμένεται ότι θα υποχωρήσει με ρυθμό οριακά βραδύτερο των προβλέψεων του Ιανουαρίου, σε 4,3% το 2025 από 5,7% το 2024. Στις προηγ-

μένες οικονομίες εκτιμάται ότι, από 2,6% το 2024, θα διαμορφωθεί στο 2,5% το 2025 έναντι πρόβλεψης 2,1% μόλις 3 μήνες πριν, καθώς οι δασμοί που επιβάλλονται αναμένεται ότι θα μετακυλιστούν σε μεγάλο βαθμό στις τιμές καταναλωτή και οι δυνατότητες υποκατάστασης εισαγωγών καταναλωτικών και επενδυτικών αγαθών με εγχωρίως παραγόμενα θα είναι περιορισμένες τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα.

Οι **κίνδυνοι** που περιβάλλουν τις προβλέψεις αυτές για την ανάπτυξη είναι σοβαροί. Η παγκόσμια οικονομία καλείται να προσαρμοστεί σε νέες διαταραχές πριν ακόμη ξεπεράσει πλήρως τις συνέπειες της πανδημικής και της ενεργειακής κρίσης. Από τις αρχές του 2025 οι ΗΠΑ μετέβαλαν μονομερώς το πολυμερές πλαίσιο που ίσχυσε επί δεκαετίες σε τρεις κρίσιμους τομείς διεθνούς συνεργασίας: το εμπόριο, την πολιτική και την άμυνα.³ Η έλλειψη σταθερότητας και προβλεψιμότητας στη διεθνή εμπορική πολιτική βλάπτει το παγκόσμιο εμπόριο και τις επιχειρηματικές επενδύσεις εξίσου με την αύξηση των δασμών. Είναι επί του παρόντος αδύνατον να προβλεφθεί η εξέλιξη των εμπορικών διαπραγματεύσεων των ΗΠΑ με την ΕΕ και την Κίνα μετά το πέρας της περιόδου αναστολής των μέτρων που έχουν ανακοινωθεί, η οποία λήγει στις αρχές Ιουλίου, καθώς και η αντίδραση των μεγάλων πολυεθνικών επιχειρήσεων, οι οποίες πραγματοποιούν ενδοοικιακά μεγάλο τμήμα του παγκόσμιου εμπορίου στο πλαίσιο μιας πολύ σύνθετης δομής των διεθνών εφοδιαστικών αλυσίδων. Εντωμεταξύ, η επιβολή νέων δασμών συνεχίστηκε και τον Ιούνιο (στις 4.6.2025 ανακοινώθηκε αύξηση των δασμών σε χάλυβα και αλουμίνιο από το 25% στο 50%), δηλ. μετά το πέρας διενέργειας των προβλέψεων του ΔΝΤ, της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, του ΟΟΣΑ και των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος. Πάντως, η αναμενόμενη οικονομική επιβράδυνση μειώνει τους κινδύνους για τον πληθωρισμό, ωστόσο τους αυξάνει για τα δημόσια οικονομικά, ιδίως στις χώρες όπου τα αποθέματα ασφαλείας είναι μικρά. Σε αντίθεση με την πιθανότητα κλιμάκωσης των εμπορικών πολέμων και εκ νέου επιδείνωσης των χρηματοπιστωτικών συνθηκών, υπάρχει και η ευνοϊκή πιθανότητα να επιτευχθεί μια σαφής και οριστική συμφωνία σε εύλογο χρονικό διάστημα, που θα αποκαταστήσει την ηρεμία στις αγορές και θα μειώσει την αβεβαιότητα. Ένα τέτοιο ενδεχόμενο, σε συνδυασμό με την πιθανότητα τερματισμού του πολέμου στην Ουκρανία, μπορεί να δώσει νέα ώθηση στο διεθνές εμπόριο και στο παγκόσμιο ΑΕΠ.

Διεθνές εμπόριο και διεθνείς τιμές βασικών εμπορευμάτων

Οι εκτιμήσεις αναφορικά με το **διεθνές εμπόριο** υποδηλώνουν ρυθμό μεγέθυνσης για το 2025 και το 2026 χαμηλότερο σε σχέση με εκείνον του 2024, αλλά και σημαντικά ασθενέστερο σε σχέση με τις εκτιμήσεις στις αρχές του τρέχοντος έτους. Κύρια αιτία της προς τα κάτω αναθεώρησης είναι η αύξηση της αβεβαιότητας για την εμπορική πολιτική σε παγκόσμιο επίπεδο και οι άμεσες συνέπειές της στις παγκόσμιες οικονομικές προοπτικές, μετά την ανακοίνωση επιβολής δασμών από τις ΗΠΑ σχεδόν σε όλες τις οικονομίες στις αρχές Απριλίου του 2025.

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του ΔΝΤ (Απρίλιος 2025), ο ρυθμός αύξησης του **διεθνούς εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών** σε όρους όγκου θα επιβραδυνθεί σε 1,7% το 2025, από 3,8% το 2024, δηλ. θα είναι σημαντικά χαμηλότερος από τον ιστορικό μέσο όρο προ της πανδημίας (2000-2019: 4,9%). Μεσοπρόθεσμα, οι κίνδυνοι για τις προοπτικές του διεθνούς εμπορίου συνδέονται με την αβεβαιότητα για την εμπορική πολιτική, η οποία έχει άμεση επίδραση στην κατανάλωση και στις επενδύσεις και άρα στις διεθνείς εμπορευματικές ροές.

Η μέση διεθνής τιμή του **αργού πετρελαίου**, εν μέσω διακυμάνσεων, βρίσκεται σε ελαφρώς καθοδική τροχιά από την αρχή του 2025, καθώς αφενός ο ΟPEC+ αποφάσισε αύξηση της προσφοράς αργού πετρελαίου τον Απρίλιο και το Μάιο και αφετέρου η παρατεταμένη απειλή της ραγδαίας αύξησης του εμπορικού προστατευτισμού παγκοσμίως ενισχύει τους καθοδικούς κινδύνους για την παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα και την παγκόσμια ζήτηση ενέργειας. Η αγορά αργού πετρελαίου από την αρχή του έτους υπόκειται στην επίδραση αντίρροπων δυνά-

3 Βλ. [συνέντευξη](#) της Προέδρου της ΕΚΤ Christine Lagarde, 8.5.2025.

μεων, λόγω πολλαπλών κινδύνων και αβεβαιοτήτων τόσο από την πλευρά της προσφοράς όσο και από την πλευρά της ζήτησης, με αποτέλεσμα αντίστοιχες διακυμάνσεις των τιμών. Την περίοδο Ιανουαρίου-Μαΐου 2025 η μέση τιμή του πετρελαίου όλων των τύπων έφθασε στα 70,3 δολ. ΗΠΑ ανά βαρέλι, μειωμένη κατά 14,6% σε σχέση με το αντίστοιχο πεντάμηνο του 2024.

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του ΔΝΤ (Απρίλιος 2025) για το σύνολο του 2025, η **μέση τιμή του πετρελαίου** θα διαμορφωθεί στα 67 δολ. ΗΠΑ ανά βαρέλι, έναντι 79,2 δολαρίων το 2024 (-15,5%). Η σταδιακή μετάβαση προς εναλλακτικές πηγές ενέργειας θα διαδραματίσει αυξανόμενο ρόλο στη διαμόρφωση των μεσοπρόθεσμων τάσεων των τιμών, αν και ο άμεσος αντίκτυπός της το 2025 ενδέχεται να είναι λιγότερο έντονος. Επίσης, οι γεωπολιτικές εξελίξεις και η πορεία της παγκόσμιας οικονομίας θα παραμείνουν κρίσιμοι παράγοντες για τη διαμόρφωση των τιμών.

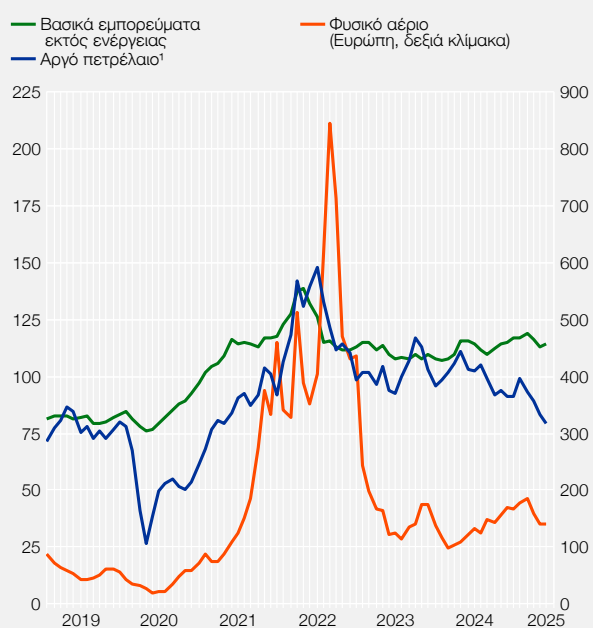
Τα χαμηλότερα ενεργειακά αποθέματα της Ευρώπης σε σχέση με το 2024, ο σχετικά βαρύτερος χειμώνας, η διακοπή της διαμετακόμισης ρωσικού φυσικού αερίου μέσω της Ουκρανίας και η μειωμένη παραγωγή ανανεώσιμων πηγών ενέργειας ώθησαν τη διεθνή τιμή του φυσικού αερίου όλων των τύπων το Φεβρουάριο σε υψηλό πολλών μηνών. Στη συνέχεια, οι ηπιότερες θερμοκρασίες, τα υψηλά αποθέματα υγροποιημένου φυσικού αερίου (LNG), η ισχυρή παραγωγή φυσικού αερίου στις ΗΠΑ και οι ανησυχίες σχετικά με τη διεθνή οικονομική ανάπτυξη έκαμψαν τη ζήτηση ενέργειας και μείωσαν σταδιακά τις διεθνείς τιμές του φυσικού αερίου. Η **μέση τιμή του φυσικού αερίου στην Ευρώπη** το πρώτο πεντάμηνο του 2025 ήταν αυξημένη κατά 46,2% έναντι του αντίστοιχου πενταμήνου του 2024, αλλά βρισκόταν κατά 81% χαμηλότερα σε σύγκριση με τα ιστορικά υψηλά επίπεδα του Αυγούστου του 2022 (βλ. Διάγραμμα II.2). Η αναμενόμενη βραδύτερη παγκόσμια ανάπτυξη και η αυξημένη προσφορά φυσικού αερίου καθιστούν πιθανή μια περαιτέρω χαλάρωση των τιμών έως τα τέλη του 2025. Ωστόσο, η αβεβαιότητα που περιβάλλει τον εφοδιασμό της Ευρώπης με ρωσικό φυσικό αέριο, σε συνδυασμό με το επίπεδο επάρκειας του LNG, υποδηλώνει ότι οι τιμές πιθανώς θα παραμείνουν ευαίσθητες στις συνθήκες προσφοράς και ζήτησης και σε γεωπολιτικούς παράγοντες καθ' όλη τη διάρκεια του 2025.

Το Μάρτιο του 2025 οι τιμές των **μετάλλων** αυξήθηκαν πρόσκαιρα και διαμορφώθηκαν στο υψηλότερο επίπεδο που έχει καταγραφεί από το Μάιο του 2024, ωθούμενες κυρίως από την παγκόσμια αύξηση της ζήτησης για λόγους πρόνοιας (precautionary demand) εν όψει των ανακοινωθέντων δασμών από τις ΗΠΑ. Οι τιμές των μετάλλων το Μάιο του 2025 ήταν αυξημένες κατά 0,8% έναντι του Δεκεμβρίου του 2024. Τους πρώτους μήνες του 2025 οι **διεθνείς τιμές των τροφίμων** σημείωσαν πτώση και το Μάιο του 2025 ήταν κατά 5,9% χαμηλότερες έναντι του Δεκεμβρίου του 2024, αντισταθμίζοντας τον επαρκή εφοδιασμό της αγοράς, τις ευνοϊκότερες καιρικές συνθήκες, καθώς και την επίδραση της μείωσης των διεθνών τιμών της ενέργειας που αντιστάθμισε την αύξηση στις τιμές των λιπασμάτων.

Συνολικά, σύμφωνα με το ΔΝΤ, ο δείκτης **μέσης τιμής των βασικών εμπορευμάτων πλην των καυσίμων**, που αυξήθηκε κατά 3,7% το 2024, εκτιμάται ότι θα συνεχίσει να αυξάνεται, κατά 4,4% το 2025 (σε δολ. ΗΠΑ) και κατά 0,2% το 2026.

Διάγραμμα II.2 Διεθνείς τιμές βασικών εμπορευμάτων (Ιανουάριος 2019-Μάιος 2025)

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



Πηγή: Παγκόσμια Τράπεζα.

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

Δημοσιονομική πολιτική

Το ΔΝΤ τον Απρίλιο ανέμενε για το 2025 πιο περιοριστική κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής στις προηγμένες οικονομίες ως σύνολο. Μεταξύ των μεγαλύτερων οικονομιών, το δημοσιονομικό έλλειμμα αναμενόταν να μειωθεί το 2025 εντονότερα στις ΗΠΑ (σε 6,5% από 7,3% του ΑΕΠ το 2024) και στο Ηνωμένο Βασίλειο (σε 5,3% από 6,0% του ΑΕΠ το 2024). Ωστόσο, η αυξημένη αβεβαιότητα όσον αφορά τους δασμούς και την εμπορική πολιτική και η άνοδος των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων σε ορισμένες μεγάλες οικονομίες – σε συνδυασμό με τη σχεδιαζόμενη αύξηση των αμυντικών δαπανών στην Ευρώπη – περιπλέκουν τις δημοσιονομικές προοπτικές. Συγκεκριμένα, οι υψηλότερες αμυντικές δαπάνες ενδέχεται να οδηγήσουν σε μια λιγότερο συσταλτική δημοσιονομική πολιτική στην ΕΕ έως το 2028, ενώ οι αναθεωρήσεις του ΑΕΠ επί τα χείρω επιβαρύνουν τους λόγους ελλείμματος και χρέους προς ΑΕΠ στις ΗΠΑ. Το δημοσιονομικό έλλειμμα των ΗΠΑ δεν αναμένεται πλέον να υποχωρήσει το 2025 ως ποσοστό του ΑΕΠ, σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ (Ιούνιος 2025) και μετά την ψήφιση του νομοσχεδίου “One Big Beautiful Bill Act” σε πρώτη φάση από τη Βουλή των Αντιπροσώπων στις 22.5.2025, το οποίο μεταξύ άλλων επεκτείνει τις φορολογικές ελαφρύνσεις του 2017. Στο Πλαίσιο II.1 αξιολογούνται οι αναμενόμενες επιδράσεις της αύξησης των αμυντικών δαπανών στην ανάπτυξη και στα δημόσια οικονομικά της ΕΕ, καθώς και οι κίνδυνοι που συνδέονται με την εξαίρεση των αμυντικών δαπανών από τους δημοσιονομικούς κανόνες.

Οι προβλέψεις του ΔΝΤ (Απρίλιος 2025) για το λόγο δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ για το 2025 έχουν αναθεωρηθεί προς τα πάνω στο 1/3 των χωρών, που συνολικά αντιπροσωπεύουν περίπου το 75% του παγκόσμιου ΑΕΠ, συμπεριλαμβανομένων των ΗΠΑ όπου ο λόγος χρέους/ΑΕΠ εκτιμάται σε 122,5%. Το παγκόσμιο δημόσιο χρέος αναμένεται να αυξηθεί κατά 2,8 ποσοστιαίες μονάδες σε πάνω από 95% του ΑΕΠ το 2025 και να προσεγγίσει το 100% του ΑΕΠ μέχρι το τέλος της δεκαετίας, ξεπερνώντας τα υψηλά επίπεδα της πανδημίας. Μεσοπρόθεσμα, η δημοσιονομική πολιτική αντιμετωπίζει κρίσιμα διλήμματα στις περισσότερες χώρες: αφενός θα πρέπει να μειωθεί το δημόσιο χρέος ώστε να τεθεί σε βιώσιμη τροχιά και να αναπληρωθούν σταδιακά τα δημοσιονομικά αποθέματα ασφαλείας, αφετέρου θα πρέπει να καλυφθούν οι ανάγκες για αυξημένες δημόσιες δαπάνες που σχετίζονται με την πράσινη και την ψηφιακή μετάβαση, την εθνική ασφάλεια, τη γήρανση του πληθυσμού και την ενίσχυση της παραγωγικότητας, εν μέσω ασθενέστερων προοπτικών ανάπτυξης και πιθανώς υψηλότερου κόστους χρηματοδότησης. Η αποτελεσματική διαχείριση αυτών των σύνθετων προκλήσεων θα είναι καθοριστική για τη διασφάλιση της δημοσιονομικής σταθερότητας και της αναπτυξιακής δυναμικής.

Νομισματική πολιτική

Η νομισματική πολιτική, στην τρέχουσα αβέβαιη και ρευστή οικονομική συγκυρία, βρίσκεται αντιμέτωπη με πολλαπλές προκλήσεις, οι οποίες διαφοροποιούνται μεταξύ των χωρών. Ορισμένες οικονομίες ενδέχεται να αντιμετωπίσουν στασιμοπληθωρισμό, ως αποτέλεσμα της επιβολής των δασμών και πιθανών διαταραχών στις παγκόσμιες εφοδιαστικές αλυσίδες. Τυχόν νέα άνοδος του πληθωρισμού ή των πληθωριστικών προσδοκιών θα μπορούσε να καθυστερήσει την περαιτέρω μείωση των βασικών επιτοκίων ή και να αντιστρέψει την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής προς πιο περιοριστική. Σε άλλες οικονομίες αναμένεται να επικρατήσει η αρνητική επίδραση των δασμών στη ζήτηση, οδηγώντας σε επιβράδυνση της ανάπτυξης, αποπληθωρισμό και χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής. Σε κάθε περίπτωση, η ανεξαρτησία της κεντρικής τράπεζας, η αξιοπιστία της νομισματικής πολιτικής και η σαφής επικοινωνία όσον αφορά την προσήλωση των νομισματικών αρχών στην επίτευξη της σταθερότητας των τιμών και του χρηματοπιστωτικού συστήματος θα παραμείνουν καθοριστικής σημασίας.

Από την αρχή του 2025 η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ έχει τηρήσει στάση αναμονής εν μέσω κλιμάκωσης των εμπορικών εντάσεων και υψηλής αβεβαιότητας, διατηρώντας το εύροστόχο του βασικού της επιτοκίου σε 4,25%-4,50%. Την αντίστοιχη περίοδο, η Τράπεζα της Αγγλίας μείωσε περαιτέρω το βασικό της επιτόκιο το Φεβρουάριο και το Μάιο του 2025 κατά 50 μονάδες βάσης (μ.β.) συνολικά σε 4,25%. Στην ευρωζώνη, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ

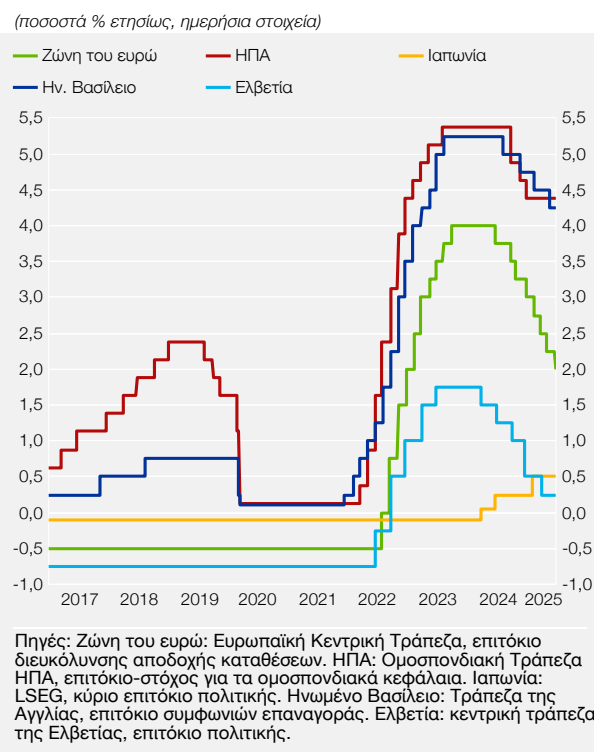
συνέχισε τη χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής, μειώνοντας τέσσερις διαδοχικές φορές κατά τη διάρκεια του τρέχοντος έτους το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων και διαμορφώνοντάς το σε 2,00% τον Ιούνιο του 2025 – όγδοη συνολικά μείωση από την έναρξη του κύκλου χαλάρωσης τον Ιούνιο του 2024. Η κεντρική τράπεζα της Ελβετίας συνέχισε τη μείωση του επιτοκίου πολιτικής της σε 0,25% το Μάρτιο του 2025. Σε αντίθεση με τις λοιπές προηγμένες οικονομίες, η Τράπεζα της Ιαπωνίας αύξησε το επιτόκιο πολιτικής της σε 0,50% τον Ιανουάριο του 2025, το υψηλότερο από το 2008 (βλ. Διάγραμμα II.3).

1.2 Ζώνη του ευρώ

Οι οικονομικές προοπτικές της ζώνης του ευρώ στην τρέχουσα συγκυρία επιβαρύνονται από τις αρνητικές εξελίξεις στο διεθνές εμπόριο και την αυξημένη αβεβαιότητα διεθνώς, παράγοντες οι οποίοι αποδυναμώνουν τα κίνητρα για επενδύσεις και υπονομεύουν την καταναλωτική εμπιστοσύνη. Παρά τις προκλήσεις που πηγάζουν από το εξωτερικό περιβάλλον, η οικονομία της ζώνης του ευρώ επέδειξε αξιοσημείωτη ανθεκτικότητα, καθώς αντιστάθμισε τμήμα των επιπτώσεων στην οικονομική δραστηριότητα επιτυγχάνοντας καλύτερο των προσδοκιών ρυθμό ανόδου κατά το α' τρίμηνο του 2025, εν μέρει και λόγω εμπροσθοβαρούς αύξησης των εξαγωγών εν αναμονή των δασμών. Η αγορά εργασίας διατηρήθηκε ισχυρή, με το ποσοστό ανεργίας να υποχωρεί στο χαμηλότερο επίπεδο από την καθιέρωση του ευρώ, γεγονός που, σε συνδυασμό με την αύξηση των πραγματικών εισοδημάτων και την επίδραση της χαλαρότερης νομισματικής πολιτικής, εκτιμάται ότι θα στηρίξει την ιδιωτική κατανάλωση. Το 2024 ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ επιταχύνθηκε σε 0,8% από 0,4% το 2023, κυρίως λόγω της ενίσχυσης του διεθνούς εμπορίου, της ισχυρής αγοράς εργασίας και της σχετικής χαλάρωσης των χρηματοπιστωτικών συνθηκών. Ωστόσο, η συνολική επίδοση παρέμεινε συγκρατημένη, λόγω παρατεταμένων γεωπολιτικών και πολιτικών αβεβαιοτήτων. Ο πληθωρισμός συνέχισε να αποκλιμακώνεται και υποχώρησε στο 2,4% το 2024, αντανakλώντας κυρίως τη μείωση των τιμών της ενέργειας και των ειδών διατροφής, ενώ η περιοριστική νομισματική πολιτική της ΕΚΤ συνέβαλε στη σταθεροποίηση των πληθωριστικών προσδοκιών. Αν και οι ονομαστικοί μισθοί συνέχισαν να αυξάνονται με υψηλούς ρυθμούς, τροφοδοτώντας πληθωριστικές πιέσεις, ο ρυθμός αύξησής τους έχει πλέον επιβραδυνθεί, μειώνοντας σημαντικά αυτές τις πιέσεις. Υπό τις παρούσες συνθήκες, καθίσταται επιτακτικά αναγκαία η εφαρμογή συνεκτικών και μακροπρόθεσμα προσανατολισμένων δημοσιονομικών και διαρθρωτικών πολιτικών σε εθνικό και ευρωπαϊκό επίπεδο, με στόχο την ενίσχυση της παραγωγικότητας, της ανταγωνιστικότητας και της ανθεκτικότητας της οικονομίας, την προώθηση των αναγκών μεταρρυθμίσεων, την ολοκλήρωση της ένωσης αποτεμιεύσεων και επενδύσεων και την προετοιμασία για την εισαγωγή ενός ψηφιακού ευρώ, με ταυτόχρονη διασφάλιση της δημοσιονομικής βιωσιμότητας.

Το ΑΕΠ της ευρωζώνης αυξήθηκε με ρυθμό 0,6% σε τριμηνιαία βάση το α' τρίμηνο του 2025, έναντι 0,3% το δ' τρίμηνο του 2024. Οι βραχυχρόνιοι οικονομικοί δείκτες όμως υποδεικνύουν χαμηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης το β' τρίμηνο και ελαφρώς αρνητικούς ρυθμούς το γ' τρίμηνο, δεδομένης της αναμενόμενης εξασθένησης της ισχυρής αύξησης των εξαγωγών του α' τριμήνου, καθώς και εξαιτίας του δυσμενούς διεθνούς περιβάλλοντος που χαρακτηρίζεται από αυξημένους δασμούς, αβεβαιότητα και μεταβλητότητα στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Η

Διάγραμμα II.3 Βασικά επιτόκια κεντρικών τραπεζών (1 Ιανουαρίου 2017-11 Ιουνίου 2025)



οικονομική ανάπτυξη θα είναι χαμηλότερη των προσδοκιών που είχαν διαμορφωθεί στα τέλη του 2024, εξαιτίας της εντεινόμενης αβεβαιότητας, με συνέπειες τόσο για το διεθνές εμπόριο όσο και για την ανάκαμψη των επενδύσεων. Μεσοπρόθεσμα, το πραγματικό ΑΕΠ αναμένεται να συνεχίσει να αυξάνεται, καθώς θα στηρίζεται στην άνοδο των πραγματικών εισοδημάτων και στην ενίσχυση των συνολικών επενδύσεων, χάρη στη σταδιακή εξασθένηση της επίπτωσης της αυστηρότερης νομισματικής πολιτικής στο κόστος δανεισμού, αλλά και στην ώθηση που θα παρέχουν νέα δημοσιονομικά μέτρα στη Γερμανία κ.λπ. Συνολικά, σύμφωνα με το βασικό σενάριο προβολών των εμπειρογνωμόνων του Ευρωσυστήματος, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα επιταχυνθεί οριακά σε 0,9% το 2025 και 1,1% το 2026. Το βασικό σενάριο υποθέτει ότι οι δασμοί των ΗΠΑ στις εισαγωγές αγαθών αυξάνονται κατά 10 ποσοστιαίες μονάδες για όλες τις οικονομίες και κατά 20 για την Κίνα, ενώ υποθέτει ότι η ΕΕ δεν θα προβεί σε αντίποινα και η Κίνα θα απαντήσει με ανάλογους δασμούς. Το ήπιο σενάριο, βάσει του οποίου το ΑΕΠ επιταχύνεται σε 1,2% το 2025 και 1,5% το 2026, υποθέτει ότι οι ΗΠΑ με την ΕΕ καταργούν τους μεταξύ τους δασμούς εντός του γ' τμήνου του 2025, οι ΗΠΑ μειώνουν περαιτέρω τους δασμούς στην Κίνα και η Κίνα καταργεί τους δικούς της δασμούς επίσης. Στο ήπιο σενάριο ο σταθμισμένος δασμολογικός συντελεστής των ΗΠΑ υποχωρεί στο 13% και η εμπορική αβεβαιότητα μειώνεται ταχύτερα, φθάνοντας στα επίπεδα πριν από το 2018 έως το 2027. Το δυσμενές σενάριο, βάσει του οποίου το ΑΕΠ επιβραδύνεται σε 0,5% το 2025 και 0,7% το 2026, υποθέτει ότι οι δασμοί των ΗΠΑ αυξάνονται τελικά στα επίπεδα που ανακοινώθηκαν στις 2 Απριλίου 2025, χωρίς εξαιρέσεις, και η ΕΕ αντιδρά με δασμούς στα αμερικανικά προϊόντα. Οι δασμοί των ΗΠΑ στην Κίνα παραμένουν εξαιρετικά υψηλοί, περίπου στο 120%, οδηγώντας το σταθμισμένο δασμολογικό συντελεστή στις ΗΠΑ για αγαθά και υπηρεσίες στο 28%, ενώ η αβεβαιότητα για την εμπορική πολιτική θα παραμένει αυξημένη.

Η εγχώρια ζήτηση, παρά την πτώση των επενδύσεων, συνέβαλε κατά 0,7 της ποσοστιαίας μονάδας στην ανάπτυξη της ζώνης του ευρώ κατά τη διάρκεια του 2024. Η συνεχιζόμενη αβεβαιότητα για τη διεθνή εμπορική πολιτική και το ύψος των δασμών αναμένεται να εξακολουθήσει να επιβαρύνει τις αποφάσεις των νοικοκυριών για δαπάνες. Ωστόσο, η υψηλότερη αγοραστική δύναμη, που αντανάκλα την περαιτέρω αύξηση του εισοδήματος σε συνδυασμό με την αποκλιμάκωση του πληθωρισμού, εκτιμάται ότι θα συνεχίσει να στηρίζει την κατανάλωση τα επόμενα τρίμηνα του 2025. Η **ιδιωτική κατανάλωση** εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 1,2% το 2025 και το 2026, έναντι 1,0% το 2024. Επίσης, η απόσυρση των μέτρων στήριξης για την αντιμετώπιση του πληθωρισμού ως αποτέλεσμα της συσταλτικής δημοσιονομικής πολιτικής που ακολουθούν τα κράτη-μέλη, παρά την αναμενόμενη λήψη άλλων μέτρων που σχετίζονται με την άμυνα και την ασφάλεια, θα οδηγήσει σε επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου της **δημόσιας κατανάλωσης** σε 1,6% το 2025 και 1,2% το 2026, από 2,5% το 2024.

Οι **συνολικές ακαθάριστες επενδύσεις** στη ζώνη του ευρώ μειώθηκαν κατά 1,7% το 2024, έναντι αύξησης κατά 1,6% το 2023, με κύριες αιτίες τη γεωπολιτική αβεβαιότητα και τις περιοριστικές χρηματοπιστωτικές συνθήκες. Από τα τέλη του 2024 ωστόσο ανέκαμψαν και το α' τρίμηνο του 2025 παρατηρήθηκε επιτάχυνση κατά 1,8%, έναντι 0,7% το δ' τρίμηνο του 2024. Όσον αφορά τις επενδύσεις σε κατοικίες, οι πρόσφατες έρευνες της ΕΚΤ υποδηλώνουν ότι αυτές θα παραμείνουν υποτονικές τα επόμενα τρίμηνα, καθώς η ζήτηση εξακολουθεί να είναι ασθενής, ενώ ίσως υπάρξει και μικρή αυστηροποίηση των πιστοδοτικών κριτηρίων το β' τρίμηνο του 2025. Οι επενδύσεις σε κατοικίες αναμένεται να υποχωρήσουν για τρίτο συνεχόμενο έτος το 2025, ενώ θα ανακάμψουν το 2026. Παράλληλα, οι επιχειρηματικές επενδύσεις επίσης υποχώρησαν το 2024 και αναμένεται να παραμείνουν υποτονικές όσο διαρκεί η υψηλή αβεβαιότητα για το διεθνές εμπόριο και τις προοπτικές της μεταποίησης. Μεσοπρόθεσμα όμως εκτιμάται ήπια ανάκαμψή τους, η οποία θα προέλθει από τις ευνοϊκότερες συνθήκες χρηματοδότησης λόγω της αποκλιμάκωσης των επιτοκίων, την αναμενόμενη σταδιακή αύξηση της ζήτησης και τις υψηλότερες δαπάνες για υποδομές και άμυνα. Ταυτόχρονα, υπάρχουν σοβαροί καθοδικοί κίνδυνοι που συνδέονται με την αυξημένη αβεβαιότητα γύρω από το ύψος των δασμών και με την ενδεχόμενη μετάδοση της πρόσφατης ανόδου των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων

στις συνθήκες δανεισμού των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων. Στους παράγοντες αυτούς περιλαμβάνεται και η ήπια επιδείνωση των πιστωτικών συνθηκών, όπως καταγράφεται στην Έρευνα Τραπεζικών Χορηγήσεων του Ευρωσυστήματος του Απριλίου 2025.

Οι **εξαγωγές της ευρωζώνης** το α' τρίμηνο του 2025 αυξήθηκαν σημαντικά (+1,9%), καθώς οι παραγγελίες ενισχύθηκαν εν όψει της επιβολής δασμών από τις ΗΠΑ. Ωστόσο, αυτή η αύξηση είναι πιθανόν να μετριαστεί. Αναμένονται χαμηλότερες επιδόσεις λόγω αυξανόμενων ανταγωνιστικών πιέσεων, οι οποίες θα ενταθούν από τους υψηλότερους δασμούς των ΗΠΑ, καθιστώντας τις ευρωπαϊκές επιχειρήσεις λιγότερο ανταγωνιστικές έναντι των αμερικανικών. Επιπλέον, η ανατίμηση του ευρώ θα συμβάλει σε αυτή την επιβράδυνση. Ως εκ τούτου, η αύξηση των εξαγωγών προβλέπεται να παραμείνει υποτονική μεσοπρόθεσμα, κινούμενη κάτω από τους ιστορικούς μέσους όρους. Σύμφωνα με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Ιούνιος 2025), οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ εκτιμάται ότι θα αυξηθούν σε όρους όγκου κατά 0,5% το 2025 και 1,6% το 2026, έναντι αύξησης κατά 1,1% το 2024. Η επιβράδυνση των εξαγωγών το 2025 θα οφείλεται στις σημαντικές αβεβαιότητες ως προς τους όρους διεξαγωγής του παγκόσμιου εμπορίου και τις εμπορικές πολιτικές που θα ακολουθηθούν. Οι εισαγωγές από την άλλη πλευρά, εφόσον η εγχώρια ζήτηση αναμένεται να αυξηθεί, εκτιμάται ότι θα αυξηθούν κατά 1,9% και 2,0% το 2025 και το 2026 αντίστοιχα, έναντι 0,2% το 2024. Η συμβολή των καθαρών εξαγωγών στο ΑΕΠ προβλέπεται αρνητική το 2025 και σχεδόν ουδέτερη το 2026, αλλά αυτό θα εξαρτηθεί από το πώς οι διεθνείς εξελίξεις θα επηρεάσουν την εξωτερική ζήτηση.

Η **αγορά εργασίας** στην ευρωζώνη παραμένει ισχυρή, αν και παρατηρείται επιβράδυνση της ανόδου της απασχόλησης σε σχέση με τα τελευταία έτη. Οι συνολικές πραγματικές ώρες εργασίας παρουσιάζουν άνοδο, κυρίως λόγω της αύξησης των μέσων ωρών απασχόλησης. Παράλληλα, η ζήτηση εργασίας υποχωρεί σταδιακά, όπως φαίνεται από το γεγονός ότι οι κενές θέσεις μειώνονται και από το χαμηλότερο ποσοστό των επιχειρήσεων που αναφέρουν στις σχετικές έρευνες τις ελλείψεις προσωπικού ως παράγοντα που περιορίζει την παραγωγή τους. Η απασχόληση αυξήθηκε κατά 0,2% το α' τρίμηνο του 2025, συνεχίζοντας την ανοδική της πορεία μετά από μικρή αύξηση 0,1% το τελευταίο τρίμηνο του 2024. Η συνολική απασχόληση εκτιμάται ότι θα συνεχίσει να αυξάνεται με χαμηλούς ρυθμούς, κατά 0,6% το 2025 και 0,5% το 2026, έναντι 1,0% το 2024, ακολουθώντας την πορεία της οικονομικής δραστηριότητας. Οι προσδοκίες για την απασχόληση είναι πιο θετικές στον τομέα των υπηρεσιών, ενώ στους τομείς της βιομηχανίας και των κατασκευών παραμένουν πιο συγκρατημένες. Το **ποσοστό ανεργίας** παρουσιάζει τάση σταθεροποίησης και διαμορφώθηκε στο 6,2% τον Απρίλιο, παραμένοντας σε ιστορικά χαμηλό επίπεδο. Το ποσοστό ανεργίας στις επιμέρους χώρες-μέλη, σύμφωνα με τα πιο πρόσφατα μηνιαία στοιχεία (Απρίλιος 2025), κυμάνθηκε από 2,7% στη Μάλτα έως 10,9% στην Ισπανία. Μετά την Ισπανία, η οποία έχει το υψηλότερο ποσοστό ανεργίας μεταξύ των κρατών της ζώνης του ευρώ, οι τρεις χώρες που ακολουθούν είναι η Φινλανδία με 9,1%, η Εσθονία και η Ελλάδα, με ποσοστό ανεργίας 8,3% και στις δύο χώρες. Για το 2025 εκτιμάται οριακή μείωση του ποσοστού ανεργίας της ζώνης του ευρώ σε 6,3%, το οποίο θα διατηρηθεί και το 2026, έναντι 6,4% του 2024.

Ο **πληθωρισμός**, μετρούμενος με τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ), μειώθηκε το Μάιο του 2025 σε 1,9% από 2,2% τον Απρίλιο (Μάιος 2024: 2,6%) και βρίσκεται πλέον σε επίπεδα οριακά χαμηλότερα από το στόχο της ΕΚΤ, μετά από μια πρόσκαιρη οριακή άνοδο τον Ιανουάριο (2,5%). Το Μάιο παρατηρήθηκε σημαντική μείωση στη συνιστώσα της ενέργειας (-3,6%), η οποία, σε συνδυασμό με την επιβράδυνση του πληθωρισμού των υπηρεσιών (3,2% από 4,0%), τη μικρή επιτάχυνση του πληθωρισμού των ειδών διατροφής (3,3% από 3,0%) και τη σταθερή αύξηση του πληθωρισμού στα μη ενεργειακά βιομηχανικά αγαθά (0,6% όπως τον Απρίλιο), ήταν αρκετή ώστε να οδηγήσει τον πληθωρισμό σε χαμηλότερο επίπεδο σε σχέση με τον προηγούμενο μήνα. Σύμφωνα με το βασικό σενάριο προβολών των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Ιούνιος 2025), ο πληθωρισμός με βάση τον ΕνΔΤΚ θα μειωθεί ταχύτερα το 2025 σε 2,0% και σε 1,6% το 2026, από 2,4% το 2024. Η προβλεπόμενη μείωση του πληθω-

ρισμού θα προέλθει από τη βραδύτερη αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, καθώς εξασθενούν οι πιέσεις για μισθολογικές αυξήσεις που ακολούθησαν μετά την ενεργειακή κρίση, ενώ ενισχύεται σταδιακά και η παραγωγικότητα της εργασίας. Ο πληθωρισμός (χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής) εκτιμάται ότι θα μειωθεί σε 2,4% το 2025 και 1,9% το 2026, από 2,8% το 2024, κυρίως λόγω της υποχώρησης του πληθωρισμού των υπηρεσιών, της εξασθένησης των πιέσεων στο κόστος εργασίας και της μείωσης των έμμεσων επιδράσεων των προηγούμενων διαταράξεων στις τιμές της ενέργειας.

Στις αρχές του 2025 ο ρυθμός **πιστωτικής επέκτασης** στην ευρωζώνη κινήθηκε ανοδικά, αλλά συνέχισε να υπολείπεται σε σχέση με τον ιστορικό μέσο όρο του. Η αδύναμη ζήτηση δανείων τόσο από τις επιχειρήσεις όσο και από τα νοικοκυριά, σε συνδυασμό με τα ακόμη αυστηρά πιστοδοτικά κριτήρια, συνέβαλε σε αυτό το σχετικά υποτονικό – αν και βελτιωμένο – πιστωτικό περιβάλλον. Το Φεβρουάριο ο ετήσιος ρυθμός πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις διαμορφώθηκε σε 2,2%, έναντι 2,0% τον Ιανουάριο, παραμένοντας αισθητά χαμηλότερος από τον ιστορικό μέσο όρο του (4,8%). Παράλληλα, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των δανείων προς τα νοικοκυριά ανήλθε σε 1,5% το Φεβρουάριο, έναντι 1,3% τον προηγούμενο μήνα (ιστορικός μέσος όρος: 4,1%). Η στεγαστική πίστη συνέχισε να αποτελεί το βασικό μοχλό ενίσχυσης της πιστοδοτικής δραστηριότητας, ενώ η καταναλωτική πίστη παρουσίασε ενδείξεις σταθεροποίησης, με τον αντίστοιχο ετήσιο ρυθμό αύξησης να διαμορφώνεται σε 3,9%. Αντίθετα, ο λοιπός δανεισμός προς τα νοικοκυριά, συμπεριλαμβανομένων των δανείων προς ατομικές επιχειρήσεις, παρέμεινε υποτονικός. Σύμφωνα με την Έρευνα Τραπεζικών Χορηγήσεων που διεξάγει το Ευρωσύστημα για το α' τρίμηνο του 2025, τα κριτήρια χορήγησης πιστώσεων προς τις επιχειρήσεις (δάνεια ή πιστωτικές γραμμές) και για καταναλωτικά δάνεια αυστηροποιήθηκαν περαιτέρω, αν και όχι σε σημαντικό βαθμό, ενώ υπήρξε ήπια χαλάρωση των κριτηρίων στα δάνεια προς νοικοκυριά για αγορά κατοικίας. Η αυστηροποίηση των εν λόγω κριτηρίων αντανάκλασε κυρίως τις εκτιμήσεις των τραπεζών για τους κινδύνους που σχετίζονται με τις γενικές προοπτικές της οικονομίας και των δανειοληπτών, αλλά και με τη μειωμένη διάθεση των τραπεζών να συμπεριλάβουν κινδύνους στους ισολογισμούς τους.

Η **δημοσιονομική πολιτική** στην ευρωζώνη το 2024, όπως αποτυπώνεται στη μεταβολή του κυκλικά διορθωμένου καθαρού πρωτογενούς αποτελέσματος, έγινε σημαντικά συστατική το 2024, μετά από μια ήπια χαλάρωση το 2023, κυρίως λόγω της κατάργησης πολλών μέτρων στήριξης έναντι του υψηλού ενεργειακού κόστους και του πληθωρισμού. Το 2025 όμως η δημοσιονομική πολιτική αναμένεται ότι θα αποκτήσει σχεδόν ουδέτερη κατεύθυνση, με οριακά μόνο περαιτέρω συστατική μεταβολή για να στηριχθεί η βιωσιμότητα του χρέους και να μη διαταραχθεί η προσπάθεια ομαλής επανόδου του πληθωρισμού στο στόχο της ΕΚΤ, ενώ το 2026 αναμένεται ότι θα αποκτήσει ελαφρώς χαλαρή κατεύθυνση. Το δημοσιονομικό έλλειμμα στην ευρωζώνη ως σύνολο εκτιμάται ότι θα παραμείνει αμετάβλητο στο 3,1% του ΑΕΠ το 2025, ενώ θα αυξηθεί το 2026 στο 3,4%. Αντίστοιχα, το δημόσιο χρέος αναμένεται να αυξηθεί στο 88,4% του ΑΕΠ το 2025, από 87,5% το 2024, και προβλέπεται ότι θα συνεχίσει να αυξάνεται οριακά τα επόμενα τρία χρόνια.

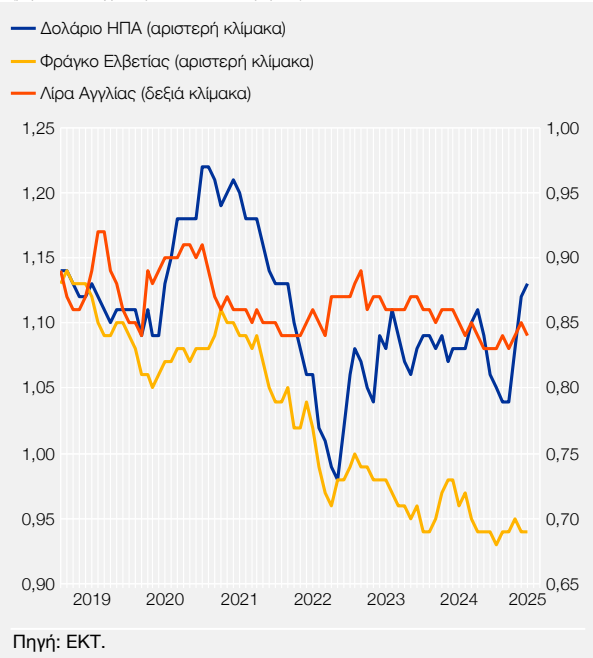
Η **ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία** του ευρώ (έναντι 41 εμπορικών εταίρων) μειώθηκε κατά 0,5% το Μάιο του 2025 σε μηνιαία βάση. Σε σχέση με το Δεκέμβριο του 2024 ανατιμήθηκε κατά 3,5% σε μέσα μηνιαία επίπεδα και σε σχέση με το Μάιο του 2024 κατά 2,1%. Το Μάιο το ευρώ ανατιμήθηκε σημαντικά κατά 7,6% και 1,9% έναντι του δολαρίου ΗΠΑ και της λίρας Αγγλίας αντίστοιχα σε σύγκριση με το Δεκέμβριο του 2024 (μέσα επίπεδα μηνός) και σε μικρότερο βαθμό κατά 0,2% έναντι του ελβετικού φράγκου (βλ. Διάγραμμα II.4). Οι εξελίξεις αυτές αντανάκλουν τη συγκριτικά μικρότερη επιδείνωση των προοπτικών για την οικονομία της ευρωζώνης σε σχέση με τις ΗΠΑ και άλλες μεγάλες οικονομίες ως συνέπεια των δασμών και κυρίως της μειωμένης επενδυτικής εμπιστοσύνης.

Οι προοπτικές για την οικονομία της ζώνης του ευρώ περιβάλλονται από αβεβαιότητα, με τους καθοδικούς κινδύνους για την ανάπτυξη να είναι πλέον πιο εμφανείς. Η πρόσφατη κλιμάκωση των παγκόσμιων εμπορικών εντάσεων και η συναφής αβεβαιότητα είναι πιθανόν να επηρεάσουν

δυσμενώς τις εξαγωγές, να περιορίσουν τις επενδύσεις και την κατανάλωση και να αποδυναμώσουν τη συνολική ανάπτυξη. Επίσης, η μεταβλητότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών μπορεί να δυσχεράνει τις συνθήκες χρηματοδότησης και να ενισχύσει την αποστροφή στον κίνδυνο, περιορίζοντας την εγχώρια ζήτηση. Παρά ταύτα, υπάρχουν ορισμένοι ανοδικοί κίνδυνοι για την οικονομική δραστηριότητα. Ειδικότερα, οι αυξημένες δημόσιες δαπάνες για την άμυνα και τις υποδομές θα μπορούσαν να δώσουν ώθηση στην εγχώρια ζήτηση. Μια ευνοϊκή εξέλιξη στο θέμα των δασμών θα μπορούσε να οδηγήσει σε ταχύτερη ανάκαμψη της παγκόσμιας ζήτησης ή σε βελτίωση του κλίματος με θετικές συνέπειες για την παγκόσμια ανάπτυξη. Η δυναμική του πληθωρισμού επίσης παραμένει αβέβαιη. Οι χαμηλότερες τιμές της ενέργειας, η ανατίμηση του ευρώ και η ασθενέστερη εξωτερική ζήτηση θα μπορούσαν να ασκήσουν μεγαλύτερη των προβλέψεων καθοδική πίεση στον πληθωρισμό, ενώ αντίθετα ο κατακερματισμός των διεθνών εφοδιαστικών αλυσίδων και οι υψηλότερες δημόσιες επενδύσεις να αυξήσουν τις ανοδικές πιέσεις. Παράλληλα, τα ακραία καιρικά φαινόμενα, και η εξελισσόμενη κλιματική κρίση γενικότερα, θα μπορούσαν να αυξήσουν τις τιμές των τροφίμων περισσότερο από το αναμενόμενο. Συνοψίζοντας, οι κίνδυνοι για χαμηλότερη των προβλέψεων οικονομική ανάπτυξη είναι ως επί το πλείστον καθοδικοί, ενώ οι κίνδυνοι για τον πληθωρισμό εμφανίζονται περισσότερο ισορροπημένοι. Το υφιστάμενο περιβάλλον καθιστά αναγκαία την ενδελεχή παρακολούθηση των μακροοικονομικών εξελίξεων και επιβάλλει μια συνετή, βασισμένη στα δεδομένα, προσέγγιση στην άσκηση της οικονομικής πολιτικής.

Διάγραμμα II.4 Ισοτιμίες δολαρίου ΗΠΑ, λίρας Αγγλίας και φράγκου Ελβετίας έναντι του ευρώ (Ιανουάριος 2019-Μάιος 2025)

(μηνιαία στοιχεία, μέσα επίπεδα μηνός)



1.3 ΕΕ και ζώνη του ευρώ: παρεμβάσεις πολιτικής

Δασμοί και εμπορική πολιτική της ΕΕ

Το Μάρτιο του 2025 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή πρότεινε την επιβολή δασμών σε εισαγωγές αμερικανικών αγαθών στην ΕΕ, συνολικής αξίας έως 26 δισεκ. ευρώ, ως αντιμέτρων στους δασμούς 25% που επέβαλαν οι ΗΠΑ στο χάλυβα και στο αλουμίνιο στις 12 Μαρτίου. Τον Απρίλιο του 2025 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ανέστειλε τα αντίμετρα αυτά έως τις 14 Ιουλίου 2025, καθώς οι ΗΠΑ πάγωσαν και αυτές για 90 ημέρες τους ειδικούς για κάθε χώρα “ανταποδοτικούς δασμούς” (reciprocal tariffs) που είχαν ανακοινώσει στις 2 Απριλίου, ύψους 20% για την ΕΕ, επιβάλλοντας αντ’ αυτών έναν ελάχιστο ενιαίο δασμό 10% σε όλα τα αγαθά. Στόχος της ΕΕ ήταν να δοθεί χρόνος στις διαπραγματεύσεις με τις ΗΠΑ για μια αμοιβαίως επωφεληή λύση. Προς το παρόν, η ΕΕ υπόκειται επίσης σε δασμούς 25% στα αυτοκίνητα και στα ανταλλακτικά αυτοκινήτων και πλέον σε δασμούς 50% σε χάλυβα και αλουμίνιο. Η ΕΕ θεωρεί ότι οι δασμοί των ΗΠΑ είναι αδικαιολόγητοι και επιζήμιοι για την οικονομική ανάπτυξη όλων και συνεχίζει να προασπίζεται τις αρχές ενός ελεύθερου και ισότιμου διεθνούς εμπορίου που βασίζεται σε κανόνες. Παράλληλα όμως προετοιμάζεται για το ενδεχόμενο περαιτέρω αντιμέτρων, ενώ προωθεί τις στρατηγικές εμπορικές συμφωνίες με άλλες χώρες.

Απλούστευση της νομοθεσίας για την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας

Το Φεβρουάριο του 2025 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή υπέβαλε δύο νομοθετικές δέσμες “Omnibus”, που αποσκοπούν στην απλούστευση της υφιστάμενης νομοθεσίας στους τομείς της εταιρικής βιωσιμότητας και των επενδύσεων αντίστοιχα. Το Μάρτιο του 2025 οι δέσμες αυτές συζητήθηκαν στο Συμβούλιο της ΕΕ ως θέμα προτεραιότητας, με στόχο την οριστικοποίησή τους το συντο-

μότερο δυνατόν. Στο πλαίσιο αυτό, τον Απρίλιο του 2025 εγκρίθηκε Οδηγία που μεταθέτει κατά δύο έτη τις ημερομηνίες εφαρμογής ορισμένων απαιτήσεων υποβολής εκθέσεων βιωσιμότητας από τις εταιρίες και απαιτήσεων δέουσας επιμέλειας, μειώνοντας τη γραφειοκρατία και ενισχύοντας την ασφάλεια δικαίου για τις εταιρίες. Επίσης, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή πρότεινε την τροποποίηση του Κανονισμού για τη θέσπιση του προγράμματος InvestEU, αποβλέποντας στην κινητοποίηση δημόσιων και ιδιωτικών επενδύσεων περίπου 50 δισεκ. ευρώ για τη στήριξη της ευρωπαϊκής ανταγωνιστικότητας, της καθαρής βιομηχανίας και της άμυνας, καθώς και τη μείωση του διοικητικού φόρτου ιδίως για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Στο ίδιο πνεύμα, το Μάιο του 2025 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή πρότεινε μέτρα για την απλούστευση της Κοινής Αγροτικής Πολιτικής προκειμένου να μειωθεί η κανονιστική επιβάρυνση τόσο για τους παραγωγούς όσο και για τις αρχές και να στηριχθούν η ανταγωνιστικότητα, η ανθεκτικότητα και ο ψηφιακός μετασχηματισμός του αγροτικού τομέα.

Οδικός χάρτης για την πλήρη απεξάρτηση της Ευρώπης από τη ρωσική ενέργεια

Το Μάιο του 2025 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή παρουσίασε τον οδικό χάρτη REPowerEU για την πλήρη ενεργειακή ανεξαρτησία της ΕΕ από τη Ρωσία. Η συντονισμένη και σταδιακή κατάργηση του εισαγωγών ενέργειας από τη Ρωσία αφορά το πετρέλαιο, το φυσικό αέριο και την πυρηνική ενέργεια και σχεδιάστηκε έτσι ώστε να διαφυλάξει την ασφάλεια του ενεργειακού εφοδιασμού της ΕΕ, περιορίζοντας παράλληλα τις επιπτώσεις στις τιμές και στις αγορές. Όλα τα μέτρα θα συνοδεύονται από συνεχείς προσπάθειες για επιτάχυνση της ενεργειακής μετάβασης και διαφοροποίηση των πηγών ενέργειας, μεταξύ άλλων μέσω της συγκέντρωσης της ζήτησης αερίου και της καλύτερης αξιοποίησης των υποδομών.

Θετική αξιολόγηση της Βουλγαρίας για ένταξη στη ζώνη του ευρώ

Τον Ιούνιο του 2025 η ΕΚΤ και η Ευρωπαϊκή Επιτροπή κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η Βουλγαρία πληροί τις προϋποθέσεις να υιοθετήσει το ευρώ από 1ης Ιανουαρίου 2026, ένα βασικό ορόσημο που θα την καταστήσει την 21η χώρα η οποία θα ενταχθεί στη ζώνη του ευρώ.

Πλαίσιο II.1

ΑΜΥΝΤΙΚΕΣ ΔΑΠΑΝΕΣ ΣΤΗΝ ΕΕ: ΘΕΣΜΙΚΕΣ ΠΡΩΤΟΒΟΥΛΙΕΣ ΚΑΙ ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ

Η ενίσχυση της ευρωπαϊκής άμυνας αναδεικνύεται ως θεμελιώδης προϋπόθεση για την αποτελεσματική διαχείριση των γεωπολιτικών προκλήσεων και τη διασφάλιση της στρατηγικής αυτονομίας της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ). Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο στις 6 Μαρτίου 2025¹ υπογράμμισε την ανάγκη τόνωσης της ανταγωνιστικότητας της ευρωπαϊκής αμυντικής βιομηχανίας, με έμφαση στην αύξηση της παραγωγικής ικανότητας και στη διευκόλυνση κοινών προμηθειών μεταξύ πολλών κρατών-μελών της ΕΕ σε στρατιωτικό εξοπλισμό. Οι υψηλές αμυντικές ανάγκες των κρατών-μελών της ΕΕ απαιτούν καλύτερο συντονισμό πολιτικών και πρόσθετες θεσμικές πρωτοβουλίες ώστε να εξασφαλιστούν επαρκείς πόροι με αποτελεσματικό τρόπο. Η αξιοποίηση ευρωπαϊκών χρηματοδοτικών εργαλείων και η μεγαλύτερη ευελιξία του νέου δημοσιονομικού πλαισίου διαμορφώνουν τις προϋποθέσεις για μια συνεκτική κοινή ευρωπαϊκή πολιτική άμυνας και ασφάλειας.

Το παρόν πλαίσιο αναλύει τις πρόσφατες πρωτοβουλίες σε ευρωπαϊκό επίπεδο για την ενίσχυση των αμυντικών δαπανών και εξετάζει τον πιθανό αντίκτυπο στην ευρωπαϊκή οικονομία. Πιο συγκεκριμένα, παρουσιάζονται οι θεσμικές πρωτοβουλίες για την ενδυνάμωση της ευρωπαϊκής άμυνας και ασφάλειας, καθώς και οι προβλέψεις του νέου ευρωπαϊκού δημοσιονομικού πλαισίου που αφορούν την εθνική ρήτρα διαφυγής. Κατόπιν, αξιολογούνται οι αναμενόμενες επιδράσεις της αύξησης των αμυντικών δαπανών στην ευρωπαϊκή αναπτυξιακή δυναμική και στα δημόσια οικονομικά. Τέλος, εξετάζονται οι ευκαιρίες και οι προκλήσεις πολιτικής, καθώς και οι κίνδυνοι από την εξαίρεση των αμυντικών δαπανών από τους δημοσιονομικούς κανόνες.

¹ [Συμπεράσματα](#), Έκτακτο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο, 6.3.2025.

Το νέο ευρωπαϊκό σχέδιο για την άμυνα

Η Λευκή Βίβλος για την ευρωπαϊκή άμυνα που παρουσίασε η Ευρωπαϊκή Επιτροπή το Μάρτιο του 2025² προσδιορίζει τις αμυντικές επενδυτικές ανάγκες της ΕΕ και οριοθετεί ένα νέο πλαίσιο για την ευρωπαϊκή άμυνα και ετοιμότητα με ορίζοντα το 2030. Βασικοί άξονες δράσης του νέου σχεδίου είναι η κάλυψη ελλείψεων σε κρίσιμες ικανότητες άμυνας και η στήριξη της ευρωπαϊκής αμυντικής βιομηχανίας, μέσω της συγκέντρωσης της ζήτησης και της αύξησης των κοινών δημόσιων συμβάσεων. Περιλαμβάνει επίσης τη βάθυνση της ευρωπαϊκής αγοράς στον τομέα της άμυνας, μεταξύ άλλων με την απλούστευση των κανονισμών, καθώς και την επιτάχυνση του τεχνολογικού μετασχηματισμού του τομέα της άμυνας μέσω καινοτομιών, όπως η τεχνητή νοημοσύνη και η κβαντική τεχνολογία.

Με στόχο την προώθηση της αμυντικής αυτονομίας της ΕΕ, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο ανέλαβε πρωτοβουλίες που διευκολύνουν – υπό προϋποθέσεις – επεκτατικές δημοσιονομικές πολιτικές. Το σχέδιο **ReArm Europe/Readiness 2030**, που συνοδεύει τη Λευκή Βίβλο, παρέχει χρηματοδοτικά μέσα για την ενίσχυση των αμυντικών δυνατοτήτων της ΕΕ μέσω σημαντικών επενδύσεων και διαρθρωτικών αλλαγών. Προβλέπει την κινητοποίηση έως και 800 δισεκ. ευρώ, εκ των οποίων 150 δισεκ. ευρώ προέρχονται από το νέο χρηματοδοτικό μέσο δράσης **SAFE (Security Action For Europe)**,³ το οποίο θα παρέχει μακροπρόθεσμα δάνεια με ευνοϊκούς όρους για την υποστήριξη κοινών αμυντικών προμηθειών.⁴ Παράλληλα, προτείνεται η ενεργοποίηση της εθνικής ρήτρας διαφυγής που προβλέπεται στο Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης (ΣΣΑ) για την περίοδο 2025-28,⁵ επιτρέποντας στα κράτη-μέλη να αυξήσουν τις συνολικές αμυντικές τους δαπάνες (επενδυτικές και τρέχουσες) σε σύγκριση με το 2021⁶ έως 1,5% του ΑΕΠ ετησίως και να αποκλίνουν από την πορεία των εθνικά χρηματοδοτούμενων καθαρών πρωτογενών δαπανών – ο ρυθμός μεταβολής των οποίων αποτελεί το δείκτη συμμόρφωσης με τους αναθεωρημένους δημοσιονομικούς κανόνες της ΕΕ.^{7,8} Η απόκλιση από την πορεία των καθαρών δαπανών προϋποθέτει ότι δεν τίθεται σε κίνδυνο η μεσοπρόθεσμη δημοσιονομική βιωσιμότητα των κρατών-μελών. Συνολικά, 16 κράτη-μέλη της ΕΕ, μεταξύ των οποίων και η Ελλάδα, είχαν αιτηθεί στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή την ενεργοποίηση της εθνικής ρήτρας διαφυγής.

Επιπλέον, το σχέδιο στοχεύει σε μεγαλύτερη ευελιξία των υφιστάμενων χρηματοδοτικών μέσων της ΕΕ για την επίτευξη στρατηγικών προτεραιοτήτων, όπως η άμυνα. Η σχετική νομοθετική πρόταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής τον Απρίλιο του 2025 διευρύνει το πεδίο εφαρμογής των χρηματοδοτικών προγραμμάτων υπό την

2 [Introducing the White Paper for European Defence and the ReArm Europe Plan – Readiness 2030](#), 12.3.2025.

3 [Κανονισμός \(ΕΕ\) 2025/1106 του Συμβουλίου](#), Επίσημη Εφημερίδα της ΕΕ, 28.5.2025.

4 Τα δάνεια θα έχουν μέγιστη διάρκεια 45 ετών και 10ετή περίοδο χάριτος για την αποπληρωμή του κεφαλαίου. Ως προϋπόθεση για την πρόσβασή τους στα νέα δάνεια, τα κράτη-μέλη της ΕΕ θα πρέπει να αγοράζουν τουλάχιστον το 65% των οπλικών συστημάτων τους από προμηθευτές στην ΕΕ, τη Νορβηγία ή την Ουκρανία. Η κατανομή των κονδυλίων προς τα κράτη-μέλη θα καθορίζεται με βάση τη ζήτηση, χωρίς προκαθορισμένο κριτήριο κατανομής.

5 [Κανονισμός \(ΕΕ\) 2024/1263](#), άρθρο 26, Επίσημη Εφημερίδα της ΕΕ, 30.4.2024.

6 Η χρήση του 2021 ως έτους αναφοράς διασφαλίζει την ίση μεταχείριση των κρατών-μελών που έχουν ήδη αυξήσει τις αμυντικές τους δαπάνες από την εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία. Για χώρες με χαμηλότερες αμυντικές δαπάνες το 2024 σε σχέση με το 2021 (όπως η Ελλάδα και η Βουλγαρία) ως έτος αναφοράς θα θεωρείται το 2024 (Πηγή: [2025 European Semester: Recommendations on activating the National Escape Clause](#), Ιούνιος 2024). Σημειώνεται ότι οι αμυντικές δαπάνες καταγράφονται διαφορετικά από τη Eurostat και το NATO, καθώς η Eurostat χρησιμοποιεί τη λογιστική των δεδουλευμένων (accrual basis) και την Ταξινόμηση των Λειτουργιών της Κυβέρνησης (Classification of the Functions of Government – COFOG), ενώ το NATO εφαρμόζει κυρίως την ταμειακή βάση (cash basis) και καταγράφει επιπλέον δαπάνες, όπως συντάξεις στρατιωτικών και ορισμένες δαπάνες αστυνομίας και ακτοφυλακής. Συνεπώς, τα στοιχεία της Eurostat είναι πιο κατάλληλα για δημοσιονομική και οικονομική ανάλυση, ενώ αυτά του NATO αποτυπώνουν πληρέστερα την πραγματική στρατιωτική επιβάρυνση και την πολιτική δέσμευση των κρατών-μελών.

7 Βλ. [Ανακοίνωση της Επιτροπής](#), C(2025) 2000 final, 19.3.2025.

8 Η εθνική ρήτρα διαφυγής αφορά την ευελιξία ως προς την ενεργοποίηση της Διαδικασίας Υπερβολικού Ελλείμματος (ΔΥΕ) με βάση το κριτήριο χρέους (debt-based EDP), σε περίπτωση μη συμμόρφωσης με τον κανόνα δαπανών. Πλέον τούτου, οι νέοι δημοσιονομικοί κανόνες έχουν ήδη συμπεριλάβει ειδικές διατάξεις για τη μεταχείριση των αμυντικών δαπανών. Συγκεκριμένα, προβλέπεται ότι οι αμυντικές δαπάνες ενός κράτους-μέλους θα αποτελούν ειδικό παράγοντα κατά την αξιολόγηση για την υπαγωγή του σε ΔΥΕ με βάση το κριτήριο ελλείμματος (deficit-based EDP), δηλαδή θα εξετάζονται η προσωρινή τους φύση, η σύγκρισή τους με τον ευρωπαϊκό μέσο όρο και ο ρυθμός αύξησης των επενδύσεων άμυνας του εν λόγω κράτους. Βλ. [Κανονισμός \(ΕΕ\) 2024/1264](#), Επίσημη Εφημερίδα της ΕΕ, 30.4.2024.

αιγίδα της πλατφόρμας STEP (Strategic Technologies for Europe Platform) σε καινοτομίες, προϊόντα και τεχνολογίες αιχμής με διπλή χρήση (στρατιωτική και εμπορική), καθώς και σε έργα στον τομέα της άμυνας. Επίσης, τα κράτη-μέλη θα μπορούν να ανακατανείμουν πόρους στο πλαίσιο της πολιτικής συνοχής σε έργα υποδομών που προωθούν τη στρατιωτική κινητικότητα και σε δράσεις που στηρίζουν την παραγωγική ικανότητα και την καινοτομία της ευρωπαϊκής αμυντικής βιομηχανίας.⁹

Τέλος, προβλέπεται η συμμετοχή της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων (ΕΤΕπ) και η κινητοποίηση ιδιωτικών κεφαλαίων για τη στήριξη έργων στον τομέα της άμυνας και της ασφάλειας. Η ΕΤΕπ θα διευρύνει το πεδίο των δανείων που χορηγεί ώστε να καλύπτει και έργα άμυνας και ασφάλειας, ενώ η προώθηση της Ένωσης Αποταμιεύσεων και Επενδύσεων αναμένεται να διευκολύνει τη διοχέτευση ιδιωτικών αποταμιεύσεων σε επενδύσεις σε κρίσιμους τομείς της οικονομίας, όπως η άμυνα.

Μακροοικονομικές επιδράσεις των αμυντικών δαπανών

Στην εμπειρική βιβλιογραφία, υπάρχει ευρεία συναίνεση ότι μια αύξηση των αμυντικών δαπανών στις προηγμένες οικονομίες έχει θετικό αντίκτυπο στην εγχώρια ζήτηση βραχυπρόθεσμα, ενώ οι επιδράσεις στην οικονομική ανάπτυξη είναι περιορισμένες μακροπρόθεσμα, εκτός από τις περιπτώσεις που αφορούν δαπάνες για επενδύσεις και για έρευνα και ανάπτυξη. Οι βασικοί δίαυλοι επίδρασης είναι κυρίως μέσω της αύξησης της δημόσιας κατανάλωσης και των δημόσιων επενδύσεων, με συνακόλουθη άνοδο των εισοδημάτων και της απασχόλησης. Ωστόσο, η επεκτατική δημοσιονομική πολιτική δύναται να οδηγήσει σε μερική εκτόπιση της ιδιωτικής κατανάλωσης και των ιδιωτικών επενδύσεων, λόγω των προσδοκιών για μελλοντική αύξηση των φόρων προκειμένου να χρηματοδοτηθεί η πρόσθετη αμυντική δαπάνη. Παράλληλα, η ενίσχυση της εγχώριας ζήτησης βραχυχρόνια θα αυξήσει τις πληθωριστικές πιέσεις.

Οι εκτιμήσεις για το δημοσιονομικό πολλαπλασιαστή των αμυντικών δαπανών, δηλαδή το βαθμό της επίδρασής τους στο πραγματικό ΑΕΠ, διαφέρουν σημαντικά ανάλογα με τις χώρες που εξετάζονται, τη χρονική περίοδο αναφοράς και το βαθμό εξωστρέφειας της οικονομίας.¹⁰ Για παράδειγμα, τα εμπειρικά ευρήματα συγκλίνουν προς μια υψηλότερη θετική μακροοικονομική επίδραση σε προηγμένες οικονομίες ή όταν λαμβάνονται υπόψη περίοδοι πολέμου, όπως ο Β΄ Παγκόσμιος Πόλεμος.¹¹ Αντίθετα, στις λιγότερο προηγμένες και αναδυόμενες οικονομίες η επίδραση είναι αρνητική, επειδή η αύξηση της δημόσιας δαπάνης για άμυνα εκτοπίζει πλήρως την ιδιωτική κατανάλωση και τις επενδύσεις. Τέλος, οι σχετικά κλειστές οικονομίες παρουσιάζουν υψηλότερους πολλαπλασιαστές σε σύγκριση με τις πιο ανοικτές οικονομίες, όπου μέρος από την αύξηση της συνολικής ζήτησης αντισταθμίζεται από ανατίμηση του εγχώριου νομίσματος και μείωση των καθαρών εξαγωγών.¹²

Επιπρόσθετα, ο αντίκτυπος των αμυντικών δαπανών στην οικονομική δραστηριότητα των προηγμένων οικονομιών συναρτάται με το βαθμό εξάρτησης από τις εισαγωγές αμυντικού εξοπλισμού, καθώς και με το διαθέσιμο δημοσιονομικό χώρο και την αντίδραση της νομισματικής πολιτικής. Για παράδειγμα, η ύπαρξη

9 Ευρωπαϊκή Επιτροπή, [Πρόταση για Κανονισμό](#), COM(2025) 188 final, 22.4.2025.

10 Οι αυξήσεις των αμυντικών δαπανών, δεδομένου ότι δεν εξαρτώνται από τον οικονομικό κύκλο, συνιστούν εξωγενή δημοσιονομική διαταραχή. Ειδικότερα, στις εμπειρικές μελέτες που χρησιμοποιούν αφηγηματικά δεδομένα (narrative data) σχετικά με ειδήσεις για τις αυξήσεις των αμυντικών δαπανών στις ΗΠΑ, οι εκτιμήσεις για το δημοσιονομικό πολλαπλασιαστή κυμαίνονται από 0,5 (Barro and Redlick 2011) έως κοντά στη μονάδα (Ramey 2011). Σε άλλες μελέτες που βασίζονται στην κατανομή των στρατιωτικών προμηθειών μεταξύ των πολιτειών των ΗΠΑ (local multiplier approach), ο εκτιμώμενος πολλαπλασιαστής φθάνει το 1,5 (Nakamura and Steinsson 2014). Βλ. Ilzetzki, E., E.G. Mendoza and C.A. Végh (2013), "How big (small?) are fiscal multipliers?", *Journal of Monetary Economics*, 60(2), 239-254, Barro, R.J. and C.J. Redlick (2011), "Macroeconomic effects from government purchases and taxes", *The Quarterly Journal of Economics*, 26(1), 51-102, Ramey, V.A. (2011), "Identifying government spending shocks: It's all in the timing", *The Quarterly Journal of Economics*, 126(1), 1-50, και Nakamura, E. and J. Steinsson (2014), "Fiscal Stimulus in a Monetary Union: Evidence from US Regions", *American Economic Review*, 104(3), 753-792.

11 Λαμβάνοντας υπόψη μια μακρά χρονική περίοδο από τις αρχές του 20ού αιώνα, ο πολλαπλασιαστής των αμυντικών δαπανών για τις ΗΠΑ εκτιμάται έως 0,8. Βλ. Ramey, V.A. and S. Zubairy (2018), "Government spending multipliers in good times and in bad: evidence from US historical data", *Journal of Political Economy*, 126(2), 850-901.

12 Στις πιο κλειστές οικονομίες, ο πολλαπλασιαστής φθάνει το 0,6 βραχυπρόθεσμα και τη μονάδα μακροπρόθεσμα, ενώ στις πολύ ανοικτές οικονομίες οι πολλαπλασιαστές δύνανται να είναι αρνητικοί. Βλ. Ilzetzki et al. (2013), όπ.π.

δυναμικής εγχώριας αμυντικής βιομηχανίας συνεπάγεται μεγαλύτερη ενίσχυση της οικονομικής ανάπτυξης σε σύγκριση με χώρες που εισάγουν αμυντικό εξοπλισμό.¹³ Παράλληλα, η έλλειψη δημοσιονομικού χώρου ή/και το υψηλό δημόσιο χρέος συνεπάγονται μεγαλύτερη δυσκολία στη χρηματοδότηση μιας αύξησης των αμυντικών δαπανών, η οποία στην περίπτωση αυτή θα πρέπει να προέλθει κυρίως από την αύξηση των φόρων, μειώνοντας το θετικό αντίκτυπο της αμυντικής δαπάνης στην οικονομία.¹⁴ Τέλος, η τυχόν συσταλτική αντίδραση της νομισματικής πολιτικής, ως απόρροια της δημοσιονομικής επέκτασης και της ανόδου του πληθωρισμού, θα περιορίσει την αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ.

Επίσης, σημαντική είναι η ετερογένεια ως προς τον αναπτυξιακό αντίκτυπο των επιμέρους κατηγοριών των αμυντικών δαπανών.¹⁵ Οι αμυντικές δαπάνες για έρευνα και ανάπτυξη (Ε&Α) εμφανίζουν ισχυρότερες επιδράσεις στη μακροπρόθεσμη αναπτυξιακή δυναμική από ό,τι άλλες κατηγορίες αμυντικών δαπανών (όπως οι μισθολογικές), με πολλαπλασιαστική που ενίοτε υπερβαίνει τη μονάδα,¹⁶ καθώς μεταξύ άλλων φαίνεται ότι οι δημόσιες δαπάνες για Ε&Α στην άμυνα ενισχύουν σημαντικά τις ιδιωτικές δαπάνες για Ε&Α στο σύνολο της οικονομίας.¹⁷

Από την άλλη πλευρά, οι περίοδοι ειρήνης και χαμηλών γεωπολιτικών εντάσεων δίνουν τη δυνατότητα ανακατανομής πόρων και επενδύσεων σε πιο παραγωγικές δημόσιες δαπάνες, που μπορεί να έχουν υψηλότερη αναπτυξιακή επίδραση. Ειδικότερα, η μείωση των αμυντικών δαπανών συνδέεται με την αποδέσμευση πόρων για την αύξηση άλλων δημόσιων επενδύσεων ή/και για τη μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος και του δημόσιου χρέους – το αποκαλούμενο “μέρισμα της ειρήνης” (peace dividend) – ενισχύοντας τις θετικές επιδράσεις στην οικονομική μεγέθυνση.¹⁸ Σημειώνεται ωστόσο ότι οι μακροπρόθεσμες επιδράσεις των αμυντικών δαπανών για Ε&Α στην παραγωγικότητα ενδέχεται να είναι ιδιαίτερα σημαντικές, λόγω των υψηλών αποδόσεων ευρύτερα στην οικονομία. Το όφελος αυτό συχνά υπερβαίνει το κόστος της επένδυσης, κυρίως λόγω της διάχυσης της καινοτομίας στον ιδιωτικό τομέα.¹⁹ Εκτιμάται ότι μια προσωρινή αύξηση των αμυντικών δημόσιων δαπανών σε Ε&Α κατά 1% του ΑΕΠ θα μπορούσε να ενισχύσει κατά 0,25 της ποσοστιαίας μονάδας (ποσ. μον.) τη συνολική παραγωγικότητα της οικονομίας μέσω τόσο της μάθησης (learning-by-doing) όσο και της Ε&Α.²⁰

Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, οι επιπτώσεις από την ενίσχυση των αμυντικών δαπανών είναι θετικές για την ανάπτυξη, με περιορισμένο αντίκτυπο στον πληθωρισμό και μικρή αύξηση του δημόσιου χρέους. Πρόσφατες προσομοιώσεις της Επιτροπής δείχνουν ότι μια άνοδος των αμυντικών δαπανών στην ΕΕ κατά 1,5% του ΑΕΠ σωρευτικά την περίοδο 2025-28 εκτιμάται ότι θα αυξήσει το πραγματικό ΑΕΠ της ΕΕ κατά 0,5%

13 Συνολικά το 2023, η ΕΕ εισήγαγε περίπου το 80% των απαιτούμενων προμηθειών για τον αμυντικό τομέα – βλ. Draghi, M. (2024), *The future of European competitiveness: A competitiveness strategy for Europe*, Policy Report. Από την άλλη πλευρά, η Γαλλία, η Γερμανία και η Ιταλία συγκαταλέγονται στις 8 χώρες (μαζί με τις ΗΠΑ, τη Ρωσία, το Ηνωμένο Βασίλειο, την Κίνα και το Ισραήλ) που προμήθευσαν περίπου το 80% του συνολικού στρατιωτικού εξοπλισμού παγκοσμίως την περίοδο 2020-2024 – βλ. SIPRI Fact sheet, “Trends in international arms transfers 2024”, March 2025.

14 Ilzetzi, E. (2025), *“Guns and Growth: The Economic Consequences of Defense Buildups”*, Kiel Report No. 2, February.

15 Becker, J. and J.P. Dunne (2023), *“Military Spending Composition and Economic Growth”*, *Defence and Peace Economics*, 34(3), 259-271, και Ilzetzi (2025), όπ.π.

16 Το 2020 περίπου το 50% των αμυντικών δαπανών των κρατών-μελών της ΕΕ εντός NATO κατευθυνόταν σε δαπάνες για μισθοδοσία και συντάξεις του προσωπικού, ενώ μόνο το 22% επενδυόταν σε εξοπλισμούς και Ε&Α – ποσοστό αισθητά χαμηλότερο από το αντίστοιχο 30% των ΗΠΑ. Οι εκτιμήσεις του NATO για το 2024 δείχνουν βελτίωση, με αύξηση του ευρωπαϊκού μεριδίου των επενδύσεων σε εξοπλισμούς και Ε&Α στο 32%, προσεγγίζοντας τα επίπεδα των ΗΠΑ και ενισχύοντας την προοπτική ενός πιο αποδοτικού και προσανατολισμένου προς την ανάπτυξη αμυντικού προτύπου.

17 Κατά μέσο όρο, μια αύξηση κατά 10% στη δημόσια Ε&Α στον τομέα της άμυνας αυξάνει έως 6% την Ε&Α στον ιδιωτικό τομέα. Βλ. Moretti, E., C. Steinwender and J. Van Reenen (2019), *“The Intellectual Spoils of War? Defence R&D, Productivity, and International Spillovers”*, NBER Working Paper No. 26483. Σημειώνεται ότι το 16% των στρατιωτικών δαπανών στις ΗΠΑ αφορά την Ε&Α, σε σύγκριση με μόλις 4,5% στην ΕΕ. Βλ. Draghi (2024), όπ.π.

18 Βλ. Knight, M., N. Loayza and D. Villanueva (1996), *“The Peace Dividend: Military Spending Cuts and Economic Growth”*, *IMF Economic Review*, 43, 1-37.

19 Ο πολλαπλασιαστής της αμυντικής δαπάνης σε Ε&Α εκτιμάται ότι υπερβαίνει τη μονάδα μακροπρόθεσμα. Βλ. Antolin-Díaz, J. and P. Surico (2022), *“The Long-Run Effects of Government Spending”*, CEPR Discussion Paper No. 17433.

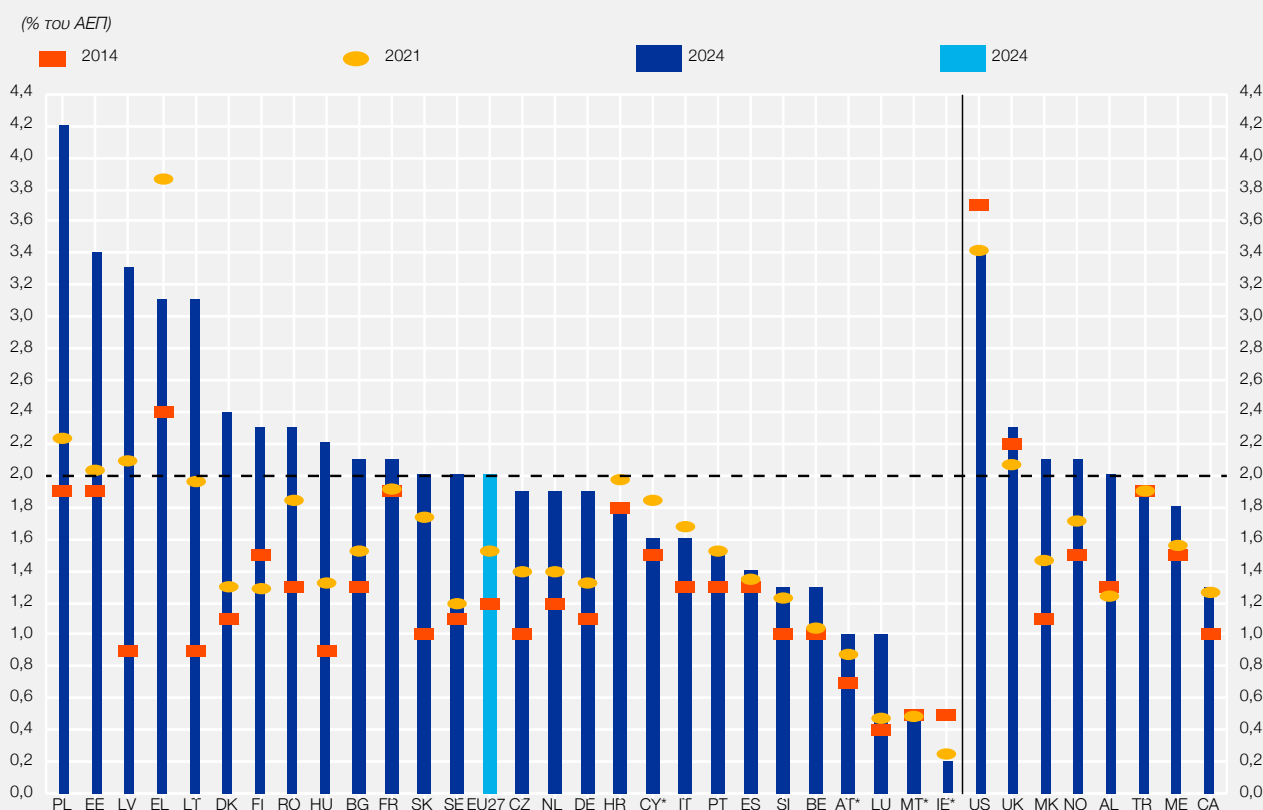
20 Ilzetzi (2025), όπ.π.

και το δημόσιο χρέος κατά 2 ποσ. μον. του ΑΕΠ έως το 2028.²¹ Οι πληθωριστικές πιέσεις θα παραμείνουν σχετικά περιορισμένες, καθώς ο πληθωρισμός αναμένεται να αυξηθεί κατά 0,2 ποσ. μον. κατά μέσο όρο έως το 2028.

Δημοσιονομικές επιδράσεις των αμυντικών δαπανών

Η ρωσική εισβολή στην Ουκρανία το 2022 σηματοδότησε ριζική στροφή στην ευρωπαϊκή αμυντική πολιτική, οδηγώντας σε σημαντική αύξηση των στρατιωτικών δαπανών μετά από δεκαετίες συρρίκνωσης. Κατά τη διάρκεια του Ψυχρού Πολέμου (1950-1989), οι ΗΠΑ δαπανούσαν κατά μέσο όρο το 7,8% του ΑΕΠ τους στην άμυνα και οι μεγάλες ευρωπαϊκές χώρες περίπου το 4%, ενώ μετά το τέλος του οι δαπάνες υποχώρησαν σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, φθάνοντας στο 4% στις ΗΠΑ και κάτω από το 2% σε πολλές ευρωπαϊκές χώρες.²² Ωστόσο, υπό την πίεση του συνεχιζόμενου πολέμου στην Ουκρανία και των νέων αμυντικών προκλήσεων, τα κράτη-μέλη της ΕΕ εντός NATO αύξησαν σταδιακά τις σχετικές δαπάνες στο 2% του ΑΕΠ το 2024 κατά μέσο όρο (από 1,2% το 2014 και 1,5% το 2021). Το 2024 η Πολωνία, οι χώρες της Βαλτικής και η Ελλάδα κατέγραψαν τις υψηλότερες αμυντικές δαπάνες σε σχέση με το ΑΕΠ τους, ακολουθούμενες από τη Δανία, τη Φινλανδία και τη Ρουμανία (βλ. Διάγραμμα Α). Αντίθετα, τα κράτη-μέλη της ΕΕ εκτός NATO διατήρησαν σημαντικά χαμηλότερα ποσοστά (π.χ. Ιρλανδία 0,2%, Μάλτα 0,5%, Αυστρία 1%, Κύπρος 1,6% του ΑΕΠ). Συνολικά, σε σύγκριση με το 2014, οι ευρωπαϊκές χώρες του NATO ενίσχυσαν τις αμυντικές τους δαπάνες κατά περίπου 0,9 ποσ. μον. του ΑΕΠ κατά μέσο όρο.

Διάγραμμα Α Αμυντικές δαπάνες σε κράτη-μέλη της ΕΕ και του NATO

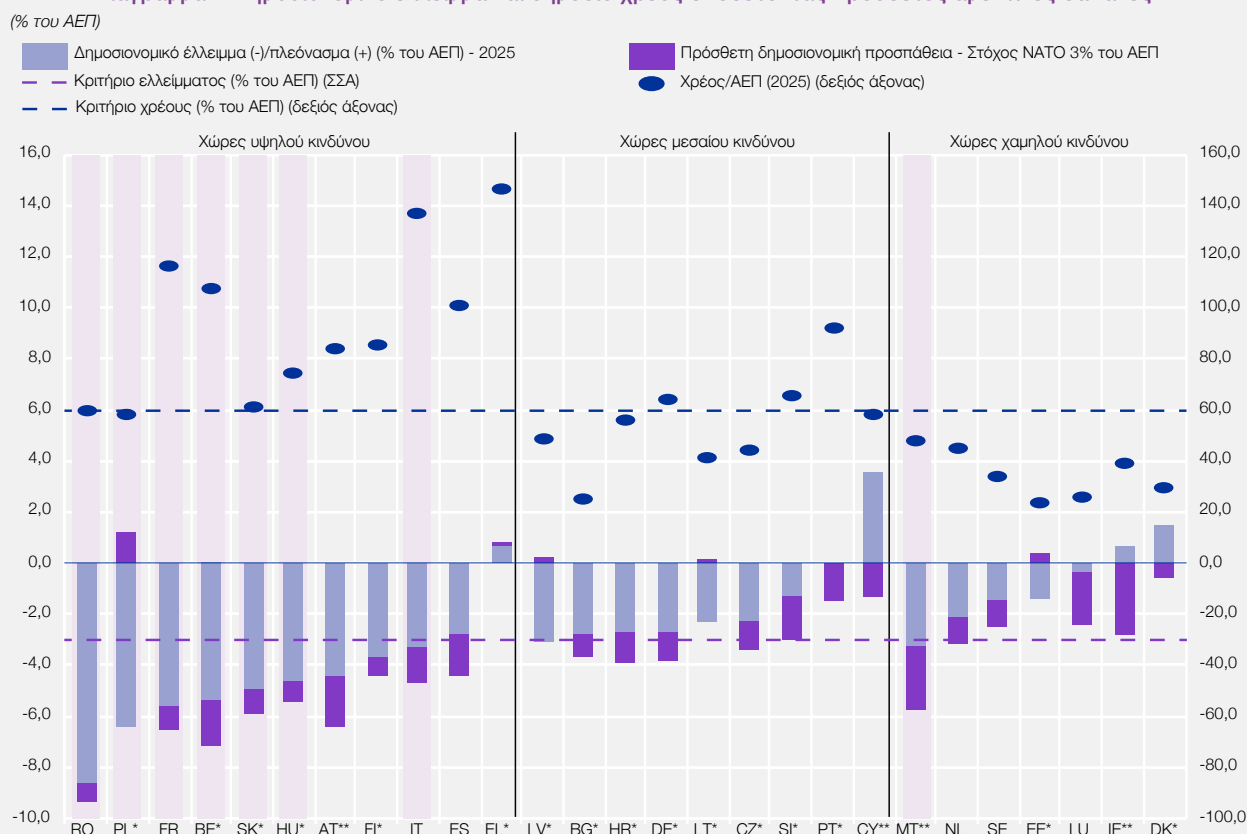


Πηγή: SIPRI Military Expenditure Database.
*Χώρες της ΕΕ-27 που δεν ανήκουν στο NATO.

21 Η ανάλυση υποθέτει ότι η χρηματοδότηση της αύξησης των αμυντικών δαπανών λαμβάνει χώρα αποκλειστικά μέσω δανεισμού, ενώ οι δαπάνες σε Ε&Α αποτελούν μόλις το 10% των εν λόγω δαπανών και το εισαγωγικό τους περιεχόμενο φθάνει το 20%. Βλ. European Commission, "The economic impact of higher defence spending", *Spring 2025 Economic Forecast*, 19.5.2025.

22 Πηγή: SIPRI Military Expenditure Database.

Διάγραμμα Β Δημοσιονομικό έλλειμμα και δημόσιο χρέος υποθέτοντας πρόσθετες αμυντικές δαπάνες



Πηγές: AMECO database, European Commission Spring 2025 Economic Forecast (19.5.2025) και NATO.

Σημειώσεις: (1) Οι χώρες σε σκίαση βρίσκονται σε ΔΥΕ (βλ. 2025 European Semester: bringing the new economic governance framework to life, European Commission, 26.11.2024). (2) Η κατηγοριοποίηση των χωρών ανάλογα με το δημοσιονομικό κίνδυνο σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα βασίζεται στην Ετήσια Έκθεση Βιωσιμότητας Χρέους (Debt Sustainability Monitor) της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, η οποία ενσωματώνεται στους νέους δημοσιονομικούς κανόνες. Βλ. European Commission (2024), "Debt Sustainability Monitor 2024", Institutional Paper No. 306, 30-52. (3) Ως "πρόσθετη δημοσιονομική προσπάθεια" ορίζεται η διαφορά μεταξύ του επιπέδου των αμυντικών δαπανών (ως % του ΑΕΠ, σύμφωνα με τα στοιχεία του NATO) το 2024 και του στόχου του NATO για 3% του ΑΕΠ. Θετική (αρνητική) τιμή υποδηλώνει ότι οι δαπάνες του 2024 είναι υψηλότερες (χαμηλότερες) από τον στόχο.

Η αύξηση των αμυντικών δαπανών στην Ευρώπη εντείνει τις πιέσεις στους κρατικούς προϋπολογισμούς και επιβαρύνει τη δημοσιονομική προσαρμογή σε ένα ήδη δύσκολο μακροοικονομικό περιβάλλον. Πολλά κράτη-μέλη της ΕΕ καλούνται να πραγματοποιήσουν πρόσθετες δαπάνες για άμυνα, ενώ ήδη αντιμετωπίζουν υψηλά δημοσιονομικά ελλείμματα και αρκετά από αυτά βρίσκονται σε Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος. Η απαιτούμενη δημοσιονομική προσπάθεια για την επίτευξη τυχόν υψηλότερου στόχου του NATO για αμυντικές δαπάνες ύψους 3% του ΑΕΠ συνεπάγεται αύξηση των δαπανών που συχνά υπερβαίνει τη 1 ποσ. μον. του ΑΕΠ. Ο βαθμός αξιοποίησης της παρεχόμενης ευελιξίας μέσω της ενεργοποίησης της ρήτρας διαφυγής αναμένεται να διαφοροποιηθεί ανάλογα με το δημοσιονομικό περιθώριο κάθε χώρας: κράτη με υψηλό λόγο χρέους προς ΑΕΠ ή μεγάλα ελλείμματα θα περιοριστούν από τους αυξημένους δημοσιονομικούς κινδύνους, ενώ χώρες με πιο ευνοϊκή δημοσιονομική θέση (μεσαίου/χαμηλού κινδύνου) διαθέτουν μεγαλύτερα περιθώρια παρέμβασης (βλ. Διάγραμμα Β).

Η αύξηση των αμυντικών δαπανών την περίοδο εφαρμογής της εθνικής ρήτρας διαφυγής συνεπάγεται υψηλότερες ανάγκες προσαρμογής στο μέλλον για τη διασφάλιση της δημοσιονομικής βιωσιμότητας. Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή,²³ η δημοσιονομική ευελιξία που παρέχει η ενεργοποίηση της εθνικής ρήτρας διαφυγής, στις χώρες για τις οποίες εγκρίθηκε η προσωρινή απόκλιση από τα συμφωνημένα όρια δαπανών, θα οδηγήσει σε αύξηση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και του χρέους κατά 1,3 και 2,6 ποσ. μον του ΑΕΠ αντίστοιχα κατά μέσο όρο το 2028, εφόσον η μέγιστη επιτρεπόμενη αύξηση των αμυντικών δαπανών (κατά 1,5%

23 European Commission (DG-EFIN), "Assessment of the Fiscal Sustainability Condition for Member States Requesting the Activation of the National Escape Clause", Institutional Paper No. 321, 5.6.2021.

του ΑΕΠ) υλοποιηθεί σταδιακά την περίοδο 2025-28. Ως εκ τούτου, η υψηλότερη δαπάνη την περίοδο 2025-28 θα μπορούσε να συνεπάγεται πρόσθετη δημοσιονομική προσπάθεια²⁴ ύψους 0,4 ποσ. μον.²⁵ του ΑΕΠ κατά μέσο όρο στο δεύτερο κύκλο των Μεσοπρόθεσμων Δημοσιονομικών-Διαρθρωτικών Σχεδίων (ΜΔΣ) που ξεκινά το 2029, προκειμένου ικανοποιηθούν τα κριτήρια της βιωσιμότητας χρέους και το όριο του ελλείμματος.²⁶

Η χρηματοδότηση των αυξημένων αμυντικών δαπανών μέσω δανεισμού ενέχει σοβαρούς κινδύνους για τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους. Εάν οι επιπλέον δαπάνες δεν συνοδευθούν από μέτρα εξοικονόμησης δαπανών ή αύξησης εσόδων, θα οδηγήσουν σε υψηλότερα επίπεδα χρέους και αυξημένες δαπάνες για τόκους. Σύμφωνα με ανάλυση της ΕΚΤ,²⁷ η ενεργοποίηση της εθνικής ρήτρας διαφυγής θα οδηγήσει σε προσωρινή επιδείνωση της πορείας του δημόσιου χρέους για τις χώρες της ευρωζώνης με υψηλό δημόσιο χρέος. Παρότι η πλήρης συμμόρφωση με το ΣΣΑ στη δεύτερη περίοδο σχεδιασμού (μετά το 2028) μπορεί να επαναφέρει το χρέος σε πτωτική πορεία, το επίπεδο του χρέους το 2035 εκτιμάται περίπου 10 ποσ. μον. του ΑΕΠ υψηλότερα σε σχέση με το βασικό σενάριο. Η μετάθεση της δημοσιονομικής προσαρμογής στο μέλλον αυξάνει τους κινδύνους, ειδικά για χώρες με περιορισμένα περιθώρια, και υπογραμμίζει την ανάγκη προσεκτικού σχεδιασμού, ώστε η βραχυπρόθεσμη ευελιξία να μη μετατραπεί σε μακροπρόθεσμη δημοσιονομική πίεση. Ως εκ τούτου, τα κράτη-μέλη, ακόμη και αν εξασφαλίσουν μεγαλύτερη ευελιξία ως προς τους δημοσιονομικούς κανόνες, θα κληθούν να λάβουν δύσκολες αποφάσεις για να εξισορροπήσουν αυτές τις δημοσιονομικές πιέσεις.

Ευκαιρίες και προκλήσεις πολιτικής

Οι πρόσφατες θεσμικές πρωτοβουλίες της ΕΕ στον τομέα της άμυνας αποτελούν μια κομβική ευκαιρία για περαιτέρω ευρωπαϊκή ολοκλήρωση και ενίσχυση της στρατηγικής αυτονομίας, της ανθεκτικότητας και της ετοιμότητας της ΕΕ. Μολονότι οι τεχνικές λεπτομέρειες του ευρωπαϊκού σχεδίου δεν έχουν αποσαφηνιστεί ακόμη, τα πρώτα βήματα υλοποίησης των νέων πολιτικών και νομοθετικών δεσμεύσεων για την άμυνα έχουν ήδη γίνει σε εθνικό και ευρωπαϊκό επίπεδο, αναγνωρίζοντας ότι η ασφάλεια είναι βασική προϋπόθεση για την οικονομική σταθερότητα και για την ευημερία των Ευρωπαίων πολιτών.

Η προοπτική κοινών προμηθειών αμυντικού εξοπλισμού στην ΕΕ, με τη συμμετοχή περισσότερων κρατών-μελών – και όχι μόνο δύο ή τριών που ήταν η επικρατούσα πρακτική μέχρι σήμερα –, διαμορφώνει νέα δεδομένα από την πλευρά τόσο της ζήτησης όσο και της προσφοράς αμυντικού εξοπλισμού. Οι κοινές προμήθειες διασφαλίζουν τη διαλειτουργικότητα και τη μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα των αμυντικών συστημάτων και υποδομών, καθώς και την προβλεψιμότητα ικανής ζήτησης, μειώνοντας έτσι το μοναδιαίο κόστος λόγω οικονομικών κλίμακας. Ταυτόχρονα, ο στενότερος συντονισμός των αμυντικών δαπανών βοηθά την ευρωπαϊκή αμυντική βιομηχανία να βελτιώσει τις παραγωγικές και τεχνολογικές της δυνατότητες και συνεπώς τη διεθνή ανταγωνιστικότητά της. Η δημιουργία μεγάλων ευρωπαϊκών εταιριών στον τομέα της άμυνας μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών, κατά το πρότυπο της αμυντικής βιομηχανίας των ΗΠΑ, θα ενδυνάμωνε σημαντικά τον ευρωπαϊκό αμυντικό κλάδο, όπως και η καλύτερη διασυνδεσιμότητα των 2.500 μικρομεσαίων επιχειρήσεων που προσφέρουν αγαθά και υπηρεσίες για την άμυνα ξηράς, αέρος και θαλάσσης, την κυβερνοασφάλεια και το διάστημα.²⁸

Η ενεργοποίηση της εθνικής ρήτρας διαφυγής επιτρέπει τη χρηματοδότηση πρόσθετων δαπανών άμυνας χωρίς άμεση παραβίαση των νέων δημοσιονομικών κανόνων της ΕΕ, προσφέροντας ένα προσωρινό

24 Σε όρους μεταβολής του διαρθρωτικού πρωτογενούς αποτελέσματος (structural primary balance).

25 Ή 0,25 ποσ. μον. του ΑΕΠ εάν η περίοδος προσαρμογής επεκταθεί σε επτά έτη.

26 Για την Ελλάδα, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εκτιμά ότι η πλήρης αξιοποίηση της επιτρεπόμενης αύξησης των δημόσιων δαπανών έως το 2028 θα οδηγήσει σε αύξηση του ελλείμματος και του χρέους κατά 1,2 και 1,8 ποσ. μον. του ΑΕΠ αντίστοιχα το 2028 σε σύγκριση με το βασικό σενάριο του ΜΔΣ. Αυτό πιθανότατα θα απαιτήσει πρόσθετη δημοσιονομική προσαρμογή μετά το 2029 (ύψους περίπου 0,2 ποσ. μον. του ΑΕΠ) προκειμένου να πληρούνται οι απαιτήσεις του δημοσιονομικού πλαισίου (Πηγή: European Commission, [Recommendation for a Council Recommendation allowing Greece to deviate from the maximum growth rates of net expenditure as set by the Council under Regulation \(EU\) 2024/1263 \(Activation of the national escape clause\)](#), Brussels, 4.6.2025).

27 Βλ. [Box 1](#) "Flexibility in the reformed EU governance framework: implications for government debt", *ECB Economic Bulletin*, Issue 3, 2025.

28 European Commission, [Joint Communication](#), JOIN(2022) 24 final, 18.5.2022.

Περιθώριο ευελιξίας. Η πρωτοβουλία αυτή κρίθηκε αναγκαία προκειμένου να αποφευχθεί η υπαγωγή πολλών κρατών-μελών σε Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος λόγω της απότομης αύξησης των αμυντικών δαπανών, η οποία δυσχεραίνει την προσπάθεια δημοσιονομικής προσαρμογής, ειδικά σε χώρες με ήδη υψηλά ελλείμματα. Η εφαρμογή της ρήτρας προσφέρει αναγκαία ευελιξία, καθώς επιτρέπει στις κυβερνήσεις να διαχειριστούν τις έκτακτες δημοσιονομικές πιέσεις χωρίς την άμεση επιβολή κυρώσεων, συμβάλλοντας στη διατήρηση της εμπιστοσύνης των αγορών. Η ευελιξία αυτή έχει ιδιαίτερη σημασία για χώρες που επιθυμούν να αυξήσουν τις αμυντικές τους δαπάνες αλλά προσκρούουν στα όρια που θέτουν οι κανόνες της ΕΕ (π.χ. Γερμανία) και για χώρες που είχαν ήδη προϋπολογίσει αύξηση των αμυντικών δαπανών τους στο ΜΔΣ τους (π.χ. Ελλάδα). Αντίθετα, η ενεργοποίηση της ρήτρας εκτιμάται ότι δεν θα έχει σημαντική χρησιμότητα σε χώρες που δεν υπόκεινται σε απαιτήσεις προσαρμογής (π.χ. Βουλγαρία, Δανία, Κροατία, Λετονία, Λιθουανία, Ολλανδία, Τσεχία, Σουηδία).²⁹ Επίσης, η πρόσθετη ευελιξία δεν αναμένεται να αξιοποιηθεί από χώρες που ήδη έχουν υψηλά ελλείμματα και χρέη (π.χ. Γαλλία, Ιταλία, Ισπανία) στην προσπάθεια να αποφύγουν επιδείνωση της δημοσιονομικής τους βιωσιμότητας.

Το χρηματοδοτικό μέσο δράσης SAFE μπορεί να προσφέρει στήριξη σε χώρες που αντιμετωπίζουν προκλήσεις βιωσιμότητας χρέους ή έχουν ήδη υψηλές αμυντικές δαπάνες, παρέχοντας ευνοϊκούς όρους χρηματοδότησης για εξοπλιστικά προγράμματα. Χώρες που ήδη αφιερώνουν σημαντικό ποσοστό του προϋπολογισμού τους στην άμυνα (π.χ. Ελλάδα, Πολωνία, Φινλανδία) ενδέχεται να επωφεληθούν περισσότερο από αυτόν το μηχανισμό, καθώς λειτουργεί ως μορφή αναχρηματοδότησης του χρέους υπό ευνοϊκότερους όρους. Το μέσο δράσης SAFE επιτρέπει τη χρήση πόρων που θα αντλούνται μέσω κοινού ευρωπαϊκού δανεισμού για τη στήριξη αμυντικών δαπανών, κάτι που μπορεί να μειώσει τις πιέσεις στον εθνικό προϋπολογισμό και να ενισχύσει την αμυντική ικανότητα και τη συμμετοχή σε κοινά ευρωπαϊκά αμυντικά προγράμματα χωρίς επιπλέον επιβάρυνση στο κόστος δανεισμού. Προϋπόθεση για τα δημοσιονομικά οφέλη αυτού του μηχανισμού είναι το κόστος χρηματοδότησης μέσω του SAFE να είναι χαμηλότερο από το εθνικό κόστος δανεισμού. Επομένως, η αποτελεσματικότητα του μηχανισμού εξαρτάται από τις ιδιαίτερες δημοσιονομικές συνθήκες κάθε κράτους-μέλους και το κατά πόσον αντιμετωπίζει σχετικά υψηλότερο κόστος δανεισμού στις αγορές από ό,τι η Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

Η έλλειψη κοινών μηχανισμών χρηματοδότησης επαρκούς μεγέθους ενισχύει τον κίνδυνο άνισης ανάπτυξης και περιορίζει τα πολλαπλασιαστικά οφέλη από τη συνεργασία και την καινοτομία. Ο κατακερματισμός της αμυντικής αγοράς και ο “ανταγωνισμός των προμηθειών” εντείνεται όταν κάθε χώρα επωμίζεται μόνη της το βάρος των δαπανών. Συνεπώς, η ενίσχυση κοινών μηχανισμών χρηματοδότησης θα αποτελούσε ένα σημαντικό βήμα προς βαθύτερη ευρωπαϊκή ολοκλήρωση. Επιπλέον, ανάλογα με το σχεδιασμό του χρηματοδοτικού εργαλείου, η έκδοση κοινού χρέους (ευρωομόλογο) θα μπορούσε επίσης να συμβάλει σε μόνιμη αύξηση της προσφοράς ευρωπαϊκών ασφαλών περιουσιακών στοιχείων, ενισχύοντας το διεθνή ρόλο του ευρώ και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

Όσον αφορά την Ελλάδα, η αξιοποίηση του ευρωπαϊκού σχεδίου επανεξοπλισμού αποτελεί ευκαιρία που μπορεί να αποφέρει πολλαπλά οφέλη. Η Ελλάδα θα μπορούσε να επωφεληθεί μέσω της κοινής ευρωπαϊκής χρηματοδότησης των αμυντικών προγραμμάτων και εξοπλισμών για τη χρηματοδότηση των ήδη υψηλών αμυντικών δαπανών που πραγματοποιεί.³⁰ Παράλληλα, μέσω της ενεργοποίησης της εθνικής ρήτρας διαφυγής του ΣΣΑ δημιουργείται πρόσθετος δημοσιονομικός χώρος της τάξεως του 0,2% του ΑΕΠ ετησίως, αυξάνοντας περαιτέρω το όριο δαπανών μεσοπρόθεσμα. Τέλος, οφέλη θα μπορούσαν να προκύψουν μέσω της ενεργού συμμετοχής της ελληνικής αμυντικής βιομηχανίας σε διακρατικές συμπαραγωγές, η οποία θα ενίσχυε την αυτάρκεια της χώρας, θα τόνωνε τις εξαγωγές σε αμυντικούς εξοπλισμούς και θα αναβάθμιζε περαιτέρω τη γεωπολιτική σημασία της Ελλάδος ως κόμβου στην ευρωπαϊκή αρχιτεκτονική για την ασφάλεια. Προκειμένου να μεγιστοποιηθεί το όφελος, οι αυξημένες αμυντικές δαπάνες θα πρέπει να κατευθυνθούν σε καλά σχεδιασμένες επενδύσεις με υψηλό αναπτυξιακό αποτύπωμα, όπως έργα υποδομών, ενέργειας και έρευνας και καινοτομίας, ώστε να ενισχυθούν και άλλοι κλάδοι της οικονομίας και να δημιουργηθεί μια ισχυρότερη και ανθεκτικότερη παραγωγική βάση συνολικά.

29 Αυτές είναι οι χώρες με έλλειμμα κάτω από 3% του ΑΕΠ και δημόσιο χρέος κάτω από 60% του ΑΕΠ.

30 Περίπου 3% του ΑΕΠ, όπως καταγράφεται από το NATO, άνω του επίσημου ορίου του.

Συμπέρασμα

Η αύξηση των αμυντικών δαπανών στην Ευρώπη, εκτός από την ενίσχυση της αμυντικής ικανότητας, αναμένεται να έχει θετικές αναπτυξιακές επιδράσεις, με ήπιες πληθωριστικές πιέσεις και βραχυπρόθεσμη επιδείνωση των δημοσιονομικών δεικτών. Οι επενδύσεις στον αμυντικό τομέα συμβάλλουν στην οικονομική ανάπτυξη μέσω αύξησης της ζήτησης για στρατιωτικό εξοπλισμό, ενεργοποίησης των εγχώριων βιομηχανιών και ενίσχυσης της απασχόλησης, ιδίως όταν συνοδεύονται από πολιτικές που προάγουν την καινοτομία και αυξάνουν την παραγωγικότητα στο σύνολο της οικονομίας μέσω της τεχνολογικής διάχυσης και των αγαθών διπλής χρήσης. Ιδιαίτερα θετικό για την εγχώρια παραγωγική βάση θα είναι η κάλυψη των αμυντικών αναγκών να στηριχθεί περισσότερο σε ίδιους παραγωγικούς πόρους και λιγότερο σε εισαγωγές. Στην παρούσα διεθνή συγκυρία όπου ο αμυντικός επανεξοπλισμός της Ευρώπης συμπίπτει με αύξηση του εμπορικού προστατευτισμού και της αβεβαιότητας, πιθανή στενότητα ή διαταράξεις στις εφοδιαστικές αλυσίδες σε συνδυασμό με την αυξημένη ζήτηση πρώτων υλών και αμυντικού εξοπλισμού ενδέχεται να εντείνουν τις πληθωριστικές πιέσεις μεσοπρόθεσμα. Δημοσιονομικά, οι υψηλότερες αμυντικές δαπάνες αναμένεται να επιβαρύνουν το χρέος, αν και η προσωρινή ευελιξία στους δημοσιονομικούς κανόνες της ΕΕ και η ευρωπαϊκή συγχρηματοδότηση θα μετριάσουν εν μέρει την αντίδραση των αγορών, ιδίως για τις χώρες με αυξημένες προκλήσεις δημοσιονομικής βιωσιμότητας.

2 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΙΣ ΒΑΛΚΑΝΙΚΕΣ ΚΑΙ ΥΠΟΨΗΦΙΕΣ ΠΡΟΣ ΕΝΤΑΞΗ ΣΤΗΝ ΕΕ ΧΩΡΕΣ

Η εξέλιξη των βασικών μακροοικονομικών μεγεθών των υπό εξέταση χωρών (βλ. Πίνακα II.2) εκτιμάται ότι θα συνεχίσει να είναι ανομοιογενής και το 2025. Γενικά αναμένεται περαιτέρω επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ. Ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης στις δύο μεγαλύτερες χώρες, την Τουρκία και την Ουκρανία, θα εξακολουθήσει να υποχωρεί, όπως και στα Δυτικά Βαλκάνια ως σύνολο. Ο πληθωρισμός το 2024 συνέχισε να μειώνεται σε όλες τις οικονομίες, πλην της Τουρκίας, αν και για το 2025 αναμένεται και εκεί μείωσή του, καθώς η περιοριστική νομισματική και δημοσιονομική πολιτική που υιοθετήθηκε από τα μέσα του 2023 έχει αρχίσει να αποφέρει αποτελέσματα. Τα ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και τα δημοσιονομικά ελλείμματα το 2025 εκτιμάται ότι θα παραμείνουν υψηλά ή σε ορισμένες περιπτώσεις θα επιδεινωθούν. Η επιβολή δασμών που ξεκίνησε στις αρχές του 2025 επιδρά έντονα στις χώρες της περιοχής, κυρίως έμμεσα, επηρεάζοντας την εξωτερική ζήτηση εκ μέρους μεγάλων χωρών της ΕΕ και τις αλυσίδες εφοδιασμού τους.

Ο ρυθμός οικονομικής μεγέθυνσης της **Βουλγαρίας** επιταχύνθηκε σε 2,8% το 2024 από 1,9% το 2023, ενώ το 2025 εκτιμάται ότι θα παρουσιάσει επιβράδυνση, η οποία θα οφείλεται κυρίως στην ασθενέστερη εγχώρια ζήτηση, στη συρρίκνωση των ιδιωτικών επενδύσεων και στις μειωμένες εξαγωγές σε συνάφεια με την υποτονική εξωτερική ζήτηση. Η παρατεταμένη εγχώρια πολιτική αστάθεια, η έλλειψη εργατικού δυναμικού και η έκθεση σε νέους εξωτερικούς γεωπολιτικούς κινδύνους, όπως οι δασμοί των ΗΠΑ, επηρεάζουν επίσης την πορεία της οικονομίας της χώρας. Η άνοδος του πληθωρισμού το α' τρίμηνο οφειλόταν κυρίως στους υψηλότερους συντελεστές ΦΠΑ σε υπηρεσίες και τρόφιμα, καθώς και στην αύξηση των τιμών του ηλεκτρικού ρεύματος, του φυσικού αερίου και των υπηρεσιών κοινής ωφέλειας. Το δημοσιονομικό έλλειμμα σταθεροποιείται στο 2,8%-3,0% του ΑΕΠ, παρά τις σημαντικές αυξήσεις στους μισθούς και στις συντάξεις δημοσίων υπαλλήλων και τις καθυστερήσεις των εκταμιεύσεων των δόσεων από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF) της ΕΕ λόγω της συνεχιζόμενης πολιτικής αστάθειας και της ανεπαρκούς προόδου στην υλοποίηση των απαιτούμενων μεταρρυθμίσεων. Η εξαγωγική δραστηριότητα και η συνολική επίδοση της οικονομίας θα εξαρτηθούν σε σημαντικό βαθμό από την εξέλιξη της ανάπτυξης στις μεγάλες οικονομίες της ΕΕ, οι οποίες αποτελούν τους κύριους εμπορικούς εταίρους της, αλλά και από τον αντίκτυπο των δασμών που επιβάλλουν οι ΗΠΑ, π.χ. στην αυτοκινητοβιομηχανία, καθώς η Βουλγαρία εξάγει ανταλλακτικά αυτοκινήτων κυρίως στη Γερμανία, τα οποία ως κλάδος έχουν μεγάλη συμβολή στο ΑΕΠ της χώρας (10%-11%). Σύμφωνα με τις εκθέσεις σύγκλισης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής

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

Χώρα	ΑΕΠ (ετήσιες % μεταβολές όγκου)			Πληθωρισμός (μέσος, ετήσιες % μεταβολές) ³			Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)			Δημοσιονομικό αποτέλεσμα (% του ΑΕΠ)			Πιστωτική επέκταση (ετήσιες % μεταβολές) ³			Δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας (%)		Μη εξυπηρετούμενα δάνεια (%)	
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2023	2024	2025 ²	2024	2025	2024	2025
Βουλγαρία ¹	2,8	2,0	2,1	2,6	3,6	1,8	-0,8	-1,1	-1,0	-3,0	-2,8	-2,8	14,6	18,5	18,4	23,4	-	1,8	-
Ρουμανία ¹	0,8	1,4	2,2	5,8	5,1	3,9	-8,5	-7,9	-7,0	-9,3	-8,6	-8,4	8,3	15,1	-	23,7	-	2,6	2,5
<i>Χώρες υπό ένταξη στην ΕΕ</i>																			
Γεωργία	9,4	6,0	5,2	1,1	4,0	3,2	-4,4	-4,7	-5,2	-2,1	-2,1	-2,0	17,8	18,0	-	22,7	22,9	1,4	1,6
Μολδαβία	0,1	0,9	2,8	4,7	7,3	4,7	-16,0	-15,6	-15,4	-3,7	-5,0	-5,1	3,0	25,0	-	28,8	24,5	4,8	4,2
Ουκρανία	2,9	2,0	4,7	6,5	12,6	7,7	-8,1	-13,2	-11,5	-17,3	-18,4	-10,6	-1,0	10,9	12,7	19,1	19,1	37,4	32,3
Τουρκία	3,2	2,8	3,5	58,5	36,2	22,7	-0,8	-0,8	-1,0	-4,9	-3,5	-2,9	56,0	55,7	43,6	18,5	17,0	1,6	1,7
<i>Δυτικά Βαλκάνια (ΔΒ)</i>																			
Αλβανία	4,0	3,6	3,5	2,2	2,5	3,0	-2,4	-2,4	-2,4	-0,7	-2,4	-1,9	2,6	10,2	13,0	19,8	-	4,2	4,1
Βοσνία-Ερζεγοβίνη	2,5	2,0	2,3	1,7	3,0	3,3	-3,9	-3,5	-3,3	-1,3	-1,5	-1,0	5,0	9,0	10,1	20,6	19,8	3,2	-
Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας	2,8	3,0	3,1	3,5	2,7	2,3	-2,3	-2,2	-1,9	-4,4	-4,3	-3,8	6,2	7,6	12,3	18,9	-	2,7	-
Μαυροβούνιο	3,0	3,0	3,2	3,3	3,0	2,5	-17,0	-17,9	-17,5	-3,1	-3,7	-3,4	10,8	13,3	15,7	19,4	-	3,5	3,3
Σερβία	3,9	3,2	3,8	4,7	4,0	3,5	-6,3	-6,1	-5,9	-2,0	-3,0	-3,0	1,7	4,5	10,1	21,9	-	2,5	-
Μέσος όρος ΔΒ	3,2	3,0	3,2	3,1	3,0	2,9	-6,4	-6,4	-6,2	-2,3	-3,0	-2,6	5,3	8,9	12,2	20,1	-	3,2	3,7

Πηγές: European Commission, "European Economic Forecast, Spring 2025", May 2025, και "EU Candidate Countries' & Potential Candidates' Economic Quarterly (CCEQ) – Western Balkans and Türkiye. 1st Quarter 2025", Technical Paper 80, May 2025, και εθνικές κεντρικές τράπεζες.

Σημείωση: Για το 2025 εκτιμήσεις και για το 2026 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).

και της ΕΚΤ (Ιούνιος 2025), η Βουλγαρία πληροί τις προϋποθέσεις για να υιοθετήσει το ευρώ από την 1η Ιανουαρίου 2026.⁴

Στη **Ρουμανία** ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ, αφού επιβραδύνθηκε σε 0,8% το 2024 από 2,4% το 2023, εκτιμάται ότι το 2025 θα ανακάμψει μερικώς σε 1,4%, υποστηριζόμενος κυρίως από την κατανάλωση, τις επενδύσεις⁵ και τις εξαγωγές. Ο υψηλός πληθωρισμός σταδιακά αποκλιμακώνεται (4,9% τον Απρίλιο του 2025) σε σύγκριση με το 2024, με εξαίρεση την ενέργεια και τα τρόφιμα μετά τις έντονες αυξήσεις των τιμών τους λόγω της υψηλής ζήτησης εκ μέρους της Μολδαβίας. Η αντιπληθωριστική πολιτική υποστηρίζεται από την κεντρική τράπεζα της Ρουμανίας, η οποία διατηρεί υψηλό το βασικό της επιτόκιο στο 6,5% από τον Αύγουστο του 2024. Όσον αφορά τα δημόσια οικονομικά, εκτιμάται ότι το 2025 η χώρα θα καταγράψει βελτιωμένη εικόνα λόγω της περικοπής δαπανών, παρότι οι αμυντικές δαπάνες προβλέπεται να αυξηθούν από 2,2% σε 2,5% του ΑΕΠ. Η εύθραυστη πολιτική και δημοσιονομική κατάσταση θα επηρεάσει τους ρυθμούς ανάπτυξης και απορρόφησης των ευρωπαϊκών επενδυτικών κονδυλίων.⁶ Οι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης (στις αρχές του 2025) αλλάξαν τις προοπτικές της χώρας από "σταθερές" σε "αρνητικές".

4 Ωστόσο, παρά τη θετική αξιολόγηση, οι δύο εκθέσεις (Επιτροπής και ΕΚΤ) υπογραμμίζουν την ανάγκη σταθερής προσήλωσης της Βουλγαρίας στην αντιμετώπιση των σημαντικών προκλήσεων που συνδέονται με την ποιότητα των θεσμών και της διακυβέρνησής της όπου θα μπορούσαν να υπονομεύσουν την οικονομική της ανθεκτικότητα και τη βιωσιμότητα της σύγκλισης.

5 Μόνο το 17% των κονδυλίων του εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας συνολικού ύψους 28,5 δισεκ. ευρώ είχε εκταμειωθεί μέχρι τις αρχές του 2025. Τα υπόλοιπα κεφάλαια είναι διαθέσιμα έως τον Αύγουστο του 2026, προκειμένου να ολοκληρωθούν περισσότερα από 100 μεγάλα επενδυτικά έργα, κάποια από τα οποία δεν έχουν ξεκινήσει ακόμη.

Ο ρυθμός ανάπτυξης των **Δυτικών Βαλκανίων** εκτιμάται ότι θα επιβραδυνθεί ελαφρώς το 2025, ενώ το 2026 θα επανέλθει στα επίπεδα του 2024. Η επιβράδυνση το 2025 θα προέλθει κυρίως από την υποχώρηση της εξωτερικής ζήτησης εκ μέρους των χωρών της ΕΕ, με αποτέλεσμα τη συρρίκνωση των εξαγωγών αγαθών. Η ιδιωτική κατανάλωση και οι δημόσιες επενδύσεις αναμένεται να συνεχίσουν να αποτελούν τους κύριους μοχλούς ανάπτυξης για τις χώρες αυτές. Η **Σερβία** είναι η ταχύτερα αναπτυσσόμενη οικονομία στην περιοχή, με κύρια πηγή κινδύνου την επιβολή δασμών που πιθανόν να επηρεάσει έμμεσα τη χώρα λόγω μείωσης των εξαγωγών προς την ΕΕ, κυρίως στον κλάδο της αυτοκινητοβιομηχανίας. Ο οίκος S&P αναβάθμισε σε BBB την πιστοληπτική αξιολόγηση της Σερβίας στις 18.4.2025, αναγνωρίζοντας τη συνετή δημοσιονομική διαχείριση και την ισχυρή οικονομική επίδοση. Οι πιέσεις στις τιμές εντάθηκαν στις αρχές του 2025, λόγω των υψηλότερων τιμών στα τρόφιμα υπό την επίδραση των δυσμενών καιρικών συνθηκών, αλλά εκτιμάται ότι θα αποκλιμακωθούν εντός του έτους. Οι κεντρικές τράπεζες των χωρών των Δυτικών Βαλκανίων υιοθετούν διαφορετικές προσεγγίσεις όσον αφορά τη νομισματική τους πολιτική ως απάντηση στον κυμαινόμενο πληθωρισμό και στην αβεβαιότητα που προκαλούν οι εξωτερικές συνθήκες.⁷

Στη **Γεωργία** ο ρυθμός οικονομικής μεγέθυνσης, αφού επιταχύνθηκε σε 9,4% το 2024 από 7,8% το 2023, αναμένεται ότι θα υποχωρήσει, αλλά θα παραμείνει υψηλός το 2025 και το 2026 (5%-6%). Η ισχυρή εγχώρια ζήτηση, κυρίως η ιδιωτική κατανάλωση, αποτελεί τον κύριο προωθητικό παράγοντα της ανάπτυξης, υποστηριζόμενη από την αύξηση των πραγματικών μισθών, την αύξηση της απασχόλησης και την επέκταση της καταναλωτικής πίστης. Εντούτοις, ο πληθωρισμός παραμένει συγκρατημένος κοντά στο επίπεδο-στόχο του 3% χάρη και στο βασικό επιτόκιο πολιτικής, το οποίο παραμένει υψηλό στο 8%. Μετά την έναρξη του πολέμου στην Ουκρανία, η ΕΕ εξετάζει το ενδεχόμενο ανάπτυξης του “Μεσαίου Διαδρόμου”, μιας εναλλακτικής εμπορικής οδού που θα συνδέει την Ευρώπη με την Κίνα μέσω της Κεντρικής Ασίας αποφεύγοντας το Βόρειο Διάδρομο μέσω της Ρωσίας. Εν όψει αυτής της προοπτικής, ο ρόλος της Γεωργίας ως χώρας του “Μεσαίου Διαδρόμου” θα μπορούσε να ενισχυθεί.

Η οικονομία της **Μολδαβίας** το 2024 παρέμεινε σχεδόν στάσιμη (0,1%), λόγω της σοβαρής ξηρασίας που έπληξε τη γεωργική παραγωγή με αρνητικές συνέπειες στις σχετιζόμενες βιομηχανίες και το εξωτερικό εμπόριο. Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών διευρύνθηκε σε 16,0% του ΑΕΠ, λόγω της μειωμένης εξωτερικής ζήτησης, σε συνδυασμό με την υψηλή εξάρτηση της χώρας από εισαγωγές ενέργειας. Η κατανάλωση των νοικοκυριών ανέκαμψε (+2,4%), μετά από υποχώρηση (-10,5%) το 2022 και στασιμότητα το 2023, υποστηριζόμενη από την ισχυρή αύξηση των πραγματικών μισθών κατά 9%. Ο ετήσιος πληθωρισμός διαμορφώθηκε στο 7,8% τον Απρίλιο του 2025, εξακολουθώντας να υπερβαίνει το στόχο του 5,0±1,5%. Η διακοπή των προγραμμάτων USAID από την κυβέρνηση Τραμπ (περισσότερα από 400 εκατ. δολάρια ΗΠΑ) έχει αρνητικό αντίκτυπο στην οικονομία της Μολδαβίας.⁸ Με τις εκλογές να αναμένονται μέχρι το Σεπτέμβριο, η πολιτική αβεβαιότητα παραμένει υψηλή.⁹

Η οικονομία της **Ουκρανίας**, στα νοτιοανατολικά σύνορα της οποίας συνεχίζεται ο πόλεμος με τη Ρωσία από το 2022, επιβραδύνθηκε το 2024, καταγράφοντας ρυθμό ανάπτυξης 2,9%, έναντι 5% το 2023. Ο πληθωρισμός αυξήθηκε περαιτέρω τον Απρίλιο του 2025 στο 15,1% σε δωδεκάμηνη βάση, κυρίως λόγω των υψηλότερων τιμών των τροφίμων και των καυσίμων. Η κεντρική

6 Στις προεδρικές εκλογές της Ρουμανίας (4 και 18.5.2025), ο φιλοευρωπαϊστής δήμαρχος Βουκουρεστίου κέρδισε στο δεύτερο γύρο με ποσοστό σχεδόν 54% έναντι 45% του εθνικιστή Τζόρτζι Σιμιόν, ο οποίος είχε ισχυρό προβάδισμα στον πρώτο γύρο. Οι εκλογές παρακολουθούνταν στενά από τη διεθνή κοινότητα.

7 Η κεντρική τράπεζα της Αλβανίας διατηρεί σταθερό το βασικό της επιτόκιο στο 2,75% από το Φεβρουάριο του 2025, η κεντρική τράπεζα της Δημοκρατίας της Βόρειας Μακεδονίας στο 5,35% ομοίως από το Φεβρουάριο του 2025 και η κεντρική τράπεζα της Σερβίας στο 5,75% από το Σεπτέμβριο του 2024.

8 Ως απάντηση, η ΕΕ δρομολόγησε δέσμη μέτρων στήριξης ύψους 1,9 δισεκ. ευρώ (520 εκατ. ευρώ σε επιχορηγήσεις και 1,4 δισεκ. ευρώ σε δάνεια) σε διάστημα τριών ετών (3,7% του ΑΕΠ ετησίως).

9 Το πρόσφατο δημοψήφισμα για την ένταξη στην ΕΕ τον Οκτώβριο του 2024 εγκρίθηκε με μικρή μόνο πλειοψηφία, αντανakλώντας βαθιές κοινωνικές διαιρέσεις.

τράπεζα συνέχισε την περιοριστική της πολιτική, αυξάνοντας σταδιακά το βασικό της επιτόκιο από 13,0% το Δεκέμβριο του 2024 σε 15,5% το Μάρτιο του 2025, όπου το διατηρεί σταθερό έως σήμερα. Το ουκρανικό νόμισμα υποτιμήθηκε κατά 9,5% το 2024, παρά τις γενναίες παρεμβάσεις της κεντρικής τράπεζας της Ουκρανίας στην αγορά συναλλάγματος (οι καθαρές πωλήσεις σε δολάρια ΗΠΑ έφθασαν σχεδόν τα 35 δισεκ. δολ. ΗΠΑ ή περίπου το 19% του ΑΕΠ του 2024, από 28,6 δισεκ. δολ. ΗΠΑ το 2023).¹⁰ Οι τελευταίες γεωπολιτικές εξελίξεις, η συμφωνία Ουκρανίας-ΗΠΑ για την από κοινού αξιοποίηση των σπάνιων γαιών της πρώτης, σε συνδυασμό με την πίεση που ασκείται για την επίτευξη ειρηνευτικής συμφωνίας, πιθανόν να οδηγήσουν σε κάποια λύση.

Στην **Τουρκία** ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης το 2024 επιβραδύνθηκε σε 3,2% και αναμένεται να υποχωρήσει περαιτέρω σε 2,8% το 2025. Το ποσοστό ανεργίας θα παραμείνει ελαφρώς κάτω από το 9%. Οι επιδράσεις των πολιτικών μακροοικονομικής σταθεροποίησης που εφαρμόστηκαν μετά τις εκλογές του Μαΐου 2023 άρχισαν να γίνονται αισθητές με χρονική υστέρηση. Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών μειώθηκε σε 0,8% του ΑΕΠ το 2024 από 3,7% το 2023, ενώ η διολίσθηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας της τουρκικής λίρας συγκρατήθηκε το 2024. Η τουρκική λίρα υποτιμήθηκε έναντι του δολαρίου ΗΠΑ κατά 17,4% από την αρχή του έτους μέχρι και τον Απρίλιο του 2025, σε σύγκριση με 20% το 2024 και 58% το 2023. Η κεντρική τράπεζα, μετά τις τρεις τελευταίες μειώσεις που είχαν διαμορφώσει το βασικό επιτόκιο στο 42,5%, στις 17.4.2025 το επανέφερε στο 46%. Οι προσπάθειες τιθάσευσης του πληθωρισμού έχουν αρχίσει να αποδίδουν, αφού αυτός αναμένεται ότι το 2025 θα υποχωρήσει κατά 20 περίπου ποσοστιαίες μονάδες στο 36,2%.

Τα τραπεζικά συστήματα των χωρών της περιοχής (πλην της Ουκρανίας) παρέμειναν ισχυρά το 2024, με τους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας και μη εξυπηρετούμενων δανείων να διατηρούνται σε πολύ ικανοποιητικά επίπεδα.

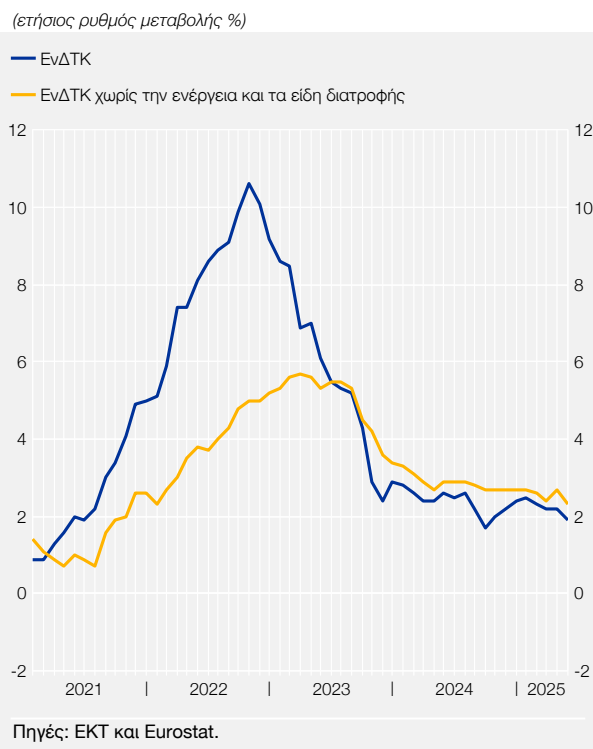
¹⁰ Δεδομένου του ύψους του δημοσιονομικού ελλείμματος και του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (17,3% και 8,1% του ΑΕΠ αντίστοιχα), αυτό το ποσοστό διολίσθησης, σε συνθήκες πολέμου, δεν θεωρείται μεγάλο.

Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επιδιώκει να εξασφαλίσει διατηρήσιμη σταθεροποίηση του πληθωρισμού στο μεσοπρόθεσμο στόχο του 2%. Διαμορφώνει την πολιτική επιτοκίων με γνώμονα (α) τις προοπτικές του πληθωρισμού, (β) τη δυναμική του υποκείμενου πληθωρισμού και (γ) την έκταση στην οποία μπορεί να εξακριβωθεί ότι η επίδραση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής μεταδίδεται στην πραγματική οικονομία της ζώνης του ευρώ. Οι μειώσεις των βασικών επιτοκίων του Ευρωσυστήματος, που είχαν ξεκινήσει τον Ιούνιο του 2024, συνεχίστηκαν κατά το πρώτο εξάμηνο του 2025. Στα τέλη Ιανουαρίου, στις αρχές Μαρτίου, στα μέσα Απριλίου όπως και στις αρχές Ιουνίου του 2025 τα βασικά επιτόκια μειώθηκαν κατά 25 μονάδες βάσης κάθε φορά. Το Διοικητικό Συμβούλιο υπογράμμισε ότι η διαδικασία αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού προχωρούσε κανονικά και ο πληθωρισμός εξελισσόταν κατά τα αναμενόμενα. Οι περισσότεροι δείκτες υποκείμενου πληθωρισμού υποδήλωναν ότι ο καταγραφόμενος πληθωρισμός επρόκειτο να σταθεροποιηθεί διατηρήσιμα στο μεσοπρόθεσμο στόχο του 2% (βλ. Διάγραμμα III.1). Οι μισθολογικές αυξήσεις επιβραδύνονταν και ούτως ή άλλως η επίδρασή τους στις τιμές εξουδετερωνόταν μερικώς μέσω αντίρροπης προσαρμογής των περιθωρίων κέρδους. Τον Ιούνιο του 2025 το Διοικητικό Συμβούλιο ανακοίνωσε ότι ο πληθωρισμός βρισκόταν γύρω στο στόχο του 2%. Από την άλλη πλευρά, οι προοπτικές για την οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ κατέστησαν δυσμενέστερες στη διάρκεια του πρώτου εξαμήνου του 2025, λόγω των αυξανόμενων εμπορικών εντάσεων.¹

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ υπογράμμισε ότι οι εμπορικές εντάσεις επιτείνουν την αβεβαιότητα για τις προοπτικές του πληθωρισμού. Καθοδικές πιέσεις στον πληθωρισμό είναι δυνατόν να προέλθουν μελλοντικά από την επιτάχυνση της υποχώρησης των διεθνών τιμών της ενέργειας, από την ανατίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ, από την εξασθένηση της ζήτησης εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ λόγω της επιβολής δασμών και από την ανακατεύθυνση προς τη ζώνη του ευρώ προϊόντων εξαγόμενων από χώρες με πλεόνασμα παραγωγικού δυναμικού καθώς θα πλήττονται από τους δασμούς. Επίσης, περιοριστική επίδραση στην ιδιωτική κατανάλωση και τις επενδύσεις και συνακόλουθα στον πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ ενδέχεται να ασκήσουν οι δυσμενείς αντιδράσεις των χρηματοπιστωτικών αγορών στις εμπορικές εντάσεις, δηλαδή η εκδήλωση αυξημένης μεταβλητότητας και αποστροφής στον κίνδυνο. Αντίθετα, η κατάτμηση των παγκόσμιων εφοδιαστικών αλυσίδων λόγω της αύξησης του προστατευτισμού ενδέχεται να συμβάλει σε ενίσχυση του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ μέσω της ανόδου των τιμών των εισαγομένων και στην εμφάνιση πρόσθε-

Διάγραμμα III.1 Πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2021-Μάιος 2025)



¹ Το κεφάλαιο ενσωματώνει πληροφορίες και στοιχεία που ήταν διαθέσιμα μέχρι τις 6.6.2025.

των περιορισμών στην προσφορά. Η αναμενόμενη αύξηση στις αμυντικές δαπάνες και στις δημόσιες δαπάνες για τη δημιουργία υποδομών είναι επίσης δυνατόν να οδηγήσει σε μεσοπρόθεσμη επιτάχυνση του ρυθμού πληθωρισμού. Τέλος, τα ακραία καιρικά φαινόμενα και γενικότερα η κλιματική κρίση είναι πιθανόν να συντελέσουν σε αύξηση των τιμών των τροφίμων μεγαλύτερη από ό,τι ήδη προεξοφλείται.

Η ανάλυση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ ανέδειξε επίσης το γεγονός ότι τόσο τα επιτόκια των επιχειρηματικών δανείων όσο και τα επιτόκια των στεγαστικών δανείων ακολούθησαν καθοδική πορεία και ότι ο ρυθμός πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά έβαινε προοδευτικά ενισχυόμενος.

Επισημάνθηκαν ακόμη οι διακυμάνσεις στις αγοραίες αποδόσεις των ομολογιακών τίτλων των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, όπως επίσης και στη διαφορά μεταξύ αυτών των αποδόσεων και των αποδόσεων σε ασφαλείς τοποθετήσεις, η μεταβλητότητα που παρουσίασαν οι τιμές των μετοχών, καθώς και η ενίσχυση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ λόγω της βελτίωσης της συγκριτικής ελκυστικότητας των τοποθετήσεων σε ευρώ για τους επενδυτές.

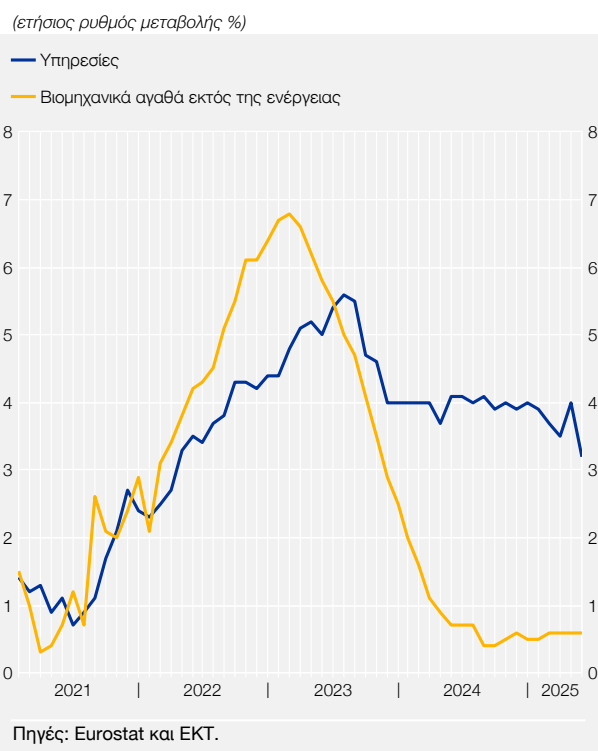
Τέλος, υπενθυμίζεται ότι στο Πλαίσιο III.1 επεξηγείται η έννοια του φυσικού επιτοκίου και αναλύεται η σημασία της εκτίμησής του από τη σκοπιά της νομισματικής πολιτικής.

1 Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ: ΧΑΡΑΞΗ ΚΑΙ ΕΦΑΡΜΟΓΗ

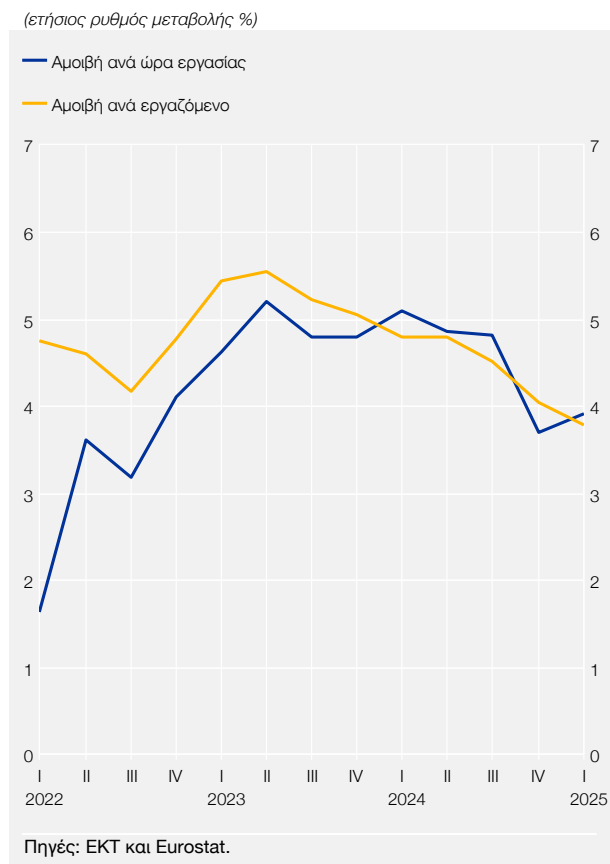
Η ανάλυση των οικονομικών και χρηματοπιστωτικών εξελίξεων στη Νομισματική Ένωση από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ

Η ανάλυση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ κατά το πρώτο εξάμηνο του 2025 επικεντρώθηκε στις παρακάτω εξελίξεις. Ο καταγραφόμενος πληθωρισμός συνέχισε να ακολουθεί ήπια πτωτική τάση. Ειδικότερα, ο ρυθμός πληθωρισμού των αγαθών, συμπεριλαμβανομένων των ειδών διατροφής, έβαινε επιβραδυνόμενο κατά το πλείστον. Ο ρυθμός ανόδου των τιμών των υπηρεσιών επίσης αποκλιμακώθηκε, παρά κάποιες διακυμάνσεις (βλ. Διάγραμμα III.2). Σημειώθηκε εξάλλου πρόοδος ως προς τη συγκράτηση της αμοιβής της εργασίας και αναμένεται και περαιτέρω αποκλιμάκωση των μισθολογικών αυξήσεων. Σε συνδυασμό με την καταγραφείσα ανάκαμψη της παραγωγικότητας της εργασίας, η εξέλιξη των μισθών είχε ως αποτέλεσμα ο ρυθμός αύξησης του μοναδιαίου κόστους εργασίας να περιοριστεί (βλ. Διάγραμμα III.3). Επιπλέον, η παρατηρηθείσα συγκράτηση της ανόδου της κερδοφορίας καταδεικνύει ότι οι επιχειρήσεις απορροφούσαν σε κάποια έκταση τις μισθολογικές αυξήσεις χωρίς να αναπροσαρμόζουν αντίστοιχα τις τιμές των προϊόντων. Μετά τη συνεδρίασή του στα τέλη Ιανουαρίου του 2025, το Διοικητικό Συμβούλιο έπαυσε να χαρακτηρίζει τις εγχώριες πληθωριστικές πιέσεις ως ισχυρές. Αντίθετα, τόνισε επανειλημμένως ότι οι περισσότεροι δείκτες του υποκείμενου πληθωρισμού επιβεβαιώνουν ότι ο πληθωρισμός στη Νομισματική Ένωση πρόκειται να επιστρέψει στο μεσοπρόθεσμο στόχο του 2%, επίπεδο στο

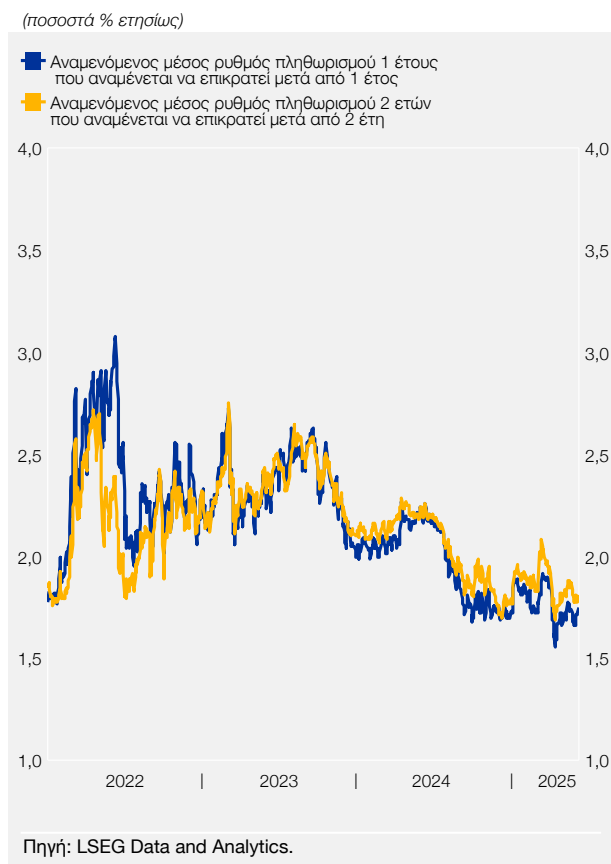
Διάγραμμα III.2 Επιμέρους δείκτες πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2021-Μάιος 2025)



Διάγραμμα ΙΙΙ.3 Αμοιβή της εργασίας στη ζώνη του ευρώ
(α' τρίμηνο 2022-α' τρίμηνο 2025)



Διάγραμμα ΙΙΙ.4 Μεσοπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες στη ζώνη του ευρώ
(3 Ιανουαρίου 2022-5 Ιουνίου 2025)

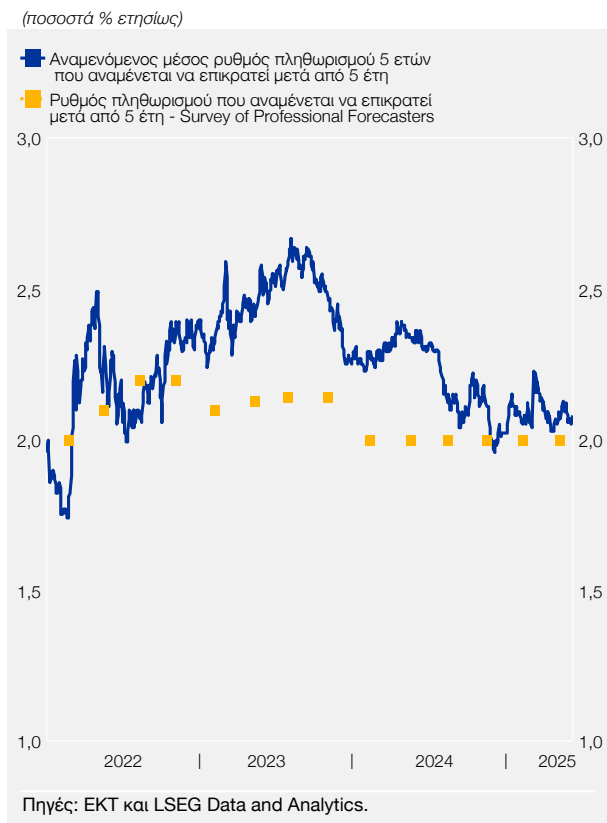


οποίο αναμένεται να διατηρηθεί. Τον Ιούνιο του 2025 το Διοικητικό Συμβούλιο ανακοίνωσε ότι ο καταγραφόμενος πληθωρισμός κινείται πλέον γύρω στο μεσοπρόθεσμο στόχο του 2%.

Οι περισσότεροι δείκτες μακροπρόθεσμων πληθωριστικών προσδοκιών εξακολούθησαν και κατά το πρώτο εξάμηνο του 2025 να διαμορφώνονται γύρω στο 2%, γεγονός που, όπως υπογραμμίστηκε, στηρίζει τη διατηρήσιμη επιστροφή του καταγραφόμενου πληθωρισμού στο στόχο του Ευρωσυστήματος (βλ. Διαγράμματα ΙΙΙ.4 και ΙΙΙ.5). Βέβαια, τον Ιανουάριο του 2025 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ σημείωσε την τότε πρόσφατη αντιστροφή της αποκλιμάκωσης των δεικτών αναμενόμενου πληθωρισμού που προκύπτουν από τις χρηματοπιστωτικές αγορές, ενώ τον Ιούνιο επισημάνθηκε η αναζωπύρωση των βραχυπρόθεσμων πληθωριστικών προσδοκιών ως συνέπεια της επίδρασης των εμπορικών τριβών.

Η υποχώρηση των τιμών της ενέργειας και η ανατίμηση του ευρώ ασκούν καθοδική πίεση στον πληθωρισμό βραχυπρόθεσμα, ώστε το μέγεθος αυτό να αναμένεται κατ' αρχάς να υποχωρήσει στο άμεσο μέλλον, αλλά να επανέλθει στο στόχο του 2% το έτος 2027. Πράγματι, με βάση τις πιο πρόσφατες μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Ιούνιος 2025), το Διοικητικό Συμβούλιο αναμένει πλέον καταγραφόμενο ρυθμό πληθωρισμού σε μέση ετήσια βάση 2,0% το 2025, 1,6% το 2026 και 2,0% το 2027 (βλ. Πίνακα ΙΙΙ.1), προβλέψεις αναθεωρημένες επί τα βελτίω έναντι του προηγούμενου γύρου το Μάρτιο του 2025, λόγω της εξέλιξης των τιμών της ενέργειας και της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ. Οι αντίστοιχες προβολές για τον πυρήνα του πληθωρισμού δεν έχουν μεταβληθεί ουσιαστικά έναντι του προηγούμενου γύρου: είναι 2,4% το 2025 και 1,9% το 2026 και το 2027 (βλ. Πίνακα ΙΙΙ.1).

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



Όσον αφορά τους ανοδικούς κινδύνους που περιβάλλουν επί του παρόντος τις προοπτικές του πληθωρισμού, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ υπογράμμισε ότι οι τριβές σχετικά με το διεθνές εμπόριο επιτείνουν την αβεβαιότητα. Από την άλλη πλευρά, το Διοικητικό Συμβούλιο θεωρεί ότι η επιτάχυνση της υποχώρησης των διεθνών τιμών της ενέργειας το τρέχον έτος και επιπλέον η ανατίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ τους τελευταίους μήνες είναι δυνατόν να ασκήσουν πρόσθετες καθοδικές πιέσεις στον πληθωρισμό στη Νομισματική Ένωση. Προς την κατεύθυνση των χαμηλότερων πληθωριστικών πιέσεων θα επιδρούσε η εξασθένιση της ζήτησης για εξαγωγές από τη ζώνη του ευρώ λόγω της επιβολής δασμών, όπως επίσης και η ανακατεύθυνση προς τη ζώνη του ευρώ προϊόντων εξαγόμενων από χώρες με πλεόνασμα παραγωγικού δυναμικού καθώς θα πλήττονται από τους δασμούς. Επίσης περιοριστική επίδραση στην εγχώρια ζήτηση και συνακόλουθα στον πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ αναμένεται να ασκήσουν οι δυσμενείς αντιδράσεις έναντι των εντάσεων σχετικά με το διεθνές εμπόριο οι οποίες παρατηρούνται στις χρηματοπιστωτικές αγορές, δηλαδή η όξυνση της μεταβλητότητας και η επίταση της αποστροφής προς τον κίνδυνο. Αντίθετα, η κατάτμηση των παγκόσμιων εφοδιαστικών αλυσίδων λόγω της αύξησης του

προστατευτισμού ενδέχεται να συμβάλει σε ενίσχυση του εγχώριου πληθωρισμού στη Νομισματική Ένωση μέσω της ανόδου των τιμών των εισαγομένων στη ζώνη του ευρώ ή και επιδείνωσης των ποσοτικών περιορισμών στην προσφορά. Η αναμενόμενη αύξηση στις αμυντικές δαπάνες και στις δημόσιες δαπάνες για τη δημιουργία υποδομών είναι επίσης δυνατόν να οδηγήσει σε μεσοπρόθεσμη επιτάχυνση του ρυθμού πληθωρισμού. Τέλος, το Διοικητικό Συμβούλιο πρόσθεσε ότι τα ακραία καιρικά φαινόμενα και γενικότερα η κλιματική κρίση είναι πιθανόν να συντελέσουν σε αύξηση των τιμών των τροφίμων μεγαλύτερη από ό,τι ήδη προεξοφλείται.

Επισημάνθηκε ότι το α' τρίμηνο του 2025 ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ ήταν θετικός, 0,3%, και η μεταποιητική παραγωγή ενισχύθηκε (βλ. Διάγραμμα III.6), εν μέρει λόγω του ότι οι επιχειρηματίες έσπευσαν να εντείνουν την παραγωγή εξαγωγίμων ώστε να υλοποιηθούν εξαγωγές πριν την επιβολή νέων δασμών. Αντίθετα, η δραστηριότητα στον τομέα των υπηρεσιών φαίνεται να επιβραδύνεται. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ τόνισε ότι οι προοπτικές για την οικονομική ανάπτυξη υπόκεινται σε εξαιρετική αβεβαιότητα. Οι εξαγωγείς της ζώνης του

Πίνακας III.1 Μακροοικονομικές προβολές για τον πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ

(μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)

	Ιούνιος 2025				Μάρτιος 2025				Δεκέμβριος 2024				Σεπτέμβριος 2024			
	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027	2023	2024	2025	2026
ΕνΔΤΚ	2,4	2,0	1,6	2,0	2,4	2,3	1,9	2,0	2,4	2,1	1,9	2,1	5,4	2,5	2,2	1,9
ΕνΔΤΚ χωρίς ενέργεια και είδη διατροφής	2,8	2,4	1,9	1,9	2,8	2,2	2,0	1,9	2,9	2,3	1,9	1,9	4,9	2,9	2,3	2,0

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

ευρώ πρόκειται να αντιμετωπίσουν νέα εμπόδια στο διεθνές εμπόριο, των οποίων, ωστόσο, το μέγεθος δεν έχει αποσαφηνιστεί ακόμη. Η διατάραξη των διασυννοριακών εμπορικών συναλλαγών, οι συνακόλουθες εντάσεις οι οποίες εκδηλώνονται στις χρηματοπιστωτικές αγορές, οι γεωπολιτικοί κίνδυνοι και εν γένει η αβεβαιότητα ως προς την εμπορική πολιτική που θα ισχύσει αποθαρρύνουν – ιδίως σε βραχυχρόνια βάση – τις επιχειρηματικές επενδύσεις και τις εξαγωγές (οι οποίες επηρεάζονται επιπλέον αρνητικά από την ανατίμηση του ευρώ), την ίδια στιγμή που η επιφυλακτικότητα των καταναλωτών ενισχύεται, με δυνητική συνέπεια περικοπή των δαπανών τους. Κατ' ακολουθία, αναμένεται εξασθένηση της οικονομικής δραστηριότητας τουλάχιστον κατά τα αμέσως επόμενα τρίμηνα.

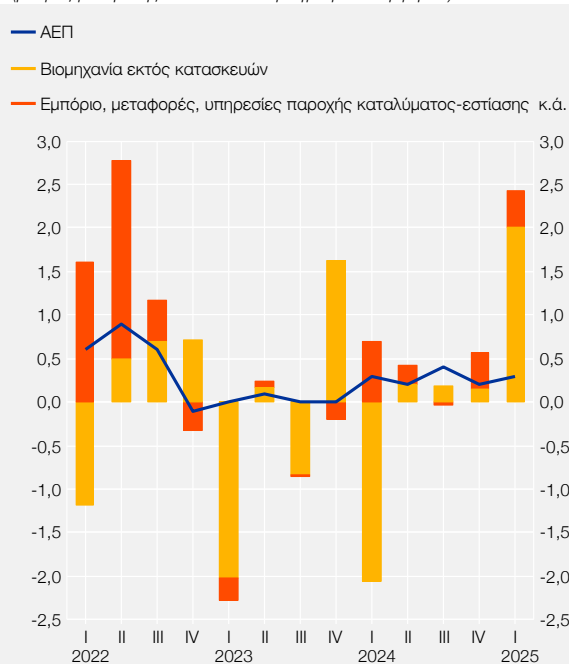
Από την άλλη πλευρά, η μεσοπρόθεσμη ανθεκτικότητα της οικονομίας της Νομισματικής Ένωσης έναντι των εξωτερικών κραδασμών έχει πλέον ενισχυθεί στο μέτρο που:

(1) το πρώτο εξάμηνο του 2025 οι συνθήκες στις αγορές εργασίας στη Νομισματική Ένωση διατηρήθηκαν ευνοϊκές, καθώς το ποσοστό ανεργίας κυμάνθηκε κοντά σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, ενώ η απασχόληση συνέχισε να επεκτείνεται (βλ. Διάγραμμα ΙΙΙ.7) και (2) έχει εδραιωθεί περιβάλλον ευνοϊκών χρηματοπιστωτικών συνθηκών ως αποτέλεσμα της από μνημών προοδευτικής καθοδικής προσαρμογής των επιτοκίων πολιτικής του Ευρωσυστήματος ώστε, μεταξύ άλλων επιθυμητών επακολουθών, να παρουσιάζουν ευρωστία οι ισολογισμοί του ιδιωτικού τομέα. Οι εξελίξεις αυτές θα υποβοηθήσουν τους καταναλωτές και τις επιχειρήσεις να αντιμετωπίσουν τους κραδασμούς που προέρχονται από το διεθνές περιβάλλον. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ εκτιμά ότι η καταναλωτική δαπάνη των νοικοκυριών στη ζώνη του ευρώ πρόκειται να στηριχθεί επίσης από το γεγονός ότι το πραγματικό εισόδημα έχει αυξηθεί. Το Διοικητικό Συμβούλιο επισήμανε εξάλλου ότι οι πρωτοβουλίες τόσο σε εθνικό επίπεδο όσο και σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης για αύξηση των αμυντικών δαπανών και των επενδύσεων σε υποδομές θα συμβάλουν μεσοπρόθεσμα σε ενίσχυση της δραστηριότητας ιδίως στον τομέα της μεταποίησης.

Επανεπιλημμένως το πρώτο εξάμηνο του 2025, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ σημείωσε ότι υπό τις παρούσες συνθήκες έξαρσης της αβε-

Διάγραμμα ΙΙΙ.6 ΑΕΠ και προστιθέμενη αξία σε βασικούς κλάδους στη ζώνη του ευρώ (α' τρίμηνο 2022-α' τρίμηνο 2025)

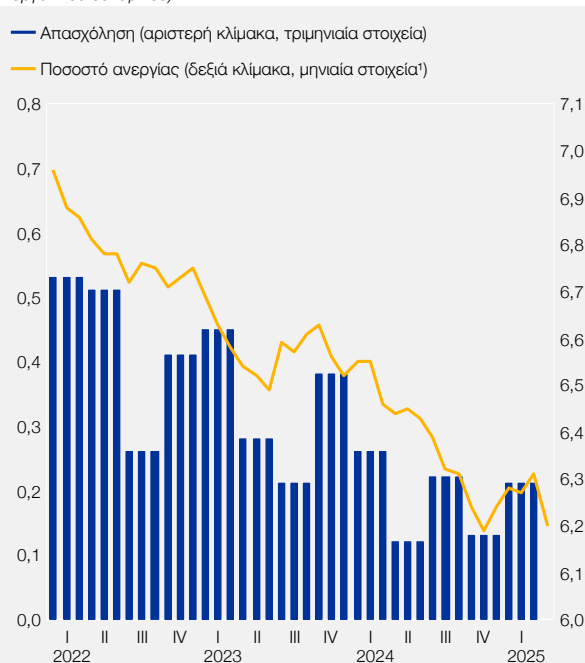
(ρυθμός μεταβολής % έναντι του προηγούμενου τριμήνου)



Πηγές: Eurostat και ΕΚΤ.

Διάγραμμα ΙΙΙ.7 Απασχόληση και ποσοστό ανεργίας στη ζώνη του ευρώ (α' τρίμηνο 2022-α' τρίμηνο 2025)

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



Πηγές: Eurostat και ΕΚΤ.

1 Διαθέσιμα στοιχεία μέχρι και τον Απρίλιο του 2025.

βαιότητας και δεδομένων των γεωπολιτικών εξελίξεων, αποτελεί επιτακτική ανάγκη οι δημοσιονομικές και οι διαρθρωτικές πολιτικές των κρατών-μελών να συντελούν σε ενίσχυση της παραγωγικότητας, της ανταγωνιστικότητας και της ανθεκτικότητας της οικονομίας στη ζώνη του ευρώ. Το Διοικητικό Συμβούλιο υπογράμμισε ότι η Πυξίδα Ανταγωνιστικότητας της Ευρωπαϊκής Επιτροπής ενσωματώνει συγκεκριμένο πρόγραμμα δράσης και προτάσεις που είναι απαραίτητο να υιοθετηθούν σύντομα (συμπεριλαμβανομένων αυτών που αφορούν την απλοποίηση των διαδικασιών και τη μείωση του διοικητικού βάρους των επιχειρήσεων). Οι εν λόγω προτάσεις αφορούν μεταξύ άλλων και την ολοκλήρωση της Ένωσης Αποταμιεύσεων και Επενδύσεων βάσει ενός σαφούς και φιλόδοξου χρονοδιαγράμματος. Η πρωτοβουλία αυτή θα ωφελήσει τους αποταμιευτές αυξάνοντας τη διαθέσιμη ποικιλία αποταμιευτικών μέσων και θα βελτιώσει την πρόσβαση των επιχειρήσεων σε χρηματοδοτικούς πόρους, ιδιαίτερα σε κεφάλαια επιχειρηματικού κινδύνου. Το Διοικητικό Συμβούλιο θεωρεί επίσης αναγκαίο να καταρτιστεί σύντομα νομικό πλαίσιο για δυνητική εισαγωγή του ψηφιακού ευρώ. Τέλος, τόνισε ότι οι κυβερνήσεις στην Ευρωπαϊκή Ένωση πρέπει να διασφαλίσουν τη διατηρησιμότητα των δημόσιων οικονομικών σε συμμόρφωση με το πλαίσιο οικονομικής διακυβέρνησης και να δώσουν προτεραιότητα σε διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που προάγουν την οικονομική ανάπτυξη, όπως επίσης και σε στρατηγικές επενδύσεις.

Στις συναφείς συνεδριάσεις του κατά το πρώτο εξάμηνο του 2025, η ανάλυση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ εστιάστηκε στις εξής νομισματοπιστωτικές εξελίξεις:

Πρώτον, τόσο τα επιτόκια των επιχειρηματικών δανείων όσο και τα επιτόκια των στεγαστικών δανείων ακολούθησαν ως επί το πλείστον καθοδική πορεία (βλ. Διάγραμμα III.8). Αντίθετα, το αγοραίο κόστος έκδοσης ομολόγων εκ μέρους των επιχειρήσεων παρουσίασε μεταβλητότητα.

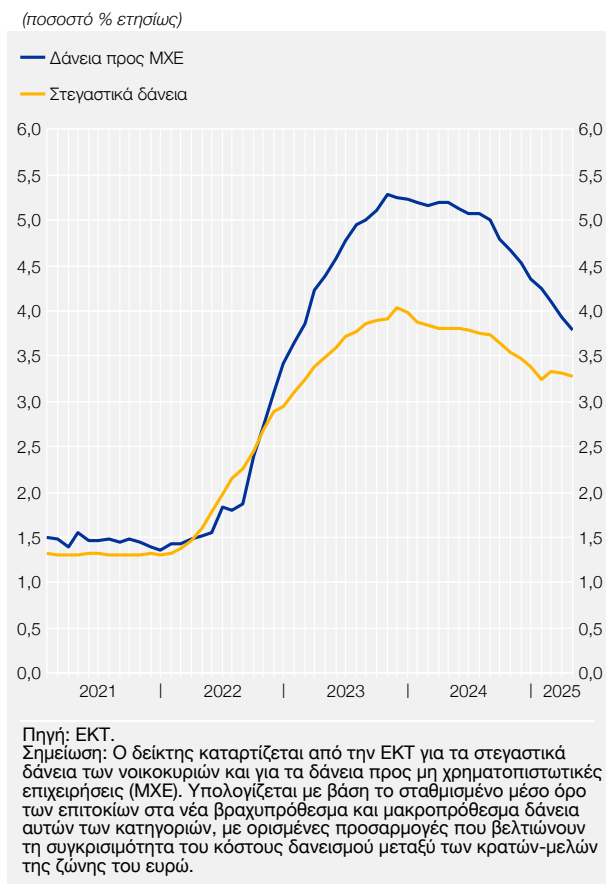
Δεύτερον, ο ρυθμός πιστωτικής επέκτασης τόσο προς τις επιχειρήσεις όσο και προς τα νοικοκυριά έβαινε προοδευτικά ενισχυόμενος (βλ. Διάγραμμα III.9), ενώ ο ρυθμός μεταβολής των εκδοθέντων εταιρικών χρεογράφων χαρακτηρίστηκε κυρίως από διακυμάνσεις.

Το Διοικητικό Συμβούλιο σημείωσε τις διακυμάνσεις στις αγοραίες αποδόσεις των ομολογιακών τίτλων των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, καθώς και στις διαφορές τους έναντι των αποδόσεων σε ασφαλείς τοποθετήσεις, τη μεταβλητότητα που παρουσίασαν οι τιμές των μετοχών στο πλαίσιο της κλιμάκωσης των εμπορικών εντάσεων και την ενίσχυση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ λόγω της βελτίωσης της συγκριτικής ελκυστικότητας των τοποθετήσεων σε ευρώ για τους επενδυτές. Πάντως, τον Ιούνιο του 2025 το Διοικητικό Συμβούλιο επισήμανε την ανάκαμψη των τιμών των μετοχών και τη συρρίκνωση του περιθωρίου των αποδόσεων των εταιρικών ομολόγων έναντι των αποδόσεων σε ασφαλείς τοποθετήσεις, καθώς οι δείκτες του παγκόσμιου επενδυτικού κλίματος βελτιώθηκαν πρόσφατα με τη συγκέντρωση κάπως ευνοϊκότερων ειδήσεων σχετικά με τις πολιτικές διεθνούς εμπορίου.

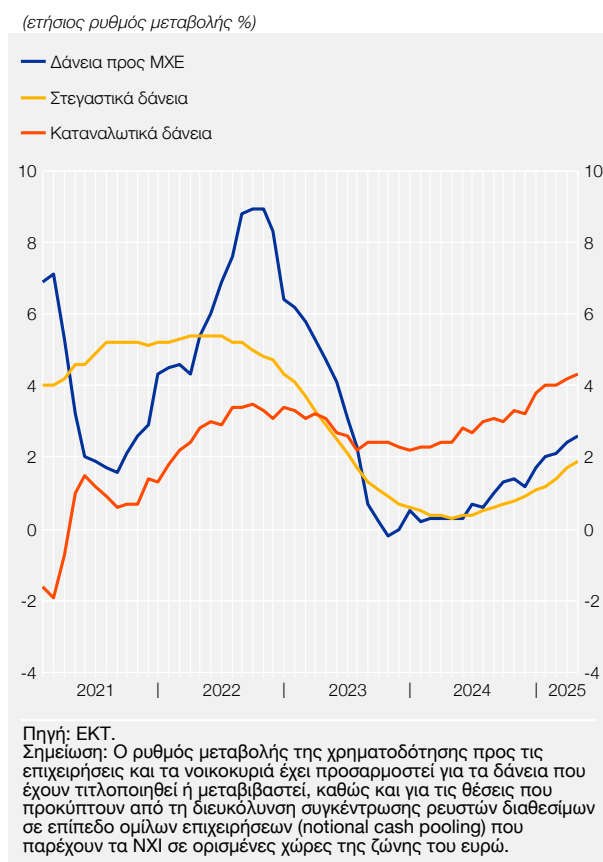
Σύμφωνα με την Έρευνα Τραπεζικών Χορηγήσεων στη ζώνη του ευρώ, το α' τρίμηνο του 2025 τα πιστοδοτικά κριτήρια των τραπεζών αυστηροποιήθηκαν ελαφρά (όπως είχε συμβεί και το τελευταίο τρίμηνο του 2024), επειδή οι τράπεζες στη ζώνη του ευρώ ανησυχούσαν ως προς τους κινδύνους που αντιμετωπίζουν οι πελάτες τους. Επιπλέον, η έρευνα κατέγραψε οριακή υποχώρηση της ζήτησης τραπεζικών πιστώσεων εκ μέρους των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων κατά το α' τρίμηνο του 2025. Από την άλλη πλευρά, τα πιστοδοτικά κριτήρια για τα στεγαστικά δάνεια των νοικοκυριών κατέστησαν χαλαρότερα το α' τρίμηνο του 2025, οπότε και σημειώθηκε ισχυρή επέκταση της ζήτησης για στεγαστική πίστη.

Τον Ιούνιο του 2025, όπως επιτάσσει η στρατηγική της νομισματικής πολιτικής, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ προέβη σε διεξοδική ανάλυση των αλληλεπιδράσεων μεταξύ νομισματικής πολιτικής και χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Σύμφωνα με την ανάλυση αυτή, οι τράπεζες στη ζώνη του ευρώ εξακολουθούν να είναι ανθεκτικές. Εντούτοις, το Διοικητικό Συμβούλιο θεώρησε ότι οι ευρύτεροι κίνδυνοι για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα παρέμεναν οξυμένοι, καθώς η ένταση των εμπορικών τριβών και οι αβέβαιες και διαρκώς μεταβαλλόμενες εμπορικές

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



Διάγραμμα ΙΙΙ.9 Δάνεια προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2021-Απρίλιος 2025)



πολιτικές επιδρούν δυσμενώς. Όπως και κατά το παρελθόν, το Διοικητικό Συμβούλιο τόνισε ότι η μακροπροληπτική πολιτική συνιστά την πρώτη γραμμή άμυνας έναντι της ανάπτυξης ευπαθειών στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Τα μακροπροληπτικά μέτρα προάγουν την ανθεκτικότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος και δημιουργούν περιθώρια ασφαλείας.

Αποφάσεις νομισματικής πολιτικής

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έχει ανακοινώσει τη δέσμευσή του να εξασφαλίσει διατηρήσιμη σταθεροποίηση του πληθωρισμού στο μεσοπρόθεσμο στόχο του 2%. Προκειμένου να υλοποιηθεί η δέσμευση αυτή, η πολιτική επιτοκίων του Ευρωσυστήματος αποφασίζεται με βάση μεγάλο εύρος διαθέσιμων οικονομικών στοιχείων και πληροφοριών. Κατ' αρχήν, η εν λόγω πολιτική έχει ως ορίζοντα το διάστημα μεταξύ διαδοχικών συνεδριάσεων του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ: σε κάθε νέα συνεδρίασή του για λήψη απόφασης σχετικά με τα επιτόκια πολιτικής, το Διοικητικό Συμβούλιο προβαίνει σε επαναξιολόγηση των συνθηκών στην οικονομία της Νομισματικής Ένωσης. Από το Μάρτιο του 2025 και εξής το Διοικητικό Συμβούλιο υπογράμμισε ότι οι συνθήκες εντεινόμενης αβεβαιότητας που επικρατούν επιτείνουν την αναγκαιότητα αυτής της τακτικής επαναξιολόγησης.

Το πρώτο εξάμηνο του 2025 το Διοικητικό Συμβούλιο εξακολούθησε να τονίζει ότι δεν δεσμεύεται να ακολουθήσει προδιαγεγραμμένη μελλοντική πορεία για τα βασικά επιτόκια, αλλά επανεξετάζει την πολιτική επιτοκίων σε κάθε συνεδρίασή του με γνώμονα: (α) τις προοπτικές του πληθωρισμού, (β) τη δυναμική του υποκείμενου πληθωρισμού και (γ) την έκταση στην οποία μπορεί να εξακριβωθεί ότι η επίδραση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής μεταδίδεται στην πραγματική οικονομία της ζώνης του ευρώ.

Πίνακας III.2 Βασικά επιτόκια του Ευρωσυστήματος

(ποσοστά % ετησίως)

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

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.

Οι μειώσεις των βασικών επιτοκίων του Ευρωσυστήματος, που ξεκίνησαν τον Ιούνιο του 2024, συνεχίστηκαν στο πρώτο ήμισυ του 2025 (βλ. Πίνακα III.2). Συγκεκριμένα, στα τέλη Ιανουαρίου του 2025 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ μείωσε τα βασικά επιτόκια κατά 25 μονάδες βάσης, καθώς έκρινε ότι η διαδικασία αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού προχωρούσε όπως αναμενόταν, ο ρυθμός καταγραφόμενου πληθωρισμού εξελισσόταν σύμφωνα με τις προβλέψεις των υπηρεσιών της ΕΚΤ και προσδοκάτο να συγκλίνει στο στόχο εντός του 2025, ενώ οι περισσότεροι δείκτες υποκείμενου πληθωρισμού υποδήλωναν ότι η σύγκλιση αυτή δεν θα είναι παροδική. Το Διοικητικό Συμβούλιο σημείωσε ότι οι πρόσφατες μειώσεις των επιτοκίων πολιτικής είχαν συντελέσει σε μείωση του κόστους δανεισμού για τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά. Εντούτοις, οι συνθήκες χρηματοδότησης στη Νομισματική Ένωση παρέμεναν περιοριστικές, εν μέρει διότι κάποια δάνεια τα οποία έληγαν ανανεώνονταν με επιτόκια υψηλότερα από αυτά που εφαρμόζονταν πριν την εν λόγω λήξη. Το Διοικητικό Συμβούλιο υπογράμμισε ότι είναι αποφασισμένο να εξασφαλίσει σταθεροποίηση σε διατηρήσιμη βάση του ρυθμού πληθωρισμού στο στόχο του 2%.

Στις αρχές Μαρτίου του 2025 τα βασικά επιτόκια μειώθηκαν και πάλι κατά 25 μονάδες βάσης. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ σημείωσε ότι ο πληθωρισμός εξελίχθηκε ακριβώς όπως αναμενόταν και ότι οι τότε πιο πρόσφατες μακροοικονομικές προβολές της ΕΚΤ (δηλ. αυτές του Μαρτίου) ευθυγραμμίζονταν με την αξιολόγηση των προοπτικών του πληθωρισμού την οποία είχε πραγματοποιήσει. Το Διοικητικό Συμβούλιο τόνισε ότι οι περισσότεροι δείκτες υποκείμενου πληθωρισμού υποδήλωναν ότι ο πληθωρισμός πρόκειται να σταθεροποιηθεί σε διατηρήσιμη βάση γύρω από το μεσοπρόθεσμο στόχο του 2%. Υπογραμμίστηκε εκ νέου ότι ο εγχώριος πληθωρισμός πα-

ραμένει υψηλός, κυρίως επειδή οι μισθοί και οι τιμές σε ορισμένους τομείς οικονομικής δραστηριότητας προσαρμόζονταν με σημαντική χρονική υστέρηση στην παρελθούσα επιτάχυνση του πληθωρισμού. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ υποστήριξε ότι η ενιαία νομισματική πολιτική καθίστατο λιγότερο περιοριστική πλέον. Η εκτίμηση αυτή ήταν συνεπής με το ότι το κόστος του νέου δανεισμού για τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά αποκλιμακωνόταν και η πιστωτική επέκταση ενισχυόταν. Από την άλλη πλευρά, μερίδιο του αποθέματος των πιστώσεων επηρεαζόταν ακόμη από τις προγενέστερες αυξήσεις των επιτοκίων, ενώ η πιστωτική επέκταση παρέμενε συγκρατημένη.

Τα βασικά επιτόκια μειώθηκαν εκ νέου κατά 25 μονάδες βάσης τον Απρίλιο του 2025. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ υπογράμμισε ότι η διαδικασία αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού προχωρούσε κανονικά και ο πληθωρισμός εξελισσόταν κατά τα αναμενόμενα, καθώς το Μάρτιο του 2025 είχε πραγματοποιηθεί μείωση τόσο του καταγραφόμενου όσο και του υποκείμενου πληθωρισμού, ενώ και ο ρυθμός αύξησης των τιμών των υπηρεσιών είχε σημειώσει σημαντική

υποχώρηση κατά τους προηγούμενους μήνες. Τονίστηκε ότι οι περισσότεροι δείκτες υποκείμενου πληθωρισμού υποδήλωναν ότι ο καταγραφόμενος πληθωρισμός επρόκειτο να σταθεροποιηθεί διατηρήσιμα στο μεσοπρόθεσμο στόχο του 2%. Επισημάνθηκε επίσης ότι οι μισθολογικές αυξήσεις επιβραδύνονταν και ότι, ούτως ή άλλως, η επίδρασή τους στις τιμές εξουδετερωνόταν μερικώς μέσω αντίρροπης προσαρμογής των περιθωρίων κέρδους. Παράλληλα, οι προοπτικές για την οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ είχαν καταστεί δυσμενέστερες, λόγω των αυξανόμενων εμπορικών εντάσεων. Η αβεβαιότητα που χειρότερευε θεωρείτο πιθανόν να οδηγήσει σε κλονισμό της εμπιστοσύνης των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων, ενώ η αύξηση της μεταβλητότητας και εν γένει οι δυσμενείς εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές είχαν ως συνέπεια την αυστηροποίηση των συνθηκών χρηματοδότησης στη Νομισματική Ένωση.

Τα βασικά επιτόκια μειώθηκαν κατά 25 μονάδες βάσης πάλι τον Ιούνιο του 2025, καθώς ο πληθωρισμός διαμορφώθηκε πλέον γύρω στο στόχο του 2%, ενώ οι προβλέψεις των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος για το μέγεθος αυτό οι οποίες προαναφέρθηκαν αναθεωρήθηκαν προς τα κάτω έναντι του προηγούμενου γύρου του Μαρτίου 2025 και επιβεβαίωναν ότι και το 2027 ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ θα διαμορφωθεί στο 2%. Δεδομένης της αβεβαιότητας που επικρατεί, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ εξέτασε ορισμένα σενάρια που είχαν καταρτίσει οι υπηρεσίες της ΕΚΤ σχετικά με την επίδραση των εμπορικών πολιτικών παγκοσμίως. Σύμφωνα με τα σενάρια, εάν οι εμπορικές εντάσεις κλιμακωθούν και άλλο κατά τους επόμενους μήνες, ο πληθωρισμός (όπως επίσης και ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης) στη ζώνη του ευρώ θα κινηθεί ακόμη χαμηλότερα από ό,τι προβλέπεται επί του παρόντος. Ενδέχεται ωστόσο να συμβεί ακριβώς το αντίθετο εάν οι διαφορές μεταξύ των εμπορικών εταίρων επιλυθούν επιτυχώς, δηλαδή ο πληθωρισμός να αποβεί κατά τι υψηλότερος από τις προβολές του Ιουνίου 2025.

Ως βάση για τη λήψη της απόφασης για μείωση των βασικών επιτοκίων τον Ιούνιο του 2025 το Διοικητικό Συμβούλιο ανέφερε επίσης την υπό εξέλιξη αξιολόγηση επιβράδυνση των μισθολογικών αυξήσεων από τα επικρατούντα ακόμη υψηλά επίπεδα, το γεγονός ότι οι περισσότεροι δείκτες υποκείμενου πληθωρισμού υποδηλώνουν ότι ο καταγραφόμενος πληθωρισμός πρόκειται να προσεγγίσει διατηρήσιμα το μεσοπρόθεσμο στόχο του 2%, καθώς και το ότι έχουν υποχωρήσει οι ανησυχίες ότι οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες θα καταστούν δυσμενέστερες εξαιτίας των έντονων διακυμάνσεων που παρουσίασαν οι χρηματοπιστωτικές αγορές τον Απρίλιο λόγω των εμπορικών τριβών.

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

Πλαίσιο ΙΙΙ.1

ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΗ ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΟΥ ΦΥΣΙΚΟΥ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Το φυσικό επιτόκιο (natural rate of interest) ή r -star μπορεί να οριστεί ως εκείνο το πραγματικό βραχυπρόθεσμο επιτόκιο το οποίο απαλείφει τόσο τις πληθωριστικές όσο και τις αποπληθωριστικές δυνάμεις σε μια οικονομία. Αν και στη βιβλιογραφία έχουν προταθεί εναλλακτικοί ορισμοί του φυσικού επιτοκίου, ο προαναφερόμενος υπογραμμίζει τη σημασία του r -star για τη χάραξη και την αξιολόγηση της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής.¹

¹ Στο παρόν πλαίσιο οι όροι φυσικό επιτόκιο και r -star είναι εναλλάξιμοι. Στη βιβλιογραφία έχει καθιερωθεί επίσης ο συμβολισμός r^* . Επιπλέον, θεωρούμε ότι οι έννοιες φυσικό (natural) και ουδέτερο (neutral) επιτόκιο είναι ταυτόσημες, βλ. και Brand, C., N. Lisack and F. Mazelis (2024), "Estimates of the natural interest rate for the euro area: an update", ECB, *Economic Bulletin*, Issue 1/2024. Τέλος, για εναλλακτικούς ορισμούς του r -star, βλ. Bonam, D., P. van Els, J.W. van den End, L. de Haan and I. Hindrayanto (2018), "The natural rate of interest from a monetary and financial perspective", *De Nederlandsche Bank, Occasional Studies*, No. 16-3.

Συγκεκριμένα, αν το βραχυχρόνιο πραγματικό επιτόκιο της αγοράς είναι χαμηλότερο (υψηλότερο) συγκρινόμενο με το φυσικό επιτόκιο, τότε η τρέχουσα νομισματική πολιτική χαρακτηρίζεται ως επεκτατική (περιοριστική). Έτσι, το r -star μπορεί να θεωρηθεί ότι δείχνει την πορεία (ανοδική, καθοδική ή σταθερή) την οποία πρέπει να ακολουθήσουν τα βασικά επιτόκια των κεντρικών τραπεζών προκειμένου να επιτύχουν τον ποσοτικό στόχο του πληθωρισμού, αλλά και εν γένει τη σταθερότητα των τιμών σε μια οικονομία.² Παρ' όλα αυτά, πρέπει να τονιστεί ότι για τη χάραξη της νομισματικής πολιτικής οι κεντρικές τράπεζες λαμβάνουν υπόψη πλήθος παραγόντων οι οποίοι, πολλές φορές, δεν μπορούν να αποτυπωθούν στην εκτίμηση ενός και μόνο οικονομικού μεγέθους όπως το r -star.

Μολονότι το φυσικό επιτόκιο ενυπάρχει σε αρκετά θεωρητικά υποδείγματα για πάνω από έναν αιώνα και είναι εννοιολογικά πολύ ελκυστικό,³ η χρήση του ως πρακτικού εργαλείου άσκησης νομισματικής πολιτικής αντιμετωπίζει αρκετές προκλήσεις. Μία από αυτές είναι το γεγονός ότι το r -star είναι “μη παρατηρήσιμο” (unobservable), άρα και μη μετρήσιμο, και συνεπώς οι οικονομολόγοι καλούνται να το εκτιμήσουν χρησιμοποιώντας οικονομετρικά υποδείγματα, τα οποία αντλούν πληροφόρηση από άλλες, “παρατηρήσιμες”, μεταβλητές. Επίσης, τα εμπειρικά ευρήματα δείχνουν ότι οι εκτιμήσεις του r -star οι οποίες προκύπτουν από εναλλακτικά υποδείγματα παρουσιάζουν σημαντικές αποκλίσεις μεταξύ τους.⁴ Έτσι, εκτός από την αβεβαιότητα των οικονομετρικών εκτιμήσεων, υπάρχει και υψηλή αβεβαιότητα η οποία σχετίζεται με τη δομή των υποδειγμάτων εκτίμησης του φυσικού επιτοκίου (model uncertainty).⁵ Παρά τις προκλήσεις ωστόσο, οι οικονομετρικές εκτιμήσεις του r -star φαίνεται ότι αποτελούν σημαντικό στοιχείο της εργαλειοθήκης των σύγχρονων κεντρικών τραπεζών για την αξιολόγηση της κατεύθυνσης της νομισματικής τους πολιτικής.⁶

Πέρα όμως από την ποσοτική εκτίμηση του r -star, εξίσου σημαντική θεωρείται η εξέταση των παραγόντων οι οποίοι συμβάλλουν στη διαμόρφωσή του, γιατί μας βοηθά να κατανοήσουμε καλύτερα τη διαχρονική του πορεία, αλλά και να ερμηνεύσουμε πιθανές μελλοντικές μεταβολές του. Γενικά, η σταθερή πτωτική πορεία των πραγματικών επιτοκίων τα τελευταία 40 έτη, έως και την πανδημία COVID-19, αποδίδεται σε μακροχρόνιους παράγοντες οι οποίοι αυξάνουν την αποταμίευση και μειώνουν τις επενδύσεις διαχρονικά.⁷ Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία, οι σημαντικότεροι από αυτούς τους παράγοντες είναι οι χαμηλότεροι ρυθμοί οικονομικής ανάπτυξης και παραγωγικότητας της εργασίας, η γήρανση του πληθυσμού, τα υψηλά ποσοστά αποταμίευσης, κυρίως στις αναπτυσσόμενες χώρες, τα οποία οδήγησαν τη σύγχρονη παγκοσμιοποιημένη οικονομία στο λεγόμενο “κορεσμό αποταμίευσης” (saving glut),⁸ καθώς και η “μακροχρόνια στασιμότητα” (secular stagnation), η οποία σχετίζεται κυρίως με την ελλειμματική ζήτηση νέων επενδύσεων.⁹ Επίσης, η αύξηση της ζήτησης για ασφαλή χρεόγραφα διαδραμάτισε σημαντικό ρόλο στη μείωση των επιτοκίων κυρίως μετά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008, ως συνέπεια της αυξανόμενης αποστροφής κινδύνου (risk aversion) των επενδυτών.¹⁰

Στο παρόν πλαίσιο, αναπτύσσονται οικονομετρικά πολυμεταβλητά υποδείγματα χρονολογικών σειρών προκειμένου να εκτιμηθεί το φυσικό επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ για τα τελευταία 55 περίπου έτη, αλλά και να διερευνηθεί

2 Σχετικά με το r -star και τη νομισματική πολιτική, βλ. επίσης Nagel, J. (2025), “ r^* in the monetary policy universe: navigational star or dark matter?”, Lecture at the London School of Economics and Political Science.

3 Βλ. Wicksell, K. (1898), *Interest and Prices: A Study of the Causes Regulating the Value of Money*, English translation, London: Macmillan and Company, 1936, σελ. 102.

4 Οι βασικές κατηγορίες υποδειγμάτων για την εκτίμηση του r -star είναι: (α) τα δυναμικά στοχαστικά υποδείγματα γενικής ισορροπίας, (β) τα ημιδιαρθρωτικά (semi-structural) υποδείγματα και (γ) τα υποδείγματα χρονολογικών σειρών. Βλ. επίσης Benigno, G., B. Hofmann, G. Nuño and D. Sandri (2024), “Quo vadis, r^* ? The natural rate of interest after the pandemic”, *BIS Quarterly Review*, March.

5 Βλ. Brand, C., N. Lisack and F. Mazelis (2025), “Natural rate estimates for the euro area: insights, uncertainties and shortcomings”, ECB, *Economic Bulletin*, Issue 1/2025.

6 Π.χ. βλ. Federal Reserve Bank of New York, “[Measuring the Natural Rate of Interest](#)” για το πώς χρησιμοποιούνται οι οικονομετρικές εκτιμήσεις του r -star στη νομισματική πολιτική.

7 Βλ. Benigno et al. (2024), όπ.π.

8 Σχετικά με τον “κορεσμό αποταμίευσης”, βλ. Bernanke, B. (2005), “The global saving glut and the U.S. current account deficit”, Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia, 10 March.

9 Βλ. για παράδειγμα Boocker, S., M. Ng and D. Wessel (2023), “What is the neutral rate of interest?”, *Brookings Commentary*, 3 October.

10 Βλ. Del Negro, M., D. Giannone, M.P. Giannoni and A. Tambalotti (2017), “Safety, liquidity, and the natural rate of interest”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 48(1), 235-316.

ο ρόλος του ρυθμού ανάπτυξης της οικονομίας ως προσδιοριστικού παράγοντα του r -star. Με βάση την πρόσφατη βιβλιογραφία,¹¹ η ανάλυση εμπλουτίζεται με την προσθήκη νέων μεταβλητών οι οποίες επιτρέπουν, επιπρόσθετα, την ταυτοποίηση της παραγωγικότητας της εργασίας ως προσδιοριστικού παράγοντα του φυσικού επιτοκίου.¹²

Οικονομετρικό υπόδειγμα

Το υπόδειγμα που χρησιμοποιείται προκειμένου να εκτιμηθεί το r -star είναι ένα μπεϋζιανό διανυσματικό υπόδειγμα κοινών τάσεων (common trend BVAR),¹³ το οποίο όμως έχει τροποποιηθεί κατάλληλα έτσι ώστε να παράγει πιο ακριβείς εκτιμήσεις λαμβάνοντας υπόψη τόσο τις αυξομειώσεις της μακροοικονομικής μεταβλητότητας όσο και την επίδραση των ακραίων τιμών ορισμένων μεταβλητών λόγω της πανδημίας COVID-19.¹⁴ Εν συντομία, σε αυτά τα υποδείγματα το φυσικό επιτόκιο προσεγγίζεται από τη μακροχρόνια τάση του βραχυπρόθεσμου πραγματικού επιτοκίου της αγοράς. Η λογική πίσω από αυτή την προσέγγιση είναι ότι η μακροχρόνια τάση αποτελεί, κατά κάποιο τρόπο, το σημείο ισορροπίας του πολυμεταβλητού συστήματος όταν αφαιρεθούν οι επιδράσεις από τις κυκλικές συνιστώσες.

Οι βασικές μεταβλητές για την εκτίμηση του r -star στη ζώνη του ευρώ είναι το ονομαστικό βραχυχρόνιο επιτόκιο, δηλαδή το Euribor 3 μηνών, ο ετησιοποιημένος ρυθμός μεταβολής του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ), οι πληθωριστικές προσδοκίες, όπως αυτές αποτυπώνονται στη Survey of Professional Forecasters (SPF) της ΕΚΤ, και οι αποδόσεις του 10ετούς κρατικού ομολόγου αναφοράς για τη ζώνη του ευρώ.¹⁵ Στην εμπειρική ανάλυση χρησιμοποιούνται επίσης οι ετησιοποιημένοι ρυθμοί μεταβολής του κατά κεφαλήν ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος (ΑΕΠ), της κατά κεφαλήν ιδιωτικής κατανάλωσης και των συνολικών πραγματικών ωρών εργασίας. Με αυτόν τον τρόπο είναι δυνατόν να ταυτοποιηθεί η μακροχρόνια τάση του ρυθμού μεταβολής της παραγωγικότητας της εργασίας ως προσδιοριστικός παράγοντας του φυσικού επιτοκίου.¹⁶ Αναλυτικότερα, το φυσικό επιτόκιο αποτελεί το άθροισμα τριών συνιστωσών, δηλαδή της μακροχρόνιας τάσης (α) του ρυθμού μεταβολής της παραγωγικότητας της εργασίας, (β) των ωρών εργασίας και (γ) λοιπών προσδιοριστικών παραγόντων οι οποίοι όμως δεν είναι εφικτό να ταυτοποιηθούν περαιτέρω με το παρόν υπόδειγμα.¹⁷ Επιπλέον, η χρησιμοποίηση των κατά κεφαλήν μεγεθών αποτυπώνει την έμμεση επίδραση των δημογραφικών μεταβολών.

11 Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος (2025), *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2024*, Πλαίσιο IV.1 “Οικονομετρική εκτίμηση μακροχρόνιων τάσεων στην ελληνική οικονομία”.

12 Βλ. επίσης Rachel, L. and T.D. Smith (2015), “Secular drivers of the global interest rate”, Staff Working Paper No. 571, Bank of England.

13 Βλ. Del Negro et al. (2017), όπ.π.

14 Το υπόδειγμα έχει τροποποιηθεί σε σχέση με αυτό των Del Negro et al. (2017) ως εξής: (α) χρησιμοποιούμε στοχαστική μεταβλητότητα στα κατάλοιπα για να αποφευχθεί πιθανή ακαταλληλότητα (misspecification) του υποδείγματος, η οποία μπορεί να επηρεάσει τις εκτιμήσεις μας, (β) χρησιμοποιούμε την κατανομή t -student στα κατάλοιπα προκειμένου να λάβουμε υπόψη τις ακραίες τιμές (outliers) κατά την περίοδο της πανδημίας, (γ) επεκτείνουμε το υπόδειγμα για να εξετάσουμε τη μακροχρόνια τάση της παραγωγικότητας της εργασίας ως προσδιοριστικό παράγοντα του r -star και (δ) το υπόδειγμα εκτιμάται με υπολογιστικά αποτελεσματικές μεθόδους, έτσι ώστε να μπορεί να αξιοποιηθεί το πληροφοριακό περιεχόμενο μεγάλου αριθμού μεταβλητών. Βλ. επίσης υποσημειώσεις 10 και 11.

15 Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία, οι προαναφερόμενες μεταβλητές αρκούν για την ταυτοποίηση του φυσικού επιτοκίου, αλλά δεν μας δίνουν περαιτέρω πληροφόρηση σχετικά με τους πιθανούς προσδιοριστικούς του παράγοντες. Βλ. και υποσημείωση 10.

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

17 Το άθροισμα των δύο πρώτων συνιστωσών, δηλαδή της μακροχρόνιας τάσης του ρυθμού μεταβολής της παραγωγικότητας της εργασίας και του ρυθμού μεταβολής των ωρών εργασίας, ισούται με τη συνολική επίδραση της μακροχρόνιας τάσης του ρυθμού μεταβολής του ΑΕΠ στο r -star. Η παραγωγικότητα της εργασίας, στο παρόν πλαίσιο, ορίζεται ως το παραγόμενο προϊόν ανά ώρα εργασίας.

Ποιος όμως είναι ο μηχανισμός μέσω του οποίου η παραγωγικότητα της εργασίας επηρεάζει τα πραγματικά επιτόκια; Η μείωση της παραγωγικότητας της εργασίας μπορεί να συνδεθεί με χαμηλότερους μελλοντικούς μισθούς, γεγονός που ωθεί τα νοικοκυριά να αυξήσουν την αποταμίευσή τους προκειμένου να αντιμετωπίσουν την αναμενόμενη μειωμένη εισροή εισοδήματος στο μέλλον (εξομάλυνση κατανάλωσης). Μακροπρόθεσμα, η ενίσχυση της αποταμίευσης θα οδηγήσει σε αύξηση των διαθέσιμων κεφαλαίων, πτώση της απόδοσης των νέων επενδύσεων (επειδή οι επιχειρήσεις θα αναλαμβάνουν όλο και λιγότερο κερδοφόρα επενδυτικά έργα λόγω του πλεονάσματος κεφαλαίων) και τελικά σε μείωση των πραγματικών επιτοκίων.¹⁸ Η μειωμένη παραγωγικότητα της εργασίας θα μπορούσε να επιδράσει πτωτικά στα πραγματικά επιτόκια και μέσω της μείωσης των επενδύσεων από πλευράς των επιχειρήσεων. Η χαμηλή παραγωγικότητα μεταφράζεται συνήθως σε χαμηλές αποδόσεις κεφαλαίου, γεγονός που καθιστά τις επιχειρήσεις απρόθυμες να επενδύσουν σε συγκεκριμένο επίπεδο επιτοκίων, ωθώντας έτσι τα πραγματικά επιτόκια σε ένα χαμηλότερο επίπεδο ισορροπίας.¹⁹

Εμπειρική ανάλυση

Το διάγραμμα παρουσιάζει τα εμπειρικά αποτελέσματα της οικονομετρικής ανάλυσης για τη χρονική περίοδο β' τρίμηνο 1970-γ' τρίμηνο 2024.²⁰ Συγκεκριμένα, το αριστερό γράφημα παρουσιάζει την εκτίμηση για το φυσικό επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ, καθώς και το βραχυπρόθεσμο πραγματικό επιτόκιο, όπως αυτό υπολογίζεται αφαιρώντας από το Euribor 3 μηνών τις πληθωριστικές προσδοκίες. Οι εκτιμήσεις του r-star παρουσιάζουν πολύ μικρότερη διακύμανση σε σχέση με το βραχυπρόθεσμο πραγματικό επιτόκιο, αφού, όπως προαναφέρθηκε, αποτελούν τη μακροχρόνια τάση του, απαλλαγμένη από τις επιδράσεις του οικονομικού κύκλου.

Επιπλέον, οι εκτιμήσεις του υποδείγματος φανερώνουν ότι, μέχρι τα τέλη της δεκαετίας του '80, το πραγματικό φυσικό επιτόκιο κυμαίνεται μεταξύ 2% και 3%, ενώ από το 1990 μέχρι και το 2020 το r-star μειώνεται, σχεδόν γραμμικά, από το 3% στο -0,3% (γ' τρίμηνο 2019). Από το 2020 και μετά, παρατηρείται μια ήπια ανοδική πορεία, η οποία επαναφέρει το πραγματικό r-star σε θετικό έδαφος, όχι όμως υψηλότερα από το 0,1%, όπου και διαμορφώνεται στο τέλος του δείγματος (γ' τρίμηνο 2024). Αξίζει να σημειωθεί ότι τα προαναφερθέντα εμπειρικά ευρήματα συμβαδίζουν με αυτά της διεθνούς βιβλιογραφίας, καθώς και με τις εκτιμήσεις της ΕΚΤ.²¹ Επίσης, το διάστημα εμπιστοσύνης 95% φανερώνει τη σχετικά μεγάλη αβεβαιότητα που εμπεριέχουν οι εκτιμήσεις του r-star, εύρημα το οποίο, όπως προαναφέρθηκε, είναι αναμενόμενο, αλλά ταυτόχρονα υπενθυμίζει ότι οι εκτιμήσεις αυτές θα πρέπει να χρησιμοποιούνται με προσοχή όταν λαμβάνονται αποφάσεις νομισματικής πολιτικής.

Στο δεξιό γράφημα του διαγράμματος παρουσιάζονται οι εκτιμήσεις του r-star σε συνδυασμό με τις εκτιμήσεις του υποδείγματος για τη μακροχρόνια τάση του ρυθμού μεταβολής της παραγωγικότητας της εργασίας. Η γραφική απεικόνιση των οικονομετρικών εκτιμήσεων δείχνει ότι η μακροχρόνια τάση του ρυθμού μεταβολής της παραγωγικότητας της εργασίας εξηγεί μεγάλο μέρος της μεταβολής του r-star. Πιο συγκεκριμένα, από το δ' τρίμηνο του 1999 μέχρι και το δ' τρίμηνο του 2019, δηλαδή την πρώτη 20ετία ζωής του ευρώ, το r-star μειώθηκε κατά 2,17 ποσοστιαίες μονάδες (ποσ. μον.), με το 44% αυτής της μείωσης, δηλαδή 0,97 ποσ. μον., να οφείλεται στη μείωση της τάσης του ρυθμού μεταβολής της παραγωγικότητας της εργασίας. Και οι δύο προαναφερόμενες μειώσεις είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο εμπιστοσύνης 95%, σε αντίθεση με τους λοιπούς προσδιοριστικούς παράγοντες, οι οποίοι μπορεί μεν να εξηγούν το 41% περίπου της πτωτικής πορείας του r-star, δηλαδή 0,90 ποσ. μον., αλλά η συμβολή αυτή δεν είναι στατιστικά σημαντική.²²

18 Για μια πιο τεχνική ανάλυση, βλ. Ramsey, F.P. (1928), "A Mathematical Theory of Saving", *The Economic Journal*, 38(152), 543-559. Συνοπτικά, μια αύξηση της αποταμίευσης αυξάνει μακροπρόθεσμα το λόγο κεφαλαίων προς προϊόν, με αποτέλεσμα τη μείωση του οριακού προϊόντος του κεφαλαίου (marginal product of capital), το οποίο όμως (σύμφωνα με το υπόδειγμα) ισούται με το πραγματικό επιτόκιο.

19 Βλ. υποσημείωση 12.

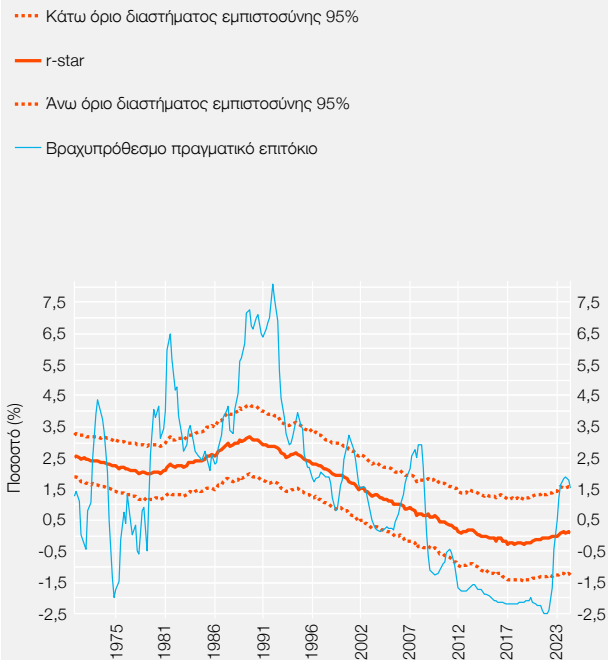
20 Στο υπόδειγμα χρησιμοποιούμε 4 χρονικές υστερήσεις, τα δεδομένα είναι τριμηνιαίας συχνότητας και είναι διαθέσιμα από το 1970. Για περισσότερες λεπτομέρειες σχετικά με τα δεδομένα, βλ. İpek, M.S. and B. Kisacikoglu (2025), "Estimating Euro Area Output Gap Dynamics: Evidence from the Updated Area-Wide Model Database", CEPR Discussion Paper No. 19913. Σχετικά με την εκτίμηση του υποδείγματος, βλ. Louzis, D.P. (2023), "[Trend inflation and inflation expectations in high dimensional vector autoregressions](#)", Conference on Research on Economic Theory and Econometrics (CRETE) 2023.

21 Για παράδειγμα, βλ. υποσημειώσεις 5 και 6.

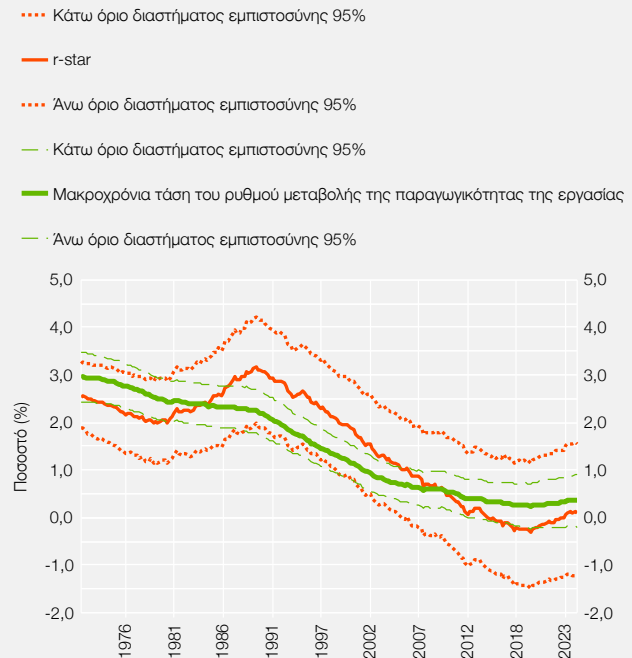
22 Το υπολειπόμενο 15% οφείλεται στη μείωση της μακροχρόνιας τάσης του ρυθμού μεταβολής των ωρών εργασίας, μείωση η οποία επίσης δεν είναι στατιστικά σημαντική, σε επίπεδο εμπιστοσύνης 95%.

Οικονομετρικές εκτιμήσεις του φυσικού επιτοκίου (r-star) και της μακροχρόνιας τάσης του ρυθμού μεταβολής της παραγωγικότητας της εργασίας στη ζώνη του ευρώ

r-star και βραχυπρόθεσμο πραγματικό επιτόκιο



r-star και μακροχρόνια τάση του ρυθμού μεταβολής της παραγωγικότητας της εργασίας



Πηγή: Οικονομετρικές εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

Σημείωση: Το βραχυπρόθεσμο πραγματικό επιτόκιο υπολογίζεται αφαιρώντας από το Euribor 3 μηνών τις πληθωριστικές προσδοκίες.

Συμπεράσματα

Εν κατακλείδι, το παρόν πλαίσιο υπογραμμίζει τη σημασία της ανάπτυξης οικονομετρικών υποδειγμάτων για την εκτίμηση του φυσικού επιτοκίου στη ζώνη του ευρώ και την ταυτοποίηση των προσδιοριστικών του παραγόντων από τη σκοπιά της νομισματικής πολιτικής. Τα βασικά συμπεράσματα της εμπειρικής ανάλυσης μπορούν να συνοψιστούν στις ακόλουθες τρεις διαπιστώσεις: (α) το πραγματικό φυσικό επιτόκιο στην ευρωζώνη μειώθηκε σημαντικά, κατά περίπου 2,17 ποσ. μον., από τη δημιουργία της ζώνης του ευρώ μέχρι και το τέλος της δεκαετίας του 2010, (β) από το 2020 και μετά παρατηρείται μια ασθενής ανοδική τάση, η οποία οδήγησε το πραγματικό r-star ελάχιστα πάνω από το 0% το γ' τρίμηνο του 2024, και (γ) η καθοδική τάση του ρυθμού μεταβολής της παραγωγικότητας της εργασίας εξηγεί σχεδόν το 45% της μείωσης του r-star το χρονικό διάστημα 2000-2020.

Αν και, όπως προαναφέρθηκε, οι εκτιμήσεις του r-star εμπεριέχουν γενικώς μεγάλη αβεβαιότητα και εξαρτώνται σημαντικά από το είδος του υποδείγματος που εφαρμόζεται, η προσεκτική ανάγνωση των εμπειρικών αποτελεσμάτων θα μπορούσε να βοηθήσει τις νομισματικές αρχές στην αξιολόγηση της τρέχουσας νομισματικής πολιτικής, αλλά και στη διαμόρφωση μιας κοινής αντίληψης σχετικά με πιθανές μελλοντικές μεταβολές του r-star. Για παράδειγμα, η εκτίμηση του r-star σε ονομαστικούς όρους²³ ήταν κοντά στο 2% για το γ' τρίμηνο του 2024, το οποίο ήταν χαμηλότερο από το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων της ΕΚΤ κατά την αντίστοιχη περίοδο (3% από 18.12.2024). Αυτό πρακτικά σημαίνει ότι οι νομισματικές αρχές εφαρμόζαν περιοριστική νομισματική πολιτική προκειμένου να μειώσουν το επίπεδο του πληθωρισμού στο 2% μεσοπρόθεσμα.

Τέλος, μια αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας που μπορεί να προέλθει από τις ραγδαίες τεχνολογικές εξελίξεις στον τομέα της τεχνητής νοημοσύνης και της βιομηχανικής ρομποτικής θα μπορούσε ενδεχομένως, και σύμφωνα με τα εμπειρικά αποτελέσματα του παρόντος πλαισίου, να οδηγήσει μεσοπρόθεσμα σε αύξηση του

23 Αθροίζοντας τις πληθωριστικές προσδοκίες, οι οποίες ήταν περίπου 2% κατά το γ' τρίμηνο του 2024.

φυσικού επιτοκίου. Αν και η πρόβλεψη για την πορεία του φυσικού επιτοκίου είναι εξαιρετικά αβέβαιη και πολύπλοκη, η ταυτοποίηση των παραγόντων που οδηγούν σε μεταβολές του r -star είναι βαρύνουσας σημασίας για τις νομισματικές αρχές, καθώς τις βοηθούν να λαμβάνουν έγκαιρες αποφάσεις πολιτικής.

IV ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Η ελληνική οικονομία συνέχισε να αναπτύσσεται και στη διάρκεια του α' τριμήνου του 2025, με ρυθμό 2,2%, σημαντικά υψηλότερο από τον αντίστοιχο μέσο όρο της ευρωζώνης, παρά την αύξηση της διεθνούς αβεβαιότητας. Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλαν κυρίως η ιδιωτική κατανάλωση και οι εξαγωγές αγαθών, ενώ η συμβολή των επενδύσεων ήταν αρνητική, κυρίως λόγω της υστέρησης των κατασκευαστικών έργων που περιλαμβάνονται στο Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ). Η δραστηριότητα στη βιομηχανία, στον αγροτικό τομέα και στις υπηρεσίες παρέμεινε σε θετικό έδαφος, σύμφωνα και με τους περισσότερους βραχυχρόνιους δείκτες. Οι προσδοκίες των επιχειρήσεων διατηρούν το δυναμισμό τους σε αντίθεση με την εμπιστοσύνη των καταναλωτών, η οποία εξακολουθεί να βρίσκεται, με διακυμάνσεις, σε χαμηλό επίπεδο.

Ο γενικός πληθωρισμός συνεχίζει να αποκλιμακώνεται, ωστόσο με αργό ρυθμό, και στη διάρκεια των πρώτων μηνών του 2025. Η εμμονή του πληθωρισμού των υπηρεσιών, λόγω μισθολογικών αυξήσεων και υψηλής, εξωτερικής κυρίως, ζήτησης, εμποδίζει την ταχεία αποκλιμάκωσή του.

Η ελληνική αγορά ακινήτων εξακολουθεί να προσελκύει επενδυτικό ενδιαφέρον και στις αρχές του τρέχοντος έτους, παρά τις αυξανόμενες επισφάλειες στο διεθνές πολιτικό και οικονομικό περιβάλλον. Παράλληλα, η οικονομική προσιτότητα της στέγασης συνεχίζει να αποτελεί σημαντικό ζήτημα για τα νοικοκυριά.

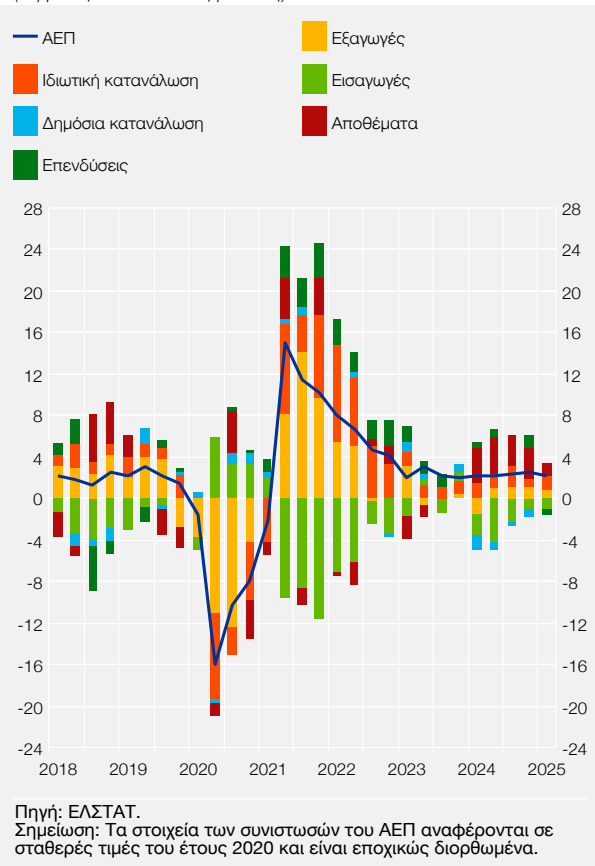
Στην αγορά εργασίας, η απασχόληση κατέγραψε και το α' τρίμηνο του 2025 θετικό – αν και ελαφρά επιβραδυνόμενο – ετήσιο ρυθμό μεταβολής και το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε περαιτέρω. Η στενότητα στην αγορά εργασίας που χαρακτηρίζει σημαντικούς κλάδους της οικονομίας, όπως ο τουρισμός, οι κατασκευές, η μεταποίηση και ο πρωτογενής τομέας, φαίνεται ότι τα τελευταία τρίμηνα αποκλιμακώνεται.

Σε ό,τι αφορά την ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας, οι έως τώρα συναλλαγματικές εξελίξεις για το 2025, σε συνδυασμό με την προβλεπόμενη πορεία του πληθωρισμού, εκτιμάται ότι θα επιβαρύνουν ελαφρώς την ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας, παρά τη σωρευτική βελτίωση της προηγούμενης 15ετίας.

Το α' τρίμηνο του 2025 το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αυξήθηκε σε σχέση με το ίδιο διάστημα του 2024, λόγω της επιδείνωσης των ισοζυγίων υπηρεσιών, δευτερογενών

Διάγραμμα IV.1 Συμβολές στην ετήσια μεταβολή του ΑΕΠ από την πλευρά της ζήτησης (α' τρίμηνο 2018-α' τρίμηνο 2025)

(συμβολές σε ποσοστιαίες μονάδες)



εισοδημάτων και αγαθών, η οποία αντισταθμίστηκε έως ένα βαθμό από τη βελτίωση του ισοζυγίου πρωτογενών εισοδημάτων.

Σε συνθήκες ιδιαίτερα αυξημένης διεθνούς αβεβαιότητας λόγω των πολιτικών εμπορικού προστατευτισμού και των γεωπολιτικών ανακατατάξεων, η διατήρηση ικανοποιητικού ρυθμού ανάπτυξης που θα βασίζεται σε ένα βιώσιμο παραγωγικό υπόδειγμα αποτελεί τη σημαντικότερη πρόκληση για την ελληνική οικονομία. Στην κατεύθυνση αυτή εκτιμάται ότι θα συμβάλουν η συνέχιση των μεταρρυθμίσεων, η ταχύτερη υλοποίηση του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, ιδιαίτερα σε ό,τι αφορά επενδύσεις σε υποδομές για την αντιμετώπιση των επιπτώσεων της κλιματικής κρίσης και την ψηφιακή μετάβαση, αλλά και η περαιτέρω ενίσχυση της εξωστρέφειας της οικονομίας.

Η ελληνική οικονομία προβλέπεται ότι θα αναπτυχθεί με ρυθμό 2,3% το 2025, 2,0% το 2026 και 2,1% το 2027, ενώ ο πληθωρισμός θα διαμορφωθεί σε 2,5%, 2,1% και 2,4 αντίστοιχα. Οι κίνδυνοι που περιβάλλουν την πρόβλεψη για το ΑΕΠ παραμένουν καθοδικοί και συνδέονται κυρίως με την επιβολή μέτρων εμπορικού προστατευτισμού και την άνοδο της αβεβαιότητας σε ευρωπαϊκό και διεθνές επίπεδο, με δυσμενέστερες γεωπολιτικές εξελίξεις και τις επιπτώσεις τους στην ευρωπαϊκή οικονομία, με τη στενότητα στην αγορά εργασίας και ενδεχόμενες μισθολογικές πιέσεις, καθώς και με την εκδήλωση καταστροφικών φαινομένων που απορρέουν κυρίως από την κλιματική κρίση.

1 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ¹

1.1 Εξελίξεις από την πλευρά της ζήτησης

Η οικονομική δραστηριότητα αναπτύχθηκε με ρυθμό 2,2% το α' τρίμηνο του 2025, σημαντικά υψηλότερο από το μέσο ρυθμό ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ (1,5%). Βασική συνιστώσα της

Πίνακας IV.1 Ζήτηση και ΑΕΠ (2021-α' τρίμηνο 2025)

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

	2021	2022	2023	2024	2024 (β' τρίμ.)	2024 (γ' τρίμ.)	2024 (δ' τρίμ.)	2025 (α' τρίμ.)
Ιδιωτική κατανάλωση	5,1 (3,7)	8,6 (6,2)	1,8 (1,3)	2,1 (1,5)	2,0 (1,4)	2,7 (1,9)	1,1 (0,8)	1,9 (1,3)
Δημόσια κατανάλωση	1,8 (0,4)	0,1 (0,0)	2,6 (0,6)	-4,1 (-0,9)	-4,2 (-0,9)	-1,8 (-0,4)	-3,4 (-0,7)	0,7 (0,1)
Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	21,7 (2,7)	16,4 (2,3)	6,6 (1,0)	4,5 (0,7)	4,6 (0,7)	0,7 (0,1)	7,6 (1,2)	-3,2 (-0,5)
Επενδύσεις σε κατοικίες	31,8 (0,3)	57,8 (0,7)	24,7 (0,5)	2,7 (0,1)	-6,7 (-0,2)	7,0 (0,2)	27,8 (0,6)	-0,3 (0,0)
Εγχώρια τελική ζήτηση ¹	6,3 (6,8)	7,9 (8,5)	2,6 (2,9)	1,3 (1,3)	1,2 (1,3)	1,6 (1,6)	1,2 (1,3)	0,9 (0,9)
Αποθέματα και στατιστικές διαφορές (ως % του ΑΕΠ)	2,1	1,9	1,0	4,1	4,0	4,8	5,1	3,8
Εγχώρια ζήτηση	7,2 (7,9)	7,5 (8,1)	1,9 (2,0)	4,0 (4,3)	5,1 (5,4)	3,3 (3,5)	2,3 (2,5)	2,3 (2,5)
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	24,4 (7,5)	6,6 (2,5)	1,9 (0,8)	1,0 (0,3)	2,6 (0,9)	3,1 (1,1)	2,9 (1,0)	2,2 (0,8)
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	17,4 (-6,7)	11,0 (-4,8)	0,9 (-0,5)	5,5 (-2,3)	9,8 (-4,2)	5,4 (-2,4)	2,4 (-1,0)	2,4 (-1,1)
Εξωτερική ζήτηση	... (0,8)	... (-2,3)	... (0,3)	... (-2,1)	... (-3,2)	... (-1,3)	... (0,0)	... (-0,3)
Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν σε τιμές αγοράς	8,7	5,7	2,3	2,3	2,2	2,3	2,5	2,2

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, τριμηνιαίοι εθνικοί λογαριασμοί, 6 Ιουνίου 2025. Τα ετήσια στοιχεία είναι μη εποχικώς διορθωμένα. Τα τριμηνιαία στοιχεία είναι εποχικώς διορθωμένα.

Σημείωση: Εντός παρενθέσεως, συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες.

1 Δεν περιλαμβάνονται αποθέματα και στατιστικές διαφορές.

1 Το κείμενο βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία που ήταν διαθέσιμα μέχρι τις 10.6.2025.

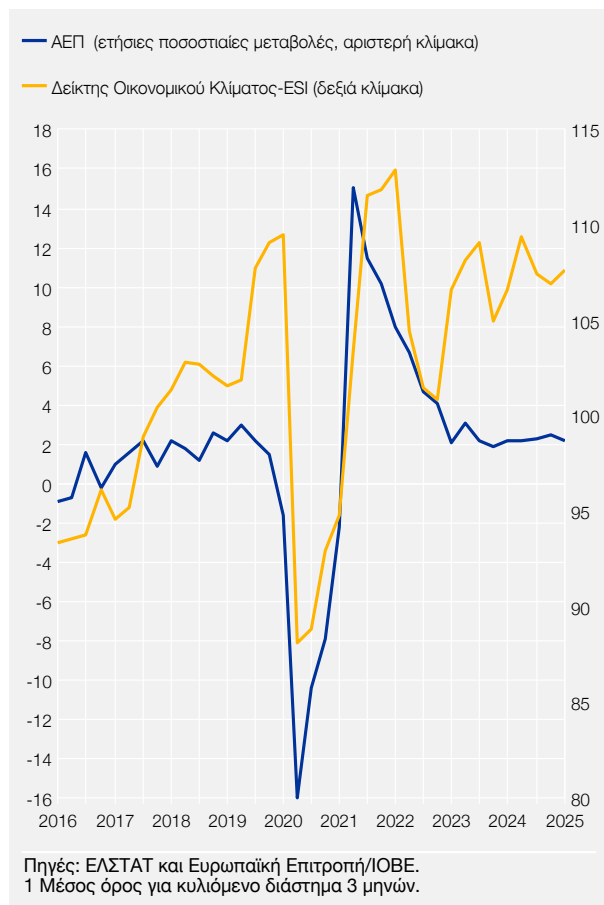
ανάπτυξης ήταν η ιδιωτική κατανάλωση, ενώ και η άνοδος των εξαγωγών αγαθών συνέβαλε θετικά στο ΑΕΠ. Αντίθετα, οι επενδύσεις υποχώρησαν κυρίως λόγω της υστέρησης των επενδύσεων σε έργα υποδομής. Παράλληλα, αρνητική ήταν η συνολική συμβολή του εξωτερικού τομέα, καθώς οι εξαγωγές υπηρεσιών κατέγραψαν ελαφρά κάμψη συνεπεία της μείωσης των μεταφορικών εισπράξεων, ενώ οι εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών συνέχισαν να αυξάνονται με υψηλούς ρυθμούς (βλ. Διάγραμμα IV.1 και Πίνακα IV.1). Σημειώνεται ότι οι περισσότεροι δείκτες οικονομικής δραστηριότητας (βλ. Διάγραμμα IV.2 και Πίνακα IV.2) επιβεβαιώνουν τη συνέχιση της αναπτυξιακής δυναμικής το α' τρίμηνο του 2025.

Η ιδιωτική κατανάλωση αποτέλεσε τη βασική συνιστώσα της ανάπτυξης το 2024, καταγράφοντας άνοδο 2,1%, έναντι 1,8% το 2023, καθώς υποστηρίχθηκε από την αύξηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών. Σύμφωνα με τους τριμηνιαίους μη χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς των θεσμικών τομέων που καταρτίζει η ΕΛΣΤΑΤ, το ονομαστικό διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών και των μη κερδοσκοπικών ιδρυμάτων που εξυπηρετούν τα νοικοκυριά (ΜΚΙΕΝ) αυξήθηκε κατά 4,4% το 2024, κυρίως λόγω της θετικής συμβολής του εισοδήματος από την εργασία (δηλαδή του εισοδήματος εξαρτημένης εργασίας και του εισοδήματος αυτοαπασχολούμενων, βλ. Διάγραμμα IV.3). Συγκεκριμένα, το ονομαστικό εισόδημα εξαρτημένης εργασίας ενισχύθηκε σημαντικά το 2024 (+7,4%, έναντι +5,3% το 2023), χάρη στην άνοδο πρωτίστως των αμοιβών ανά μισθωτό (+6,0%) και δευτερευόντως του αριθμού των απασχολούμενων μισθωτών (+1,4%), που αντανakλούσαν τις θετικές εξελίξεις στην αγορά εργασίας και την αύξηση των μισθών ιδίως στο κάτω άκρο της κατανομής. Στην ενίσχυση των εισοδημάτων των νοικοκυριών σημαντική συμβολή είχαν τα μέτρα της κυβέρνησης, όπως η αύξηση του κατώτατου μισθού, οι ενεργητικές πολιτικές απασχόλησης και τα στοχευμένα μέτρα στήριξης των ευάλωτων κοινωνικών ομάδων. Από την άλλη πλευρά, αρνητικά επέδρασε η άνοδος των φόρων εισοδήματος και πλούτου και των εισφορών κοινωνικής ασφάλισης. Το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα κατέγραψε μικρή άνοδο το 2024 κατά 0,7% (έναντι 3,4% το 2023) συνεπεία του πληθωρισμού.

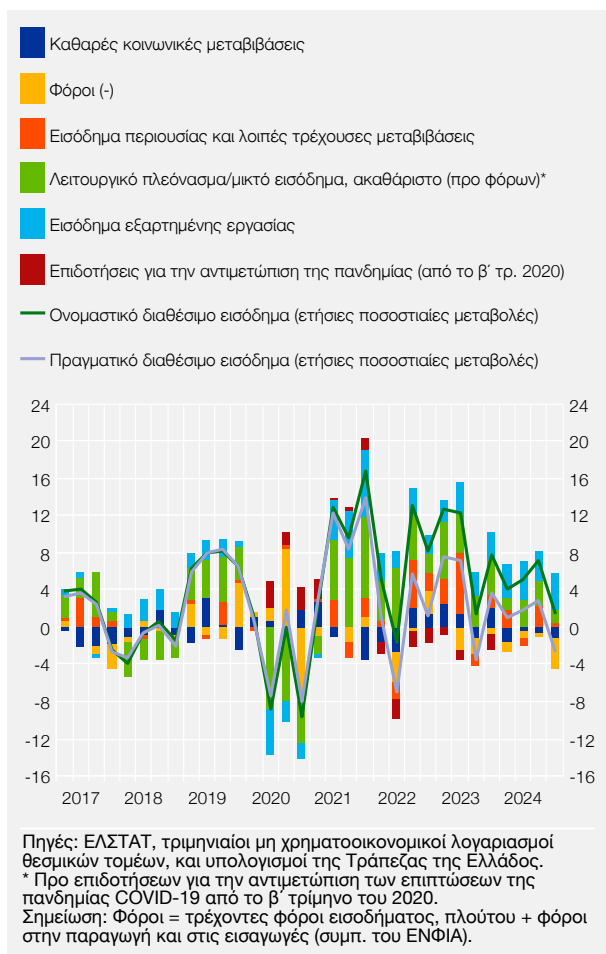
Η άνοδος της καταναλωτικής ζήτησης, παρά την επιβράδυνση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, είχε ως αποτέλεσμα τη μείωση των αποταμιεύσεων των νοικοκυριών. Ο μέσος όρος του ποσοστού αποταμίευσης των νοικοκυριών (που ορίζεται ως η ακαθάριστη αποταμίευση προς το ακαθάριστο διαθέσιμο εισόδημα) για κυλιόμενο διάστημα τεσσάρων τριμήνων καταδεικνύει ότι τα υψηλά ποσοστά αποταμίευσης που είχαν καταγραφεί την περίοδο της πανδημίας (+4,6% το 2021) μειώθηκαν στο διάστημα 2022-2024 και επανήλθαν στα προ πανδημίας επίπεδα (-3,3% το 2024, βλ. Διάγραμμα IV.4).

Η ιδιωτική κατανάλωση συνέχισε να αυξάνεται το α' τρίμηνο του 2025 και να αποτελεί τη βασική συνιστώσα της ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας. Η αύξηση της καταναλωτικής ζήτησης

Διάγραμμα IV.2 ΑΕΠ και Δείκτης Οικονομικού Κλίματος-ESI¹
(α' τρίμηνο 2016-α' τρίμηνο 2025)



Διάγραμμα IV.3 Συμβολές στη μεταβολή του διαθέσιμου εισοδήματος (α' τρίμηνο 2017-δ' τρίμηνο 2024)



καταγράφεται στην άνοδο των λιανικών πωλήσεων και των εσόδων ΦΠΑ σε σταθερές τιμές (βλ. Πίνακα IV.2). Η ιδιωτική κατανάλωση αναμένεται να συνεχίσει να αποτελεί βασική συνιστώσα της ανάπτυξης για το σύνολο του 2025, υποστηριζόμενη από την ενίσχυση του πραγματικού εισοδήματος των νοικοκυριών, λόγω της προβλεπόμενης ανόδου της απασχόλησης και των μισθών, εν μέσω της υπάρχουσας στενότητας στην αγορά εργασίας και χάρη στην περαιτέρω αύξηση του κατώτατου μισθού. Τα πραγματικά εισοδήματα των νοικοκυριών θα ενισχύσει επίσης η αναμενόμενη μείωση του πληθωρισμού. Επιπλέον, σύμφωνα με τον Προϋπολογισμό για το 2025, προβλέπονται δημοσιονομικά μέτρα με ισχύ από το 2025 με στόχο την ενίσχυση του διαθέσιμου εισοδήματος, όπως η μείωση κατά μία ποσοστιαία μονάδα των ασφαλιστικών εισφορών, η κατάργηση του τέλους επιτηδεύματος στους ελεύθερους επαγγελματίες, η αύξηση των συντάξεων και η οριζόντια αύξηση του μισθολογίου του δημόσιου τομέα. Οι κίνδυνοι που περιβάλλουν την εξέλιξη της ιδιωτικής κατανάλωσης συνδέονται με την άνοδο της αβεβαιότητας, η οποία αντανakλάται στα χαμηλά επίπεδα του δείκτη εμπιστοσύνης των καταναλωτών (βλ. Διάγραμμα IV.5), κυρίως λόγω της αβεβαιότητας των καταναλωτών συνεπεία των πολιτικών προστατευτισμού και των γεωπολιτικών εξελίξεων που ενδέχεται να πλήξουν την παγκόσμια ανάπτυξη.

Το α' τρίμηνο του 2025 οι επενδύσεις υποχώρησαν. Ειδικότερα, ο ακαθάριστος σχηματισμός πάγιου κεφαλαίου μειώθηκε κατά -3,2% το α' τρίμηνο του 2025, έναντι αύξησης κατά 3,7% την αντίστοιχη περίοδο του 2024. Η υποχώρηση οφείλεται κυρίως στη μείωση των "Άλλων κατασκευών" κατά 9,2% και των επενδύσεων σε "Εξοπλισμό ΤΠΕ" κατά 10,2%, ενώ οι επενδύσεις σε "Μεταφορικό εξοπλισμό" υποχώρησαν κατά 3,2% και οι επενδύσεις σε "Κατοικίες" υποχώρησαν κατά 0,3%. Αντίθετα, θετικά κινήθηκε η κατηγορία "Μηχανολογικός εξοπλισμός και οπτικά συστήματα" (+6,3%). Τέλος, οι επενδύσεις σε "Άλλα προϊόντα" παρουσίασαν αύξηση κατά 1,1%.

Το 2024² η συνολική χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα ενισχύθηκε σε 14,2% του ΑΕΠ, από 12,2% του ΑΕΠ το 2023, λόγω της δυναμικής αύξησης της εξωτερικής χρηματοδότησης (κυρίως δανεισμός), η οποία αντιστάθμισε εν μέρει την υποχώρηση της εσωτερικής χρηματοδότησης³ (από ιδιωτικούς αποταμιευτικούς πόρους) (βλ. Διάγραμμα IV.6). Πιο συγκεκριμένα, το 2024 οι ιδιωτικοί αποταμιευτικοί πόροι που ήταν διαθέσιμοι για επενδύσεις διαμορφώθηκαν σε 6,7% του ΑΕΠ, συνεχίζοντας την καθοδική τους πορεία από 8,4% του ΑΕΠ το 2022 και 8,0% του ΑΕΠ το 2023.

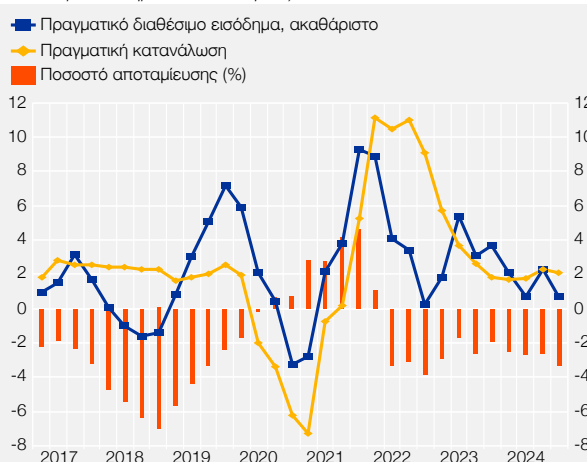
2 Η παρούσα ανάλυση γίνεται με βάση το κυλιόμενο άθροισμα τεσσάρων τριμήνων και σε ονομαστικούς όρους.

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

Το 2024 ο ρυθμός ανόδου της κατανάλωσης (5,8%) ήταν υψηλότερος από αυτόν του διαθέσιμου εισοδήματος (4,4%), με αποτέλεσμα η αποταμίευση των νοικοκυριών να γίνει εντονότερα αρνητική (-1,9% του ΑΕΠ) συγκριτικά με το 2023 (-0,9% του ΑΕΠ). Η υψηλή καταναλωτική δαπάνη, η απόσυρση των μέτρων στήριξης για την αντιμετώπιση της πανδημίας και της ενεργειακής κρίσης, η συνέχιση της εκτόνωσης της δεσμευμένης, κατά τη διάρκεια της πανδημίας, ζήτησης και η αποπληρωμή των φορολογικών υποχρεώσεων συνέχισαν να επιβαρύνουν τις αποταμιεύσεις των νοικοκυριών και να τις ωθούν κοντά στον αρνητικό μέσο όρο (-2%) της προ πανδημίας περιόδου (2016-2019). Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει το γεγονός ότι οι δαπάνες για διαρκή αγαθά σε πραγματικούς όρους παρέμειναν σε πολύ υψηλότερα επίπεδα το 2024 (9,6 δισεκ. ευρώ) συγκριτικά με το 2019 (6,7 δισεκ. ευρώ), απελευθερώνοντας μέρος της δεσμευμένης ζήτησης των ετών της πανδη-

Διάγραμμα IV.4 Ιδιωτική κατανάλωση, διαθέσιμο εισόδημα νοικοκυριών και ποσοστό αποταμίευσης¹ (α' τρίμηνο 2017-6' τρίμηνο 2024)

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



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

Πίνακας IV.2 Δείκτες καταναλωτικής και επενδυτικής ζήτησης (2020-2025)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)¹

	2020	2021	2022	2023	2024	2025 (διαθέσιμη περίοδος)
Όγκος λιανικού εμπορίου (γενικός δείκτης)	-4,0	10,2	3,3	-3,3	-1,6	3,0 (Ιαν.-Μάρτ.)
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στο λιανικό εμπόριο	-20,6	15,2	-5,3	21,9	-9,8	-7,2 (Ιαν.-Μάιος)
Δείκτης εμπιστοσύνης καταναλωτών	-32,5	-35,4	-50,7	-40,0	-46,0	-44,0 (Ιαν.-Μάιος)
Έσοδα από ΦΠΑ σε τιμές 2020 ²	-14,6	14,6	12,2	5,5	9,6	6,1 (Ιαν.-Απρ.)
Νέες κυκλοφορίες Ι.Χ. επιβατικών αυτοκινήτων	-26,6	22,2	6,7	16,5	3,4	-1,9 (Ιαν.-Απρ.)
Καταναλωτική πίστη ³	-2,2 (Δεκ.)	-0,3 (Δεκ.)	1,2 (Δεκ.)	3,4 (Δεκ.)	6,3 (Δεκ.)	5,4 (Απρ.)
Βαθμός χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία παραγωγής κεφαλαιακών αγαθών	70,1	74,7	68,7	71,0	75,1	74,5 (α' τρίμ.)
Παραγωγή κεφαλαιακών αγαθών	0,2	13,8	5,5	6,0	0,2	8,2 (Ιαν.-Μάρτ.)
Εκταμιεύσεις Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ)	88,7	-15,5	22,5	1,6	18,9	-30,4 (Ιαν.-Απρ.)
Τραπεζική χρηματοδότηση των εγχώριων μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων ³	9,8 (Δεκ.)	2,8 (Δεκ.)	11,9 (Δεκ.)	5,8 (Δεκ.)	13,6 (Δεκ.)	17,2 (Απρ.)
Στεγαστική πίστη ³	-2,7 (Δεκ.)	-3,0 (Δεκ.)	-3,6 (Δεκ.)	-3,5 (Δεκ.)	-2,6 (Δεκ.)	-2,2 (Απρ.)
Δείκτης παραγωγής στις κατασκευές (σταθερές τιμές)	-	-	12,7	9,6	19,9	-
Όγκος νέων οικοδομών και προσθηκών βάσει αδειών	5,9	45,9	-2,2	15,9	8,7	-25,7 (Ιαν.-Φεβρ.)
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές	7,9	103,5	-10,2	24,3	6,2	7,2 (Ιαν.-Μάιος)

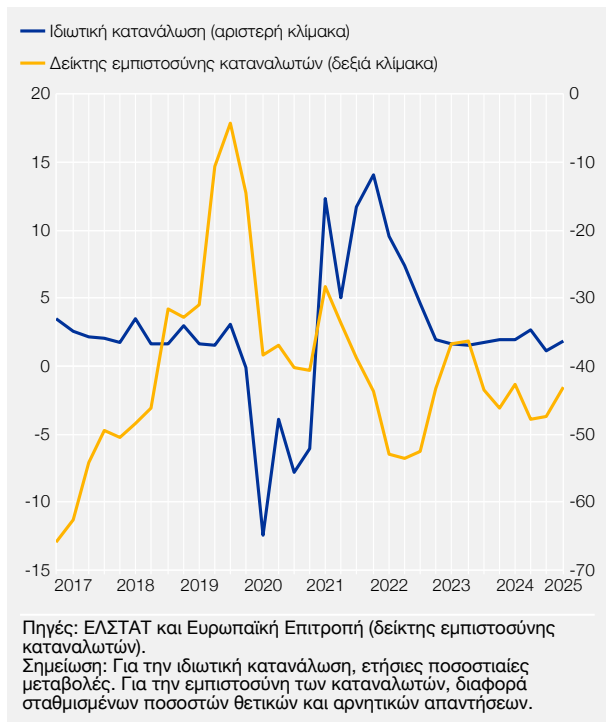
Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ (λιανικό εμπόριο, αυτοκίνητα, παραγωγή κεφαλαιακών αγαθών, όγκος οικοδομών, παραγωγή στις κατασκευές), Υπουργείο Οικονομικών, Γενικό Λογιστήριο του Κράτους (έσοδα ΦΠΑ), IOBE (προσδοκίες, βαθμός χρησιμοποίησης), IOBE και Ευρωπαϊκή Επιτροπή (δείκτης εμπιστοσύνης καταναλωτών), Τράπεζα της 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 %).

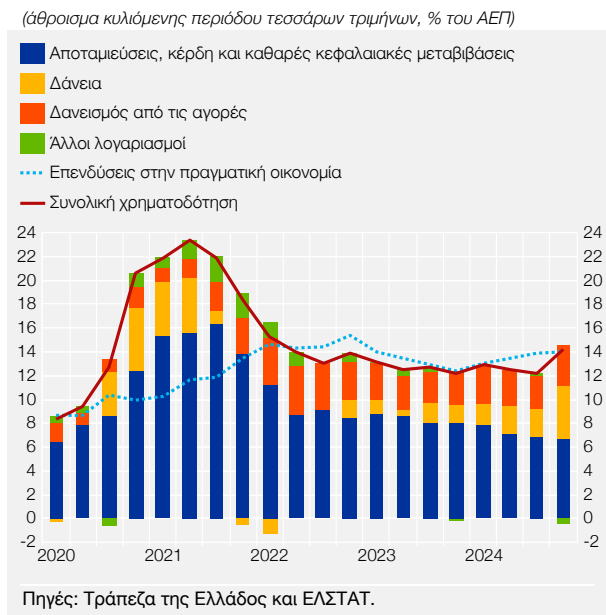
2 Αποπληθωρισμένα με το Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕΛΣΤΑΤ).

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

Διάγραμμα IV.5 Ιδιωτική κατανάλωση και εμπιστοσύνη των καταναλωτών
(α' τρίμηνο 2017-α' τρίμηνο 2025)



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



μίας.⁴ Έτσι, η πλεονάζουσα αποταμίευση που δημιουργήθηκε η πανδημία, συνδυαστικά με την άνοδο των μισθών, τροφο- δότησε την ενίσχυση της κατανάλωσης το 2024.

Παράλληλα, η αποταμίευση των επιχειρήσεων (παρακρατηθέντα κέρδη) σταθεροποιήθηκε σε 8,6% του ΑΕΠ το 2024 από 8,9% το 2023, βελτιωμένη συγκριτικά με το προ πανδημίας επίπεδο (7,7% του ΑΕΠ κατά μέσο όρο την περίοδο 2016-2019). Η εξέλιξη αυτή αντανάκλασε πληθώρα παραγόντων, όπως τις καλές επιδόσεις του βιομηχανικού, κατασκευαστικού και τουριστικού τομέα και της οικονομίας γενικότερα, τα υψηλά επίπεδα πληθωρισμού, την ισχυρή καταναλωτική ζήτηση, καθώς και τις επιχορηγήσεις του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF). Αξιοσημείωτο είναι ότι η αύξηση του κόστους εργασίας των επιχειρήσεων (βλ. Ενότητα 4.3) και η απόσυρση των κυβερνητικών μέτρων στήριξης για την αντιμετώπιση της πανδημικής και ενεργειακής κρίσης μετρίασαν σε περιορισμένο μόνο βαθμό τη δυναμική της αποταμίευσης των επιχειρήσεων.

Το 2024 οι ακαθάριστες επενδύσεις κεφαλαίου του ιδιωτικού τομέα στην πραγματική οικονομία αυξήθηκαν σε 14,0% του ΑΕΠ (ή 33,2 δισεκ. ευρώ), από 12,4% του ΑΕΠ (ή 28,0 δισεκ. ευρώ) το 2023. Σε σχέση με το 2022, όταν ο καθαρός σχηματισμός κεφαλαίου από τις επιχειρήσεις είχε καταγράψει την ιστορικά υψηλότερη τιμή του (6,4% του ΑΕΠ), αντανάκλωντας την ισχυρή επέκταση της παραγωγικής κεφαλαιακής τους βάσης, το 2024 διαφαίνεται μείωση της δυναμικής αυτής (5,2% του ΑΕΠ). Επίσης, το 2024 ο ιδιωτικός τομέας σημείωσε χρηματοδοτικό έλλειμμα, το οποίο ανήλθε σε 7,3% του ΑΕΠ. Αυτό συνίστατο σε έλλειμμα 5,5% του ΑΕΠ για τα νοικοκυριά και 1,8% για τις επιχειρήσεις.

Οι αρνητικές επιπτώσεις της κλιματικής αλλαγής, καθώς και η εξάρτηση της Ελλάδας για ορυκτά καύσιμα από εισαγωγές καθιστούν επιτακτικά αναγκαία την περαιτέρω ανάπτυξη υποδομών ανανεώσιμων πηγών ενέργειας (ΑΠΕ), η οποία θα μειώσει το ενεργειακό κόστος για τους οικιακούς καταναλωτές και τις επιχειρή-

4 Τα διαρκή αγαθά είναι συνυφασμένα με την έννοια της δεσμευμένης ζήτησης (pent-up demand) (βλ. Πλαίσιο IV.3 "Η καταναλωτική συμπεριφορά των νοικοκυριών την περίοδο της πανδημίας", Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2021).

σεις, θα περιορίσει την ενεργειακή εξάρτηση της Ελλάδος από το εξωτερικό και κυρίως θα ενισχύσει την οικονομική δραστηριότητα και την απασχόληση. Σύμφωνα με το “Εθνικό Σχέδιο για την Ενέργεια και το Κλίμα” που κυρώθηκε το Δεκέμβριο του 2024, μέχρι το 2030 θα υλοποιηθούν δράσεις όπως η περαιτέρω ανάπτυξη ηλεκτροπαραγωγής από ΑΠΕ, η ενεργειακή αναβάθμιση κτιρίων, ο εξηλεκτρισμός των οδικών μεταφορών και η επέκταση των υποδομών φόρτισης οχημάτων, τα έργα δέσμευσης και αποθήκευσης ή χρήσης διοξειδίου του άνθρακα κ.ά., που θα απαιτήσουν σημαντική αύξηση των επενδύσεων. Σύμφωνα με το Εθνικό Σχέδιο, η υλοποίηση των παραπάνω δράσεων προβλέπεται να συνεισφέρει 5,5 δισεκ. ευρώ στην ακαθάριστη προστιθέμενη αξία και να δημιουργήσει 205 χιλιάδες επιπλέον θέσεις εργασίας έως το 2030.

Το 2024 τα έσοδα από ιδιωτικοποιήσεις αυξήθηκαν σημαντικά σε σχέση με τα προηγούμενα έτη, καθώς, σύμφωνα με τον Προϋπολογισμό 2025, ανήλθαν σε 4.180 εκατ. ευρώ (από 410,8 εκατ. ευρώ το 2023 και 539,1 εκατ. ευρώ το 2022), τα οποία προήλθαν κυρίως από τη νέα 25ετή σύμβαση παραχώρησης της Αττικής Οδού (3.270 εκατ. ευρώ) και την εισαγωγή του Διεθνούς Αερολιμένα Αθηνών στη ρυθμιζόμενη αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών (784,7 εκατ. ευρώ). Για το 2025 αναμένονται έσοδα ύψους 1.881,1 εκατ. ευρώ, που θα προέλθουν κυρίως από τη μακροχρόνια παραχώρηση (35 έτη) της Εγνατίας Οδού (1.350 εκατ. ευρώ). Το Δεκέμβριο του 2024 το Κυβερνητικό Συμβούλιο Οικονομικής Πολιτικής (ΚΥΣΟΙΠ) ενέκρινε το Επιχειρησιακό Πρόγραμμα Αξιοποίησης του ΤΑΙΠΕΔ, που περιλαμβάνει 41 έργα, όπως η αξιοποίηση της ΕΥΔΑΠ και της ΕΥΑΘ, η πώληση μετοχικού μεριδίου στη HelleniQ Energy, καθώς και η αξιοποίηση λιμένων, μαρινών και άλλων ακινήτων.

1.2 Εξελίξεις από την πλευρά της προσφοράς

Η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία της οικονομίας διατήρησε τη θετική της δυναμική το α' τρίμηνο του 2025, λόγω της ανόδου του προϊόντος του τομέα της βιομηχανίας συμπεριλαμβανομένης της ενέργειας, του αγροτικού τομέα και των υπηρεσιών. Αντίθετα, μείωση κατέγραψε το προϊόν του τομέα των κατασκευών (βλ. Πίνακα IV.3).

Πίνακας IV.3 Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές (2022-α' τρίμηνο 2025)

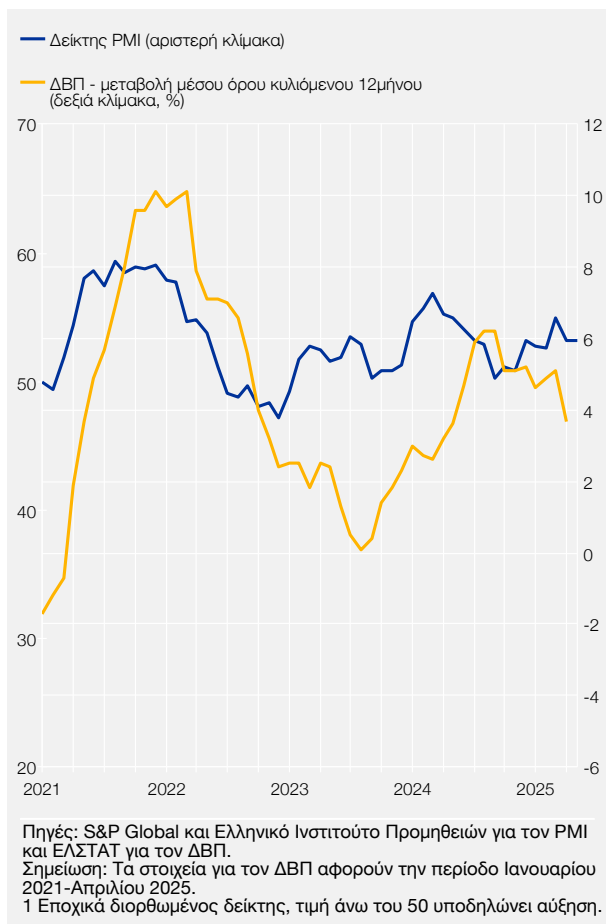
(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές και συμβολές ανά κλάδο, σε σταθερές τιμές έτους 2020)

	2022	2023	2024	2024 (β' τρίμ.)	2024 (γ' τρίμ.)	2024 (δ' τρίμ.)	2025 (α' τρίμ.)
Γεωργία, δασοκομία και αλιεία	16,0 (0,6)	-26,8 (-1,2)	-1,9 (-0,1)	-4,0 (-0,1)	0,8 (0,0)	9,7 (0,3)	9,0 (0,3)
Δευτερογενής τομέας	1,9 (0,4)	4,7 (0,7)	6,1 (1,0)	9,4 (1,6)	4,5 (0,8)	4,7 (0,8)	2,3 (0,4)
Βιομηχανία συμπεριλαμβανομένης της ενέργειας	1,7 (0,3)	3,9 (0,5)	6,4 (1,0)	11,3 (1,6)	4,7 (0,7)	4,0 (0,6)	3,8 (0,6)
Κατασκευές	2,8 (0,1)	11,2 (0,2)	4,2 (0,1)	-3,2 (-0,1)	3,0 (0,1)	9,7 (0,2)	-9,3 (-0,2)
Τριτογενής τομέας	5,5 (4,3)	3,3 (2,7)	1,0 (0,8)	0,8 (0,7)	1,4 (1,1)	0,8 (0,6)	0,8 (0,6)
Εμπόριο, ξενοδοχεία και εστιατόρια, μεταφορές και αποθήκευση	9,4 (2,2)	1,8 (0,5)	1,5 (0,3)	1,8 (0,4)	1,8 (0,4)	1,6 (0,4)	1,4 (0,3)
Ενημέρωση και επικοινωνία	7,6 (0,3)	4,7 (0,2)	3,4 (0,1)	3,9 (0,2)	3,2 (0,1)	1,0 (0,0)	-1,0 (0,0)
Χρηματοπιστωτικές και ασφαλιστικές δραστηριότητες	4,7 (0,2)	4,0 (0,2)	2,5 (0,1)	1,0 (0,1)	2,8 (0,1)	3,6 (0,2)	3,8 (0,2)
Δραστηριότητες σχετικές με την ακίνητη περιουσία	2,2 (0,4)	5,1 (0,9)	0,4 (0,1)	0,4 (0,1)	0,4 (0,1)	0,4 (0,1)	0,4 (0,1)
Επαγγελματικές, επιστημονικές και τεχνικές δραστηριότητες	10,9 (0,6)	7,8 (0,5)	1,8 (0,1)	0,0 (0,0)	6,6 (0,4)	-0,1 (0,0)	2,5 (0,2)
Δημόσια διοίκηση και άμυνα	1,4 (0,3)	1,0 (0,2)	-0,4 (-0,1)	-0,5 (-0,1)	-0,8 (-0,2)	0,0 (0,0)	-0,7 (-0,1)
Τέχνες, διασκέδαση και ψυχαγωγία	8,8 (0,3)	5,9 (0,2)	1,2 (0,0)	1,4 (0,0)	2,1 (0,1)	-1,0 (0,0)	0,0 (0,0)
Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές	5,3	2,2	1,8	2,2	2,0	1,9	1,5

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, τριμηνιαίοι εθνικοί λογαριασμοί, 6 Ιουνίου 2025. Τα ετήσια στοιχεία είναι μη εποχικώς διορθωμένα. Τα τριμηνιαία στοιχεία είναι εποχικώς διορθωμένα.

Σημείωση: Εντός παρενθέσεων, συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες.

Διάγραμμα IV.7 Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών¹ (PMI) και Δείκτης Βιομηχανικής Παραγωγής (ΔΒΠ) (Ιανουάριος 2021-Μάιος 2025)



Το προϊόν του αγροτικού τομέα κατέγραψε δυναμική άνοδο το α' τρίμηνο του 2025. Επιπλέον, το προϊόν της βιομηχανίας, συμπεριλαμβανομένης της ενέργειας, συνέχισε την ανοδική πορεία που είχε καταγραφεί το 2024 και το α' τρίμηνο του έτους. Η εξέλιξη αυτή συνάδει με την άνοδο του δείκτη βιομηχανικής παραγωγής την εν λόγω περίοδο, που αποδίδεται κυρίως στην αύξηση της παροχής ηλεκτρικού ρεύματος, καθώς και στην άνοδο της μεταποιητικής παραγωγής. Παράλληλα, ο δείκτης PMI υποδηλώνει ισχυρή άνοδο της μεταποιητικής παραγωγής τους πέντε πρώτους μήνες του έτους και συνεχίζει να καταγράφει καλύτερη επίδοση σε σχέση με τη ζώνη του ευρώ (βλ. Διάγραμμα IV.7).

Το προϊόν του κατασκευαστικού τομέα υποχώρησε το α' τρίμηνο του 2025, εξέλιξη που συνδέεται με τη σημαντική μείωση του όγκου οικοδομικών αδειών που παρατηρείται από το τέλος του 2024 και τους δύο πρώτους μήνες του 2025, πιθανόν συνεπεία της αβεβαιότητας που επικρατεί ως προς την εφαρμογή του πολεοδομικού δικαίου (για λεπτομέρειες, βλ. Ενότητα 2). Ωστόσο, η άνοδος του δείκτη επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές, που αποτελεί πρόδρομο δείκτη δραστηριότητας, υποδηλώνει διατήρηση της αισιοδοξίας των επιχειρηματιών για την πορεία του τομέα των κατασκευών το 2025 (βλ. Πίνακα IV.2).

Το 2024 η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία του τομέα των υπηρεσιών αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό 1,0% και συνέβαλε κατά 0,8 της ποσοστιαίας μονάδας (ποσ. μον.) στη μεταβολή της συνολικής ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας (ΑΠΑ). Ανάλογη εικόνα καταγράφηκε και το α' τρίμηνο του 2025, με την προστιθέμενη αξία του τομέα των υπηρεσιών να σημειώνει άνοδο 0,8% έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2024 (βλ. Πίνακα IV.4). Η ανάπτυξη του τριτογενούς τομέα προήλθε από το σύνολο σχεδόν των κλάδων του, αν και με διαφορετική ένταση ανά κλάδο. Την υψηλότερη άνοδο σημείωσε ο κλάδος των χρηματοπιστωτικών και ασφαλιστικών δραστηριοτήτων (3,8%), ακολουθούμενος από τους κλάδους επαγγελματικών, επιστημονικών και τεχνικών δραστηριοτήτων (2,5%) και εμπορίου, ξενοδοχείων και εστιατορίων, μεταφορών και αποθήκευσης (1,4%). Σημειώνεται ότι οι εγγραφές νέων επιχειρήσεων του τομέα των υπηρεσιών μειώθηκαν κατά 4,8% το α' τρίμηνο του 2025.

Το Μάιο του 2025 ο δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις υπηρεσίες διαμορφώθηκε σε χαμηλότερα επίπεδα σε σχέση με τον Ιανουάριο του ίδιου έτους. Αυτό αντικατοπτρίζεται και στις επιμέρους συνιστώσες του δείκτη, με τις εκτιμήσεις για την τρέχουσα κατάσταση των επιχειρήσεων καθώς και τις εκτιμήσεις για τη βραχυπρόθεσμη εξέλιξη της ζήτησης να επιδεινώνονται μέσα στο πρώτο πεντάμηνο του έτους, παρά τις επιμέρους μηνιαίες διακυμάνσεις. Αυτό μπορεί να οφείλεται στην αυξημένη αβεβαιότητα για την παγκόσμια και κατ' επέκταση την ευρωπαϊκή και την ελληνική οικονομία, εξαιτίας των γεωπολιτικών εντάσεων, αλλά και της διαφαινόμενης ανόδου του εμπορικού προστατευτισμού.

Αναφορικά με τις υπηρεσίες του τουρισμού, το α' τρίμηνο του 2025 οι αφίξεις μη κατοίκων και οι ταξιδιωτικές εισπράξεις (σε ονομαστικές τιμές) αυξήθηκαν κατά 5,4% και 4,4% αντίστοιχα σε

Πίνακας IV.4 Δείκτες δραστηριότητας στον τομέα των υπηρεσιών (2020-2025)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025 (διαθέσιμη περίοδος)
A. Δείκτες κύκλου εργασιών στις υπηρεσίες						
1. Εμπόριο						
Χονδρικό εμπόριο	-10,8	4,7	21,4	-2,2	-7,2	4,8 (Ιαν.-Μάρτ.)
Λιανικό εμπόριο	-3,9	11,5	12,4	3,7	1,6	3,7 (Ιαν.-Μάρτ.)
Εμπορία και επισκευή αυτοκινήτων-μοτοσικλετών	-13,0	-16,1	15,8	21,2	7,0	0,3 (Ιαν.-Μάρτ.)
2. Μεταφορές						
Χερσαίες μεταφορές	-17,8	10,6	21,3	15,8	7,7	12,6 (Ιαν.-Μάρτ.)
Θαλάσσιες και ακτοπλοϊκές μεταφορές	-25,8	6,3	32,9	1,7	5,3	12,2 (Ιαν.-Μάρτ.)
Αεροπορικές μεταφορές	-65,9	64,1	94,2	22,6	48,2	15,7 (Ιαν.-Μάρτ.)
Αποθήκευση και υποστηρικτικές προς τις μεταφορές δραστηριότητες	-14,6	13,6	23,2	-2,7	4,1	4,9 (Ιαν.-Μάρτ.)
3. Ξενοδοχεία και εστιατόρια						
Υπηρεσίες παροχής καταλύματος και εστίασης	-62,7	80,0	50,6	9,8	7,5	3,8 (Ιαν.-Μάρτ.)
4. Ενημέρωση και επικοινωνία						
Τηλεπικοινωνίες	-2,6	7,3	5,8	5,5	-0,5	1,2 (Ιαν.-Μάρτ.)
Παραγωγή κιν/κών ταινιών-βίντεο-τηλ/κών προγραμμάτων-ηχογραφήσεις και μουσικές εκδόσεις	-17,5	10,6	20,6	12,8	-18,2	-5,4 (Ιαν.-Μάρτ.)
Δραστηριότητες προγραμματισμού και ραδιοτηλεοπτικών εκπομπών	0,4	-0,3	12,6	-23,7	-6,6	9,3 (Ιαν.-Μάρτ.)
5. Επαγγελματικές-επιστημονικές-τεχνικές δραστηριότητες						
Νομικές-λογιστικές δραστηριότητες και υπηρεσίες παροχής συμβουλών διαχείρισης	-2,9	13,2	22,2	6,9	4,6	9,7 (Ιαν.-Μάρτ.)
Δραστηριότητες αρχιτεκτόνων-μηχανικών	4,1	21,7	8,8	12,1	-4,4	30,9 (Ιαν.-Μάρτ.)
Υπηρεσίες διαφήμισης και έρευνας αγοράς	-8,6	12,0	11,5	11,6	15,7	28,5 (Ιαν.-Μάρτ.)
Ταξιδιωτικά πρακτορεία και λοιπές δραστηριότητες	-75,0	102,3	96,6	24,1	10,5	1,1 (Ιαν.-Μάρτ.)
B. Επιβατική κίνηση						
Επιβάτες Διεθνούς Αερολιμένα Αθηνών (ΔΑΑ)	-68,4	52,8	84,1	24,0	13,1	8,5 (Ιαν.-Μάιος)
Επιβάτες Aegean Airlines ¹	-65,5	38,9	73,3	25,9	4,0	8,3 (Ιαν.-Μάρτ.)
Επιβατική κίνηση Οργανισμού Λιμένος Πειραιώς (ΟΛΠ)	-59,3	34,7	45,5	16,4	5,4	2,9 (Ιαν.-Μάρτ.)
Γ. Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις υπηρεσίες						
	-22,2	37,8	1,9	2,7	9,3	-7,2 (Ιαν.-Μάιος)

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

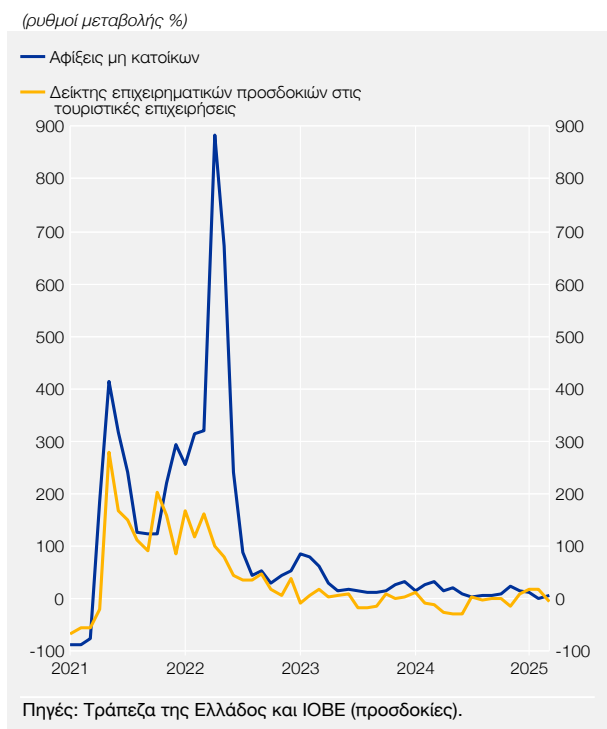
¹ Περιλαμβάνονται και οι ναυλωμένες πτήσεις (charter).

σχέση με το ίδιο διάστημα του 2024 (βλ. Διάγραμμα IV.8). Την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2025 οι αφίξεις επιβατών εξωτερικού σε όλα τα αεροδρόμια της χώρας υπερέβησαν εκείνες του 2024 κατά 11,8%. Σύμφωνα με τα στοιχεία της Fraport Greece, οι αφίξεις επιβατών εξωτερικού στα περιφερειακά αεροδρόμια της χώρας ήταν αυξημένες κατά 5,7% το α' τετράμηνο του 2025 έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2024, ενώ οι αφίξεις επιβατών εξωτερικού στο Διεθνές Αερολιμένα Αθηνών σημείωσαν αύξηση κατά 11,0% την περίοδο Ιανουαρίου-Μαΐου 2025.

Από την πλευρά της προσφοράς τουριστικών υπηρεσιών παρατηρήθηκε μια τάση αναβάθμισης του ξενοδοχειακού δυναμικού στην Ελλάδα κατά το 2024, με το 57% των ξενοδοχειακών μονάδων να ανήκει στις τρεις ανώτερες κατηγορίες.⁵ Το 2024 λειτουργούσαν στην Ελλάδα 10.104 ξενοδοχειακές μονάδες με συνολικά 447.363 δωμάτια και 894.854 κλίνες. Η ποιοτική αναβάθμιση του ξενοδοχειακού δυναμικού συνεχίστηκε, κυρίως μέσω της αύξησης των μονάδων 5 αστέρων

5 Ξενοδοχειακό Επιμελητήριο Ελλάδος, "Ξενοδοχειακό Δυναμικό Ελλάδας 2024", 14 Φεβρουαρίου 2025.

Διάγραμμα IV.8 Εισερχόμενη ταξιδιωτική κίνηση και επιχειρηματικές προσδοκίες στον τουρισμό (Ιανουάριος 2021-Μάρτιος 2025)



κατά 5% σε σύγκριση με το 2023. Η τάση αυτή αποτυπώνεται και στις συνολικές επενδύσεις του κλάδου, οι οποίες το 2024 ξεπέρασαν το 1,0 δισεκ. ευρώ, ποσό που αντιστοιχεί στο 9% του συνολικού κύκλου εργασιών των ξενοδοχείων. Από αυτές τις επενδύσεις, τα 200 εκατ. ευρώ κατευθύνθηκαν σε δράσεις βιωσιμότητας.⁶

Η δραστηριότητα στον κλάδο του τουρισμού συνεχίζει τη θετική της πορεία το α' τρίμηνο του 2025, ενισχύοντας τις προσδοκίες για υπέρβαση των ιστορικά υψηλών επιπέδων του 2024, έστω και με ηπιότερο ρυθμό σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος. Η Ελλάδα κατατάσσεται στην τέταρτη θέση των προτιμήσεων των Ευρωπαίων ταξιδιωτών – μία θέση υψηλότερα σε σχέση με πέρυσι – παρά τη γενικότερη κάμψη της ζήτησης για τον ευρωπαϊκό Νότο.⁷ Η κάμψη αυτή αποδίδεται κυρίως στις ακραίες θερμοκρασίες στη Μεσόγειο και στον υπερβολικό συνωστισμό κατά τους θερινούς μήνες αιχμής. Για το σύνολο του έτους οι προοπτικές για τον ελληνικό τουρισμό παραμένουν θετικές, παρά τις γεωπολιτικές εντάσεις και το γεωοικονομικό περιβάλλον που διαμορφώνεται από τις εμπορικές πολιτικές των ΗΠΑ (βλ. και Πλαίσια IV.1

και IV.2). Η ενδεχόμενη επιβράδυνση ή και ύφεση της αμερικανικής οικονομίας, ως αποτέλεσμα των αρνητικών συνεπειών της δασμολογικής πολιτικής και της υποχώρησης του δολαρίου έναντι του ευρώ, ενδέχεται βραχυπρόθεσμα να περιορίσει τις ροές Αμερικανών τουριστών προς την Ελλάδα.⁸ Παράλληλα, η αναμενόμενη ασθενής οικονομική ανάπτυξη στην ευρωζώνη ενδέχεται επίσης να επηρεάσει αρνητικά τον ελληνικό τουρισμό. Αξίζει να σημειωθεί ότι πάνω από το 50% των αφίξεων και των τουριστικών εισπράξεων στην Ελλάδα προέρχεται από χώρες της ΕΕ-27.

2 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

Κατά τους πρώτους μήνες του 2025, η ελληνική αγορά ακινήτων συνεχίζει να προσελκύει επενδυτικό ενδιαφέρον και ζήτηση για όλες τις χρήσεις ακινήτων και ιδιαίτερα για την κατοικία και τη φιλοξενία. Ωστόσο, οι αυξανόμενες επισφάλειες στο διεθνές πολιτικό και οικονομικό περιβάλλον, αλλά και τα διαχρονικά ζητήματα γραφειοκρατίας καθιστούν τη συνέχιση της δυναμικής αβέβαιη. Στους παράγοντες που επιβαρύνουν τη λειτουργία της αγοράς, οι οποίοι σχετίζονται μεταξύ άλλων με το αυξημένο κόστος κατασκευής, την έλλειψη εργατικού δυναμικού και την πολυπλοκότητα και τις καθυστερήσεις στις διαδικασίες μεταβιβάσεων, προστίθενται οι πρόσφατες αποφάσεις του Συμβουλίου της Επικρατείας,⁹ οι οποίες επηρεάζουν άμεσα την εύρυθμη εξέλιξη της

6 Ινστιτούτο Τουριστικών Ερευνών και Προβλέψεων (ΙΤΕΠ), "Λειτουργία και Επιδόσεις Ξενοδοχείων", 26 Μαρτίου 2025.

7 Μελέτη της European Travel Commission (2025), *Monitoring Sentiment for Intra-European Travel. Spring/Summer 2025*, April.

8 Το α' τρίμηνο του 2025 οι αφίξεις από τις ΗΠΑ ανήλθαν σε 188,7 χιλιάδες τουρίστες (8% των συνολικών αφίξεων), ενώ οι αντίστοιχες ταξιδιωτικές εισπράξεις ανήλθαν σε 143,8 εκατ. ευρώ (13% του συνόλου, υψηλότερο από τα ποσοστά της Γερμανίας και του Ηνωμένου Βασιλείου).

9 Απόφαση 146/2025 της Ολομέλειας του Συμβουλίου της Επικρατείας (ΣτΕ) σχετικά με την αντισυνταγματικότητα του συστήματος κινήτρων του Νέου Οικοδομικού Κανονισμού (Ν.Ο.Κ.) και Πρακτικά Επεξεργασίας 74/2024 και 17/2025 του ΣτΕ αναφορικά με την οριοθέτηση οικισμών με πληθυσμό κάτω των 2.000 κατοίκων, συμπεριλαμβανομένων των προϋφιστάμενων του 1923, καθώς και τον καθορισμό χρήσεων γης και γενικών όρων και περιορισμών δόμησης.

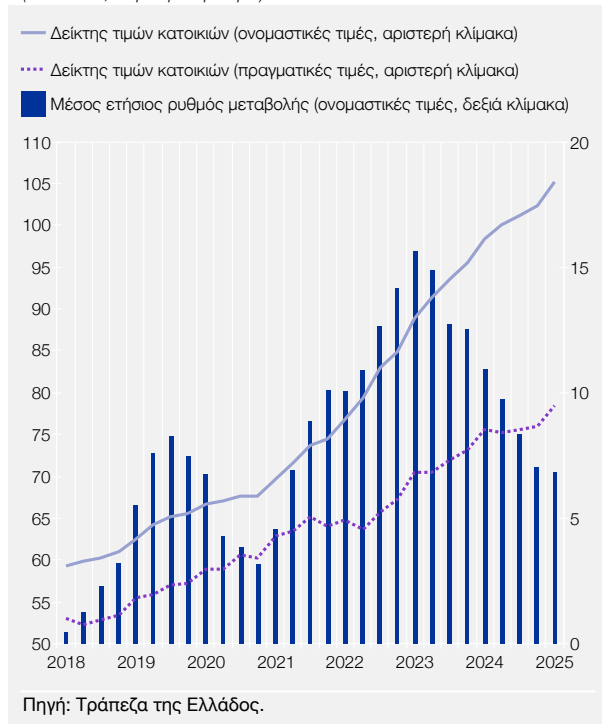
οικοδομικής δραστηριότητας. Παράλληλα, στην αγορά κατοικίας, με την οικονομική προσιτότητα της στέγασης να αποτελεί ήδη σημαντικό ζήτημα για τα νοικοκυριά, η ενίσχυση της ανισορροπίας μεταξύ προσφοράς και ζήτησης αναμένεται να διατηρήσει οξύμενο το πρόβλημα κατά την προσεχή περίοδο, με την έλλειψη χώρων να επηρεάζει σε μεγαλύτερο βαθμό τα μητροπολιτικά κέντρα και τους τουριστικούς προορισμούς.

Στην αγορά κατοικίας κατά το α' τρίμηνο του 2025, η αύξηση των τιμών των διαμερισμάτων για το σύνολο της χώρας συνεχίστηκε, με τον ετήσιο ρυθμό αύξησης να υποχωρεί ελαφρά σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο (δ' τρίμηνο του 2024). Πιο συγκεκριμένα, βάσει των στοιχείων-εκτιμήσεων που συλλέγονται από τα πιστωτικά ιδρύματα, οι ονομαστικές τιμές των διαμερισμάτων το α' τρίμηνο του 2025 (προσωρινά στοιχεία) ήταν αυξημένες κατά 6,8% σε σύγκριση με το αντίστοιχο τρίμηνο του 2024 (10,9%), σημειώνοντας σημαντική επιβράδυνση σε ετήσια βάση (βλ. Διάγραμμα IV.9). Για το 2024, με βάση τα αναθεωρημένα στοιχεία, οι τιμές των διαμερισμάτων αυξήθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 8,9% έναντι αύξησης 13,9% το 2023. Κατά παλαιότητα ακινήτου, τόσο στη διάρκεια του 2024 όσο και το α' τρίμηνο του 2025, καταγράφηκαν υψηλότεροι ρυθμοί αύξησης στα νέα διαμερίσματα, δηλ. ηλικίας έως και 5 ετών, έναντι των παλαιών (νέα: 10,2% και 8,0% σε ετήσια βάση αντίστοιχα, παλαιά: 8,1% και 6,0%). Με διάκριση κατά γεωγραφική περιοχή, η αύξηση των τιμών των διαμερισμάτων τόσο για το 2024 όσο και για το α' τρίμηνο του 2025 ήταν εντονότερη στη Θεσσαλονίκη και στις λοιπές περιοχές της Ελλάδος σε σχέση με το μέσο όρο αύξησης για το σύνολο της χώρας (η μέση ετήσια αύξηση των τιμών των διαμερισμάτων στη Θεσσαλονίκη ήταν 11,4% το 2024 και 10,0% το α' τρίμηνο του 2025, ενώ στις λοιπές περιοχές της Ελλάδος οι αντίστοιχες αυξήσεις ήταν 10,7% και 8,0%). Αξίζει να σημειωθεί ότι κατά το α' τρίμηνο του 2025 ο δείκτης για το σύνολο της χώρας καθώς και οι επιμέρους δείκτες των νέων διαμερισμάτων αλλά και των δύο μεγάλων αστικών κέντρων, δηλ. της Αθήνας και της Θεσσαλονίκης, ξεπέρασαν τα αντίστοιχα ιστορικά υψηλά επίπεδά τους.

Παρά τις αυξήσεις των τιμών και το συνεχιζόμενο ενδιαφέρον για την κατοικία κατά τους πρώτους μήνες του 2025, ορισμένοι δείκτες συναφείς με την αγορά καταγράφουν αρνητικές μεταβολές. Ειδικότερα, το α' τρίμηνο του 2025 οι καθαρές ξένες άμεσες επενδύσεις στην Ελλάδα (στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος) για την αγορά ακινήτων κατέγραψαν αρνητικό ετήσιο ρυθμό μεταβολής (-31,4%) και περιορίστηκαν σε 356,8 εκατ. ευρώ, από 520 εκατ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2024. Αρνητικούς ετήσιους ρυθμούς μεταβολής κατέγραψε επίσης το πρώτο δίμηνο του 2025 η οικοδομική δραστηριότητα σε κατοικίες σε επίπεδο χώρας (στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ), τόσο σε όρους δομήσιμου όγκου οικοδομών (-49,7%) όσο και στον αριθμό αδειών (-50,8%), ενώ στην περιοχή της Αττικής οι αντίστοιχες μειώσεις ήταν σημαντικά μεγαλύτερες (-59,2% και -57,5%). Οι επενδύσεις σε κατοικίες (εποχικώς διορθωμένα στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ σε σταθερές τιμές) το α' τρίμηνο του 2025 μειώθηκαν οριακά, σε ετήσια βάση, κατά 0,3% και συνεχίζουν να παραμένουν σε χαμηλό επίπεδο ως ποσοστό του ΑΕΠ (2,1%). Παράλληλα, το συνολικό κόστος κατασκευής νέων κτιρίων κατοικιών (στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ) κατά το α' τρίμηνο του 2025 συνέχισε να αυξάνεται (3,5% σε ετήσια βάση), σημειώνοντας μικρή επιβράδυνση σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2024 (4,0%). Από την άλλη πλευρά, θετικές εξελίξεις κα-

Διάγραμμα IV.9 Δείκτης τιμών κατοικιών (α' τρίμηνο 2018-α' τρίμηνο 2025)

(2007=100, ετήσια μεταβολή %)



ταγράφονται στα στοιχεία του προγράμματος Golden Visa, με τα αιτήματα (εκδοθείσες και εκκρεμείς άδειες διαμονής) κατά τους τέσσερις πρώτους μήνες του 2025¹⁰ να ανέρχονται σε 3.506, έναντι 2.659 την αντίστοιχη περίοδο του 2024 (στοιχεία Απριλίου 2024), σημειώνοντας ετήσια αύξηση κατά 31,9%. Ο δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών για την κατασκευή κατοικιών (στοιχεία IOBE) το πρώτο πεντάμηνο του 2025 κατέγραψε αύξηση κατά 8,5%, έναντι οριακής υποχώρησης την αντίστοιχη περίοδο του 2024 (-0,2%). Την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2025, το συνολικό ύψος των νέων στεγαστικών δανείων κατέγραψε συγκρατημένη αύξηση κατά 5,8% έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2024 (38,9%) και διατηρήθηκε σε χαμηλά επίπεδα. Τέλος, σύμφωνα με τα στοιχεία της Έρευνας Τραπεζικών Χορηγήσεων, κατά τη διάρκεια του α' τριμήνου του 2025 η ζήτηση στεγαστικών δανείων αυξήθηκε έπειτα επί σχεδόν τρία έτη μείωσης (με εξαίρεση το β' τρίμηνο του 2023), λόγω της έναρξης του κρατικού προγράμματος "Σπίτι μου II", καθώς και λόγω, μεταξύ άλλων, της μείωσης των επιτοκίων των στεγαστικών δανείων.

Στον κλάδο των επαγγελματικών ακινήτων, με βάση τους δείκτες που δημοσιεύει η Τράπεζα της Ελλάδος, κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2024 οι ονομαστικές τιμές των γραφείων υψηλών προδιαγραφών αυξήθηκαν κατά 4,3% σε σχέση με το αμέσως προηγούμενο εξάμηνο, ενώ οι τιμές των καταστημάτων υψηλών προδιαγραφών αυξήθηκαν κατά 4,0%. Στην Αθήνα οι αντίστοιχοι ρυθμοί αύξησης ήταν 6,3% για τα γραφεία και 3,5% για τα καταστήματα υψηλών προδιαγραφών. Οι αξιοσημείωτοι ρυθμοί αύξησης των τιμών στην αγορά γραφείων σχετίζονται, μεταξύ άλλων, με τις υψηλότερες τιμές των νεόδμητων βιοκλιματικών γραφείων που εισέρχονται στην αγορά, τα οποία προσελκύουν ισχυρό ενδιαφέρον τόσο επενδυτών όσο και επιχειρήσεων-χρηστών, που στρέφονται όλο και περισσότερο στη στρατηγική της Περιβαλλοντικής, Κοινωνικής και Εταιρικής Διακυβέρνησης (ESG).

Το πρώτο δίμηνο του 2025 η οικοδομική δραστηριότητα υποχώρησε για τις περισσότερες κατηγορίες επαγγελματικών ακινήτων (στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ) καταγράφοντας συνολική μείωση 16,5% στον αριθμό των νέων αδειών, σε σχέση με το αντίστοιχο δίμηνο του 2024. Σε όρους δομήσιμου όγκου, σημειώθηκε μικρή αύξηση της συνολικής δραστηριότητας (1,9%), όμως, με εξαίρεση τα καταστήματα τα οποία αναπτύσσονται με ισχυρό ρυθμό (52,4%), οι άλλες βασικές κατηγορίες επενδυτικών ακινήτων κατέγραψαν σημαντικές μειώσεις (γραφεία -41,2% και ξενοδοχεία -43,8%). Η αβεβαιότητα και οι νομοθετικές αλλαγές που δρομολογήθηκαν με τις αποφάσεις του ΣτΕ στο τέλος του 2024 και στην αρχή του 2025, σε συνδυασμό με το ιδιαίτερα υψηλό κόστος κατασκευής, έχουν πιθανώς επηρεάσει την ομαλή υλοποίηση επενδυτικών σχεδίων και έργων ανάπτυξης τόσο οικιστικών όσο και επαγγελματικών ακινήτων και συντελούν στους αρνητικούς ρυθμούς της ιδιωτικής οικοδομικής δραστηριότητας κατά το πρώτο δίμηνο του 2025. Η ομαλοποίηση της οικοδομικής δραστηριότητας στο προσεχές διάστημα θα εξαρτηθεί, μεταξύ άλλων, από τις πρωτοβουλίες και την ταχύτητα της πολιτείας στη διευθέτηση νομικών εκκρεμοτήτων που θα διευκρινίζουν με σαφήνεια το πλαίσιο ανάπτυξης στο σύνολο της χώρας.

Με βάση τα στοιχεία που συγκεντρώνει η Τράπεζα της Ελλάδος και τα αποτελέσματα της Έρευνας Αγοράς Επαγγελματικών Ακινήτων,¹¹ στη διάρκεια του δεύτερου εξαμήνου του 2024 τα κεφάλαια των Ανωνύμων Εταιριών Επενδύσεων Ακίνητης Περιουσίας (ΑΕΕΑΠ) και άλλων επενδυτικών χαρτοφυλακίων και εταιριών ανάπτυξης ακινήτων κατευθύνθηκαν στην πλειοψηφία τους στην αγορά ή και την 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 επίπεδα όπως το προηγούμενο εξάμηνο, ενώ οι ελάχιστες αποδόσεις των καταστημάτων υψηλών προδιαγραφών στις εμπορικότερες θέσεις του κέντρου της Αθήνας κυμάνθηκαν μεταξύ 5,2% και 6,0%.

10 Στοιχεία του Υπουργείου Μετανάστευσης και Ασύλου για τη νόμιμη μετανάστευση: Απρίλιος 2025.

11 Βλ. [Έρευνα Αγοράς Επαγγελματικών Ακινήτων – Β' εξάμηνο 2024 \(Απρίλιος 2025\)](#).

Η αγορά ακινήτων εκτιμάται ότι θα διατηρήσει τη θετική της πορεία βραχυπρόθεσμα, καθώς η ελληνική οικονομία συνεχίζει να παρουσιάζει ισχυρή ανθεκτικότητα και θετικές επιδόσεις. Ωστόσο, εν όψει των νέων δεδομένων που δημιουργούνται στο διεθνές πολιτικό και οικονομικό περιβάλλον, η αγορά καθίσταται ευάλωτη σε πιθανές εξελίξεις που θα έπλητταν την εξωτερική ζήτηση. Παρά το γεγονός ότι βραχυπρόθεσμα δεν αναμένονται άμεσες επιπτώσεις, πιθανές αρνητικές εξελίξεις στην παγκόσμια οικονομία ενδέχεται να έχουν έμμεσο αντίκτυπο στην εγχώρια αγορά ακινήτων. Παράλληλα, μια περαιτέρω άνοδος των τιμών των κατοικιών αναμένεται να οδηγήσει σε κόπωση της εγχώριας ζήτησης στις περιοχές εκείνες όπου οι αξίες υπερβαίνουν τα επίπεδα προσιτότητας για τα νοικοκυριά και όπου τα ακίνητα προς πώληση δεν ανταποκρίνονται στις απαιτήσεις των υποψήφιων αγοραστών. Προγράμματα ενίσχυσης των νοικοκυριών μέσω της επιδότησης δανείων ή μισθωμάτων, αν και είναι κοινωνικά προς τη σωστή κατεύθυνση, αυξάνουν περαιτέρω την ήδη υπερβάλλουσα ζήτηση και, εφόσον δεν συνδυαστούν με δραστικές πρωτοβουλίες τόνωσης της προσφοράς ακινήτων, δεν μπορούν να δώσουν βιώσιμη λύση στο συνεχώς αυξανόμενο στεγαστικό ζήτημα της χώρας. Για την αποτελεσματική αντιμετώπιση του προβλήματος, απαιτείται ευρύτερος εθνικός στρατηγικός σχεδιασμός, που θα αποσκοπεί, μεταξύ άλλων, στην ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας στην περιφέρεια και στην αποσυμφόρηση των μητροπολιτικών κέντρων, οδηγώντας σε μια ισόρροπη διασπορά της ζήτησης ακινήτων στο σύνολο της επικράτειας. Τέλος, προκειμένου η αγορά να καταστεί περισσότερο ανθεκτική, η πολιτεία θα πρέπει να μεριμνήσει, παράλληλα με την απλοποίηση των διαδικασιών, για την ταχεία οριστικοποίηση και νομοθέτηση ενός απλού και σταθερού πλαισίου χρήσεων γης και όρων δόμησης, που θα διευκολύνει την ανάπτυξη ακινήτων και θα ενισχύσει την επενδυτική αξιοπιστία της χώρας.

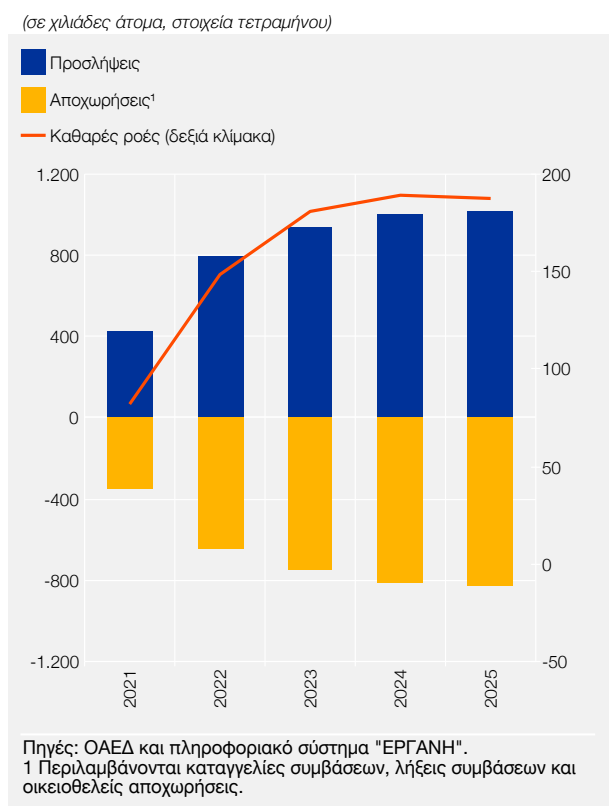
3 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΑΝΕΡΓΙΑΣ

Η αγορά εργασίας αναπτύχθηκε περαιτέρω το α' τρίμηνο του 2025, αν και με χαμηλότερο ρυθμό σε σχέση με το 2024, ενώ το ποσοστό ανεργίας έχει υποχωρήσει. Πιο συγκεκριμένα, η συνολική απασχόληση αυξήθηκε κατά 1,0% το α' τρίμηνο του 2025 (έναντι 1,8% το α' τρίμηνο του 2024), και το ποσοστό ανεργίας μειώθηκε στο 10,4% (από 12,1% την αντίστοιχη περίοδο του 2024). Η μισθωτή απασχόληση, σύμφωνα με το ισοζύγιο ροών μισθωτής απασχόλησης του πληροφοριακού συστήματος ΕΡΓΑΝΗ, κινήθηκε στα ίδια σχεδόν επίπεδα όπως το α' τετράμηνο του 2024, λόγω των υψηλών προσδοκιών για την επερχόμενη τουριστική περίοδο. Οι προοπτικές απασχόλησης ενισχύθηκαν περαιτέρω, ιδιαίτερα στον κλάδο της μεταποίησης. Εντούτοις, η αγορά εργασίας αντιμετωπίζει σημαντικές προκλήσεις που προκύπτουν κυρίως από τη γήρανση του πληθυσμού, η οποία συνεπάγεται μείωση του εργατικού δυναμικού μακροπρόθεσμα, ενώ σημαντικοί κλάδοι της ελληνικής οικονομίας, όπως ο τουρισμός, η μεταποίηση, οι κατασκευές και ο πρωτογενής τομέας, χαρακτηρίζονται από στενότητα, που όμως φαίνεται να αποκλιμακώνεται τα τελευταία τρίμηνα.

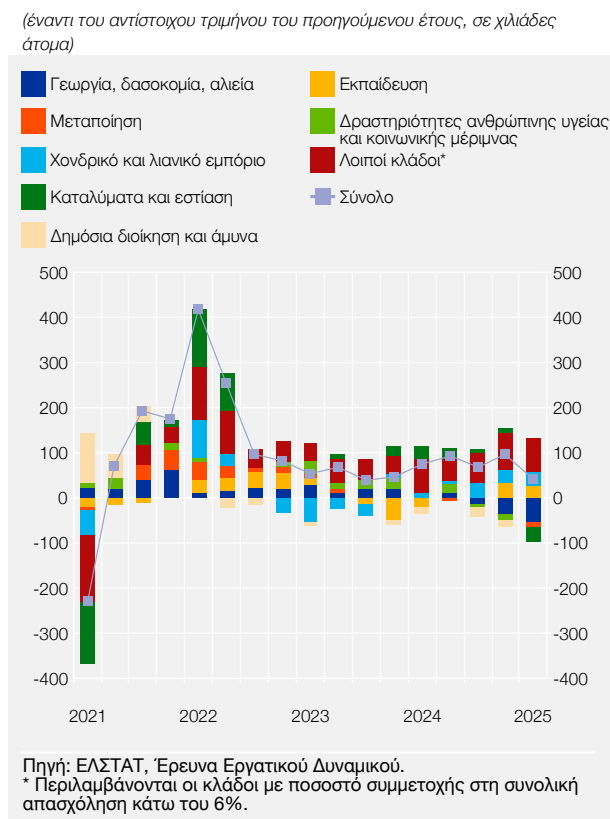
Σύμφωνα με τα στοιχεία του πληροφοριακού συστήματος ΕΡΓΑΝΗ, οι εξελίξεις στην αγορά εργασίας παρέμειναν ευνοϊκές, καθώς το ισοζύγιο των ροών μισθωτής απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα το α' τετράμηνο του 2025 ήταν θετικό, ενώ κυμάνθηκε στα ίδια περίπου επίπεδα έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2024. Συγκεκριμένα, το α' τετράμηνο του 2025 δημιουργήθηκαν 187.063 νέες θέσεις εργασίας, έναντι 188.587 το 2024 (βλ. Διάγραμμα IV.10). Ως προς τους επιμέρους κλάδους οικονομικής δραστηριότητας, η μεγαλύτερη αύξηση προσλήψεων καταγράφηκε στις σχετικές με τον τουρισμό δραστηριότητες. Τέλος, οι προσλήψεις πλήρους απασχόλησης υπερτερούν σε σχέση με τις ευέλικτες μορφές απασχόλησης, καθώς ανήλθαν στο 58,2% του συνόλου (έναντι 56,7% το α' τετράμηνο του 2024).

Ο αριθμός των απασχολούμενων το α' τρίμηνο του 2025, σύμφωνα με τα στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού (ΕΕΔ) της ΕΛΣΤΑΤ, παρουσίασε άνοδο κατά 1,0% σε σχέση με το α' τρίμηνο του 2024. Αντίστοιχα, η μισθωτή απασχόληση αυξήθηκε κατά 5,4%, ο δε αριθμός των λοιπών απασχολούμενων μειώθηκε κατά 8,4%, αντανakλώντας κυρίως τη σημαντική μείωση των αυτοαπασχολούμενων χωρίς προσωπικό και των βοηθών στην οικογενειακή επιχείρηση.

Διάγραμμα IV.10 Ροές μισθωτής απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα (2021-2025)



Διάγραμμα IV.11 Μεταβολές του αριθμού των απασχολούμενων: σύνολο και ανά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας (α' τρίμηνο 2021-α' τρίμηνο 2025)



Η αύξηση της απασχόλησης την ίδια περίοδο προήλθε από την αύξηση του αριθμού των απασχολούμενων κυρίως στις κατασκευές (+8,0%), στο χονδρικό-λιανικό εμπόριο (+4,7%), στις επαγγελματικές, επιστημονικές και τεχνικές δραστηριότητες (+10,1%) και στην εκπαίδευση (+7,4%). Αντίθετα, μείωση παρατηρήθηκε στη γεωργία (-11,2%), στις δραστηριότητες σχετικές με τον τουρισμό (-9,0%) και στη μεταποίηση (-2,5%) (βλ. Διάγραμμα IV.11).

Με βάση την ανάλυση ανά φύλο, η απασχόληση στις γυναίκες αυξήθηκε κατά 2,7% το α' τρίμηνο του 2025 σε σχέση με το α' τρίμηνο του 2024, ενώ στους άνδρες μειώθηκε οριακά (-0,2%). Όσον αφορά τις ετήσιες μεταβολές ανά ηλικιακή ομάδα, στις ηλικίες 45-64 ετών, που έχουν τη μεγαλύτερη συμβολή στη συνολική απασχόληση, σημειώθηκε αύξηση κατά 3,6%, ενώ στις ηλικίες 25-29 ετών και 30-44 ετών παρατηρήθηκαν αρνητικές ετήσιες μεταβολές (-7,7% και -0,3% αντίστοιχα). Το ποσοστό μερικής απασχόλησης υποχώρησε στο 5,9% του συνόλου των απασχολούμενων το α' τρίμηνο του 2025 (7,9% το α' τρίμηνο του 2024).

Το ποσοστό ανεργίας το α' τρίμηνο του 2025 αποκλιμακώθηκε σε 10,4%. Υποχώρηση του ποσοστού ανεργίας παρατηρήθηκε τόσο στους άνδρες όσο και στις γυναίκες, αν και το ποσοστό ανεργίας των γυναικών (12,9%) παρέμεινε σημαντικά υψηλότερο από αυτό των ανδρών (8,3%). Παράλληλα, μειώθηκαν το ποσοστό ανεργίας των νέων ηλικίας 20-29 ετών και το ποσοστό μακροχρόνιας ανεργίας σε 19,2% και 5,3% αντίστοιχα (βλ. Διάγραμμα IV.12). Η απασχόληση και η συμμετοχή των νέων στην αγορά εργασίας προϋποθέτουν την ενδυνάμωση της ζήτησης σε κλάδους και εργασίες με υψηλή προστιθέμενη αξία, την προσέλκυση ξένων άμεσων επενδύσεων και την ενίσχυση της εξωστρέφειας της ελληνικής οικονομίας.

Οι βραχυπρόθεσμες προοπτικές απασχόλησης (έρευνες συγκυρίας IOBE και Ευρωπαϊκής Επιτροπής) το πρώτο πεντάμηνο του 2025 σημείωσαν βελτίωση στις κατασκευές και στη μεταποί-

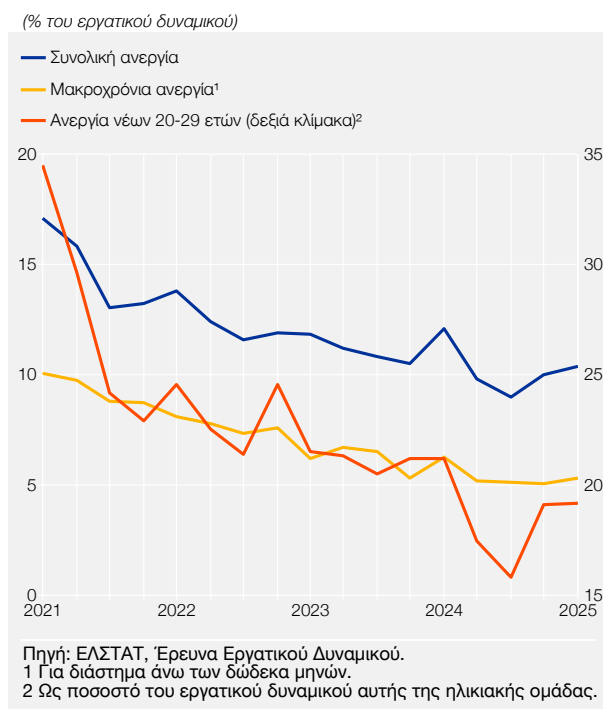
ηση, ενώ στο εμπόριο και στις υπηρεσίες οι προοπτικές απασχόλησης, αν και κινήθηκαν σε θετικό επίπεδο, κατέγραψαν καθοδική πορεία. Ο σταθμισμένος δείκτης των προσδοκιών απασχόλησης μειώθηκε σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους.

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

Αντίθετα, οι χρηματοπιστωτικές και ασφαλιστικές δραστηριότητες κατέγραψαν το χαμηλότερο ποσοστό κενών θέσεων εργασίας. Ο κλάδος πληροφορικής και επικοινωνιών παρουσίασε πτώση του ποσοστού κενών θέσεων εργασίας σε σχέση με το 2023.

Η ανάπτυξη της αγοράς εργασίας, ως συνέπεια και των μεταρρυθμίσεων που έγιναν κατά την προηγούμενη δεκαετία, υπήρξε ένας σημαντικός παράγοντας των υψηλών ρυθμών ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας, καθώς τόσο η αύξηση του αριθμού των εργαζομένων όσο και η αύξηση των μέσων μισθών ενίσχυσαν το διαθέσιμο εισόδημα και τόνωσαν την ιδιωτική κατανάλωση. Εντούτοις, η οικονομία αρχίζει να φθάνει σε ένα σημείο καμπής στο οποίο η εντεινόμενη στενότητα στην αγορά εργασίας ενισχύει σημαντικά τις μισθολογικές πιέσεις, οδηγώντας στην επιτάχυνση του μοναδιαίου κόστους εργασίας. Ήδη το 2024, το μοναδιαίο κόστος εργασίας ήταν ελαφρώς υψηλότερο σε σχέση με το μέσο όρο της ευρωζώνης, γεγονός που, αν συνεχιστεί, ενδέχεται να επιδεινώσει την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας μεσοπρόθεσμα. Οι υψηλότερες αμοιβές, σε συνδυασμό με τη λήξη της αναστολής των επιδομάτων προϋπηρεσίας (τριετιών) των μισθωτών του ιδιωτικού τομέα, έχουν ενισχύσει σημαντικά την αγοραστική ικανότητα των νοικοκυριών, ωστόσο έχουν επιφέρει και αξιόλογο βάρος στις επιχειρήσεις, ιδιαίτερα στις μικρομεσαίες που δυσκολεύονται να απορροφήσουν το αυξημένο κόστος εργασίας. Γι' αυτό το λόγο, είναι σημαντικό η αύξηση του κόστους εργασίας να είναι ισορροπημένη ανάμεσα στην πραγματική αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος και στη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας. Παράλληλα, εξακολουθούν να υφίστανται σημαντικές προκλήσεις στην αγορά εργασίας που θα πρέπει να αντιμετωπιστούν, όπως ο περιορισμός του κόστους εργασίας μέσω της περαιτέρω μείωσης των ασφαλιστικών εισφορών, το χαμηλό ποσοστό συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό, ιδιαίτερα των νέων και των γυναικών, η αναντιστοιχία μεταξύ των απαιτούμενων προσόντων από τις επιχειρήσεις και των δεξιοτήτων των εργαζομένων, η ενίσχυση της τεχνικής εκπαίδευσης και της κατάρτισης των ανέργων σε νέες δεξιότητες, ο επαναπατρισμός των Ελλήνων του εξωτερικού με υψηλές δεξιότητες (brain regain), η αντιμετώπιση της αδήλωτης εργασίας και η άμβλυνση των περιφερειακών ανισοτήτων στην αγορά εργασίας.

Διάγραμμα IV.12 Ποσοστά ανεργίας (α' τρίμηνο 2021-α' τρίμηνο 2025)



4 ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ, ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΑ ΚΕΡΔΗ, ΚΟΣΤΟΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΚΑΙ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑ

4.1 Πληθωρισμός

Ο πληθωρισμός, όπως μετρείται από τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ), κατέγραψε μέσο ετήσιο ρυθμό 3,0% το 2024, υποχωρώντας από το 4,2% του 2023 και συνεχίζοντας την πορεία αποκλιμάκωσης που ξεκίνησε το δ' τρίμηνο του 2022 (βλ. Διάγραμμα IV.13).

Ο χαμηλότερος εναρμονισμένος πληθωρισμός το 2024 οφείλεται στην αντιπληθωριστική πορεία που ακολούθησαν όλες οι κύριες συνιστώσες του, με εξαίρεση τις υπηρεσίες. Ο πληθωρισμός των υπηρεσιών παρουσίασε επιμονή και ουσιαστικά δεν διαφοροποιήθηκε από τα επίπεδα που κατέγραψε τα δύο προηγούμενα έτη, συμβάλλοντας έτσι στη διατήρηση του γενικού εναρμονισμένου πληθωρισμού σε σχετικά υψηλά επίπεδα.

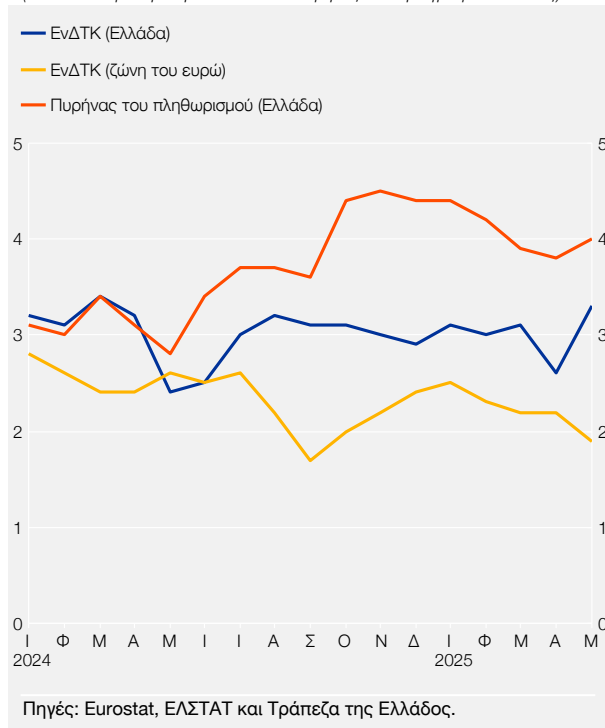
Κατά το α' τρίμηνο του 2025 ο γενικός εναρμονισμένος πληθωρισμός δεν παρουσίασε αξιόλογες μεταβολές (συνεχίστηκε τόσο η επιμονή του πληθωρισμού των υπηρεσιών όσο και η οριζόντια κίνηση του γενικού εναρμονισμένου πληθωρισμού). Ο πληθωρισμός των ειδών διατροφής αυξήθηκε στο 0,8%, από 0,4% που ήταν το δ' τρίμηνο του 2024, ενώ εκείνος των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών υποχώρησε σε 1,2%, από 1,8% το δ' τρίμηνο του 2024. Μικρή αποκλιμάκωση κατέγραψε και ο πληθωρισμός των υπηρεσιών (5,3% το α' τρίμηνο του 2025 από 5,6% το δ' τρίμηνο του 2024), παραμένοντας υψηλός. Η ενίσχυση όμως του ενεργειακού πληθωρισμού (σε 1,5% το α' τρίμηνο του 2025 από -1,1% το δ' τρίμηνο του 2024) αντιστάθμισε την καθοδική επίδραση που είχαν τα μη ενεργειακά βιομηχανικά αγαθά και οι υπηρεσίες.

Η ενεργειακή συνιστώσα του εναρμονισμένου πληθωρισμού παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον, καθώς το α' τρίμηνο του τρέχοντος έτους επέστρεψε σε θετικό ετήσιο ρυθμό. Όμως, από τον Απρίλιο του 2025 και μετά επανήλθε σε αρνητικούς ετήσιους ρυθμούς. Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλαν η πτώση των διεθνών τιμών του πετρελαίου (από 80,10 δολ. ΗΠΑ/βαρέλι τον Ιανουάριο του 2025 σε 69,04 δολ. ΗΠΑ/βαρέλι τον Απρίλιο), η σημαντική ενίσχυση του ευρώ έναντι του δολαρίου (η ισοτιμία ενισχύθηκε σε 1,1214 δολ. ΗΠΑ ανά ευρώ τον Απρίλιο από 1,0354 τον Ιανουάριο) και οι χαμηλότερες του αναμενομένου αυξήσεις στις τιμές του φυσικού αερίου και του ηλεκτρικού ρεύματος (βλ. Διάγραμμα IV.14).

Το τρέχον έτος, 2025, παρουσιάζει παρόμοια χαρακτηριστικά με το 2024. Οι τιμές των ειδών διατροφής κινούνται σε σχετικά χαμηλά επίπεδα και η συνιστώσα των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών εξακολουθεί να αποκλιμακώνεται. Οι συνεχιζόμενοι υψηλοί ρυθμοί του εναρμονισμένου πληθωρισμού αποδίδονται κυρίως στη συνιστώσα των υπηρεσιών, λόγω μισθολογικών αυξήσεων, έμμεσων φόρων (στην εστίαση και στη διαμονή) και υψηλής, εξωτερικής κυρίως, ζήτησης (τουρισμός). Η ενεργειακή συνιστώσα όμως θα καθορίσει εν πολλοίς την περαιτέρω αποκλιμάκωση του εναρμονισμένου πληθωρισμού. Αναμένεται, σε σύνολο έτους, να διατηρηθεί σε αρνητικό έδαφος, επιταχύνοντας κατ' αυτόν τον τρόπο την αποκλιμάκωση του γενικού εναρμονισμένου πληθωρισμού (βλ. Διάγραμμα IV.15).

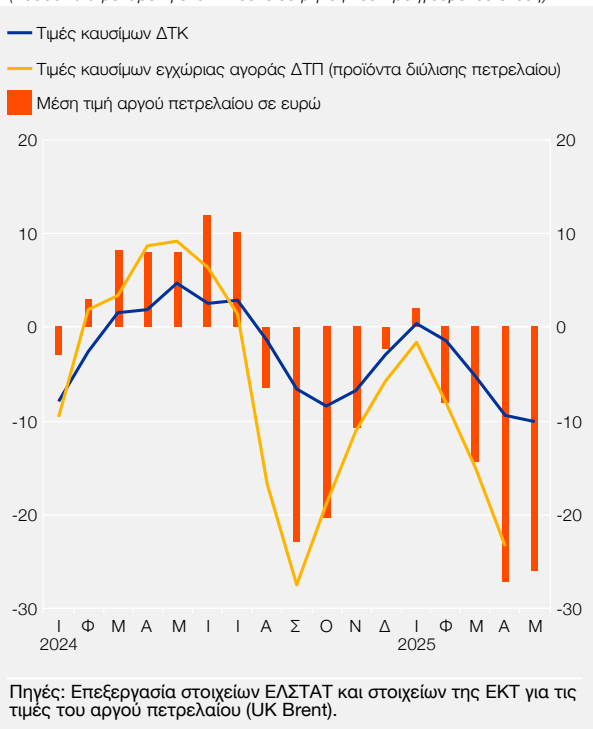
Διάγραμμα IV.13 Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή στην Ελλάδα και τη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2024-Μάιος 2025)

(ποσοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



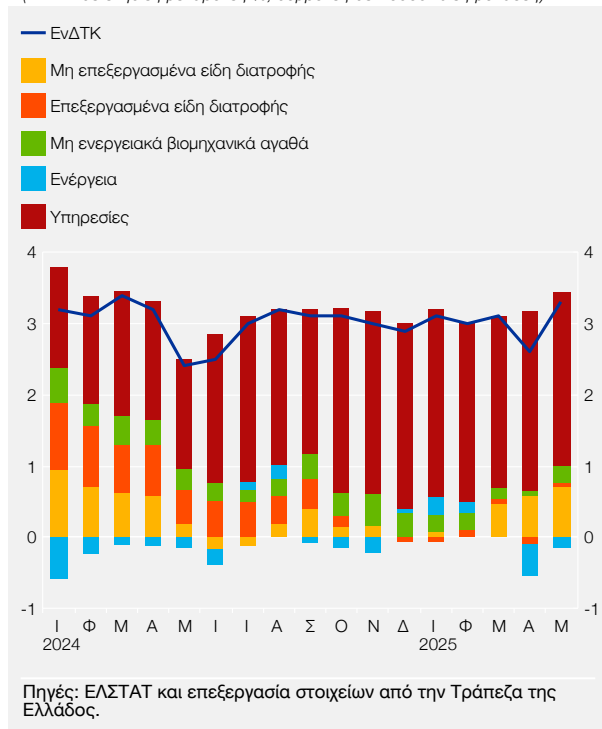
Διάγραμμα IV.14 Εξέλιξη τιμών καυσίμων του ΔΤΚ και του ΔΤΠ και της τιμής του αργού πετρελαίου σε ευρώ (Ιανουάριος 2024-Μάιος 2025)

(ποσοστιαία μεταβολή έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



Διάγραμμα IV.15 Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή και συμβολές των κύριων συνιστωσών του (Ιανουάριος 2024-Μάιος 2025)

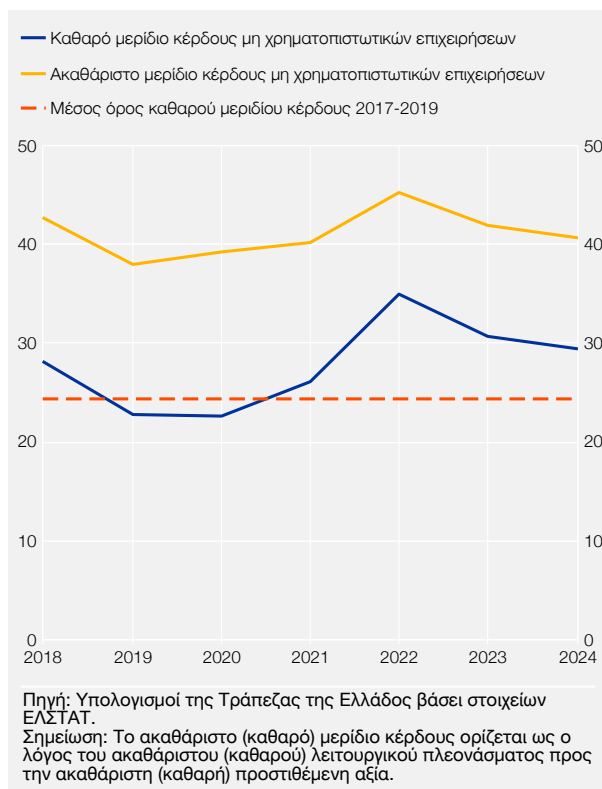
(ΕνΔΤΚ σε ετήσιες μεταβολές %, συμβολές σε ποσοστιαίες μονάδες)



4.2 Επιχειρηματικά κέρδη

Η κερδοφορία των ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων το 2024 διατηρήθηκε σε υψηλά επίπεδα σε σύγκριση με την προ πανδημίας περίοδο. Ειδικότερα, το 2024 το μερίδιο καθαρού κέρδους (οριζόμενο ως ο λόγος του καθαρού λειτουργικού πλεονάσματος προς την καθαρή προστιθέμενη αξία), το οποίο εκφράζει την απόδοση του επιχειρηματικού τομέα σε όρους λειτουργικών κερδών, ανήλθε σε 29,4%, παρουσιάζοντας ανθεκτικότητα παρά την αύξηση του κόστους εργασίας. Αξιοσημείωτο είναι ότι, αν και ελαφρά μειωμένο συγκριτικά με το 2023 (30,7%) και κυρίως με το 2022 (34,9%), παρέμεινε σημαντικά υψηλότερο από τον τριετή μέσο όρο (2017-2019) της προ πανδημίας περιόδου (24,3%) (βλ. Διάγραμμα IV.16). Η εξέλιξη αυτή αντανακλά τις καλές επιδόσεις του βιομηχανικού, του κατασκευαστικού και του τουριστικού τομέα και την καλή πορεία της οικονομίας γενικότερα, τα υψηλά επίπεδα πληθωρισμού και την εύρωστη καταναλωτική ζήτηση, συνδυαστικά με τις επιχορηγήσεις του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF). Ταυτόχρονα, η πανδημία COVID-19 επιτάχυνε τη μετάβαση προς την ψηφιακή οικονομία, γεγονός που ενδεχομένως βοήθησε τις

Διάγραμμα IV.16 Μερίδιο κέρδους των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (2018-2024)



επιχειρήσεις να βελτιώσουν την παραγωγικότητά τους, επιτυγχάνοντας το ίδιο επίπεδο παραγωγής με λιγότερους πόρους.

4.3 Κόστος εργασίας

Βάσει των προσωρινών ετήσιων στοιχείων των εθνικών λογαριασμών, το 2024 η αύξηση τόσο των συνολικών αποδοχών όσο και των αμοιβών ανά μισθωτό με ρυθμούς αισθητά υψηλότερους από ό,τι το 2023 οδήγησε σε σημαντική επιτάχυνση της ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, καθώς η αύξηση της παραγωγικότητας ήταν σχεδόν ίση με εκείνη του 2023 (βλ. Πίνακα IV.5).

Για το 2025 – λαμβάνοντας υπόψη τις εξελίξεις έως τώρα – αναμένεται μικρή επιβράδυνση των ρυθμών ανόδου των συνολικών αμοιβών, των αμοιβών ανά μισθωτό και του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, οι οποίοι ωστόσο θα παραμείνουν υψηλοί, ενώ η παραγωγικότητα θα αυξηθεί κατά τι λιγότερο από ό,τι το 2024.

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

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

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

Πηγές: Για το 2022-2024: ΕΛΣΤΑΤ, στοιχεία ετήσιων και τριμηνιαίων εθνικών λογαριασμών 17.10.2024 και 7.3.2025, στοιχεία ετήσιων και τριμηνιαίων λογαριασμών θεσμικών τομέων 24.10.2024 και 25.4.2025. Για το 2025: προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

Ειδικότερα, στον επιχειρηματικό τομέα το τετράμηνο Ιανουαρίου-Απριλίου 2025 υπογράφηκαν 72 νέες επιχειρησιακές συλλογικές συμβάσεις, οι οποίες αφορούν 42.446 μισθωτούς. Από αυτές, 32 συμβάσεις προβλέπουν αυξήσεις μισθών, ενώ οι υπόλοιπες δεν περιλαμβάνουν μισθολογικές ρυθμίσεις. Στον τομέα της γενικής κυβέρνησης, οι δαπάνες για αμοιβές υπαλλήλων αυξήθηκαν με ετήσιο ρυθμό 0,8% το τετράμηνο Ιανουαρίου-Απριλίου 2025, ενώ είχαν αυξηθεί κατά 6,0% το 2024 (βάσει ταμειακών στοιχείων). Σε ολόκληρη την οικονομία, βάσει προσωρινών εθνικολογιστικών στοιχείων (χωρίς εποχική διόρθωση), οι συνολικές αμοιβές των μισθωτών αυξήθηκαν με ετήσιο ρυθμό 6,2% και οι αμοιβές ανά μισθωτό με ετήσιο ρυθμό 3,2% το α' τρίμηνο του 2025.

Στα τέλη του 2024 ψηφίστηκε ο ν. 5163/2024, σε εφαρμογή της Οδηγίας 2022/2041 της ΕΕ για επαρκείς κατώτατους μισθούς. Σε αυτόν προβλέπεται ότι ο καθορισμός και η αναπροσαρμογή του νομοθετημένου κατώτατου μισθού και ημερομισθίου από το 2028 θα γίνονται αυτόματα με βάση συντελεστή που θα προκύπτει από το άθροισμα (α) του ετήσιου ποσοστού μεταβολής του δείκτη καταναλωτή μεταξύ της 1ης Ιουλίου του προηγούμενου έτους και της 30ής Ιουνίου του τρέχοντος για το χαμηλότερο 20% της εισοδηματικής κατανομής των νοικοκυριών και (β) του ημίσεος του ετήσιου ποσοστού μεταβολής της αγοραστικής δύναμης του γενικού δείκτη μισθών κατά την ίδια χρονική περίοδο. Για τα έτη 2025, 2026 και 2027 προβλεπόταν να καθορίζεται η αύξηση του κατώτατου μισθού αφού ληφθούν υπόψη οι γνώμες της Επιτροπής Διαβούλευσης (όπου εκπροσωπούνται οι κοινωνικοί εταίροι) και της Επιστημονικής Επιτροπής (ανεξάρτητων εμπειρογνομόνων). Ήδη, από 1ης Απριλίου 2025 οι κατώτατες αποδοχές, που αφορούν πλέον και τους δημόσιους υπαλλήλους, αυξήθηκαν κατά 6,0%, με αποτέλεσμα ο κατώτατος μηνιαίος μισθός να διαμορφωθεί στα 880 ευρώ. Έως τα τέλη του 2025 η κυβέρνηση θα ανακοινώσει Σχέδιο Δράσης για την ενίσχυση των συλλογικών διαπραγματεύσεων (που επίσης προβλέπεται στην κοινοτική Οδηγία). Αυτό θα περιλαμβάνει συγκεκριμένο χρονοδιάγραμμα και μέτρα. Ήδη η κυβέρνηση έχει εκκινήσει τη διαδικασία διαβούλευσης με τους κοινωνικούς εταίρους για την κατάρτιση του Σχεδίου.¹² Παράλληλα, από 1.1.2025 οι ασφαλιστικές εισφορές έχουν μειωθεί κατά μισή ποσοστιαία μονάδα τόσο για τους μισθωτούς όσο και για τους εργο-

12. Βλ. ανακοίνωση του Υπουργείου Εργασίας και Κοινωνικής Ασφάλισης, 29.4.2025.

δότες. Επίσης, πρόσφατα νομοθετήθηκε η μείωση των ασφαλιστικών εισφορών επί των ωρών υπερεργασίας, υπερωρίας, νυκτερινής εργασίας ή εργασίας τα Σαββατοκύριακα, καθώς αυτές θα υπολογίζονται επί του ωρομισθίου της κανονικής 8ωρης εργασίας και όχι επί του αυξημένου ωρομισθίου των άλλων περιπτώσεων.

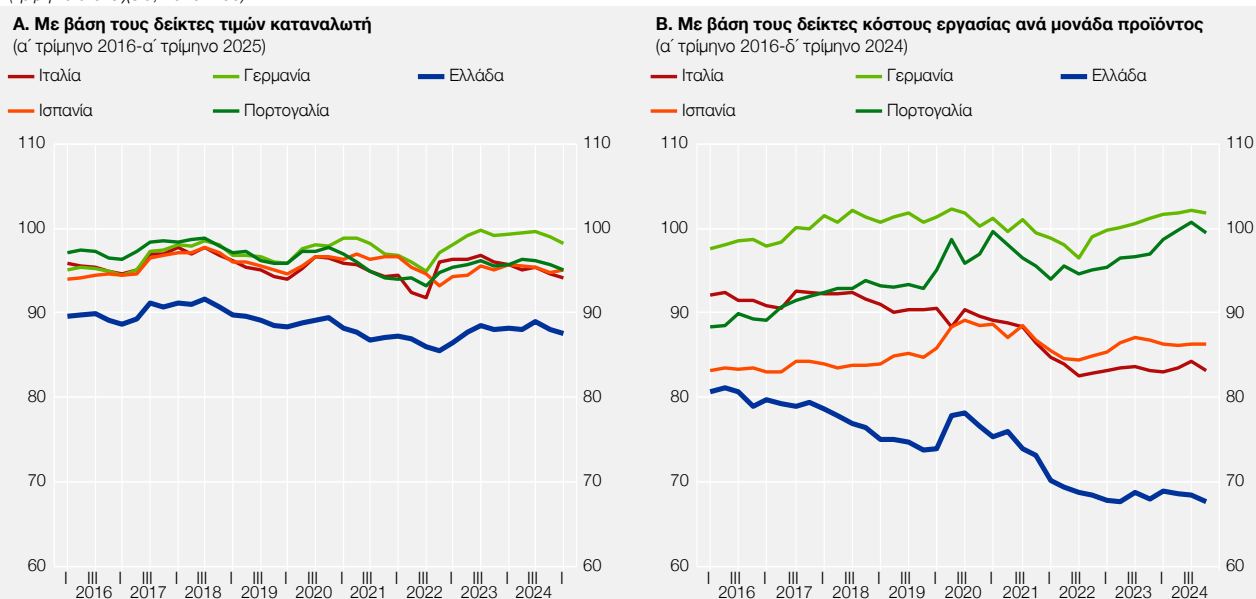
Ο συνδυασμός της αύξησης των συμβατικών αποδοχών (που είναι πιθανό να προκύψει από την ενθάρρυνση των συλλογικών διαπραγματεύσεων) με μέτρα μείωσης των ασφαλιστικών εισφορών μπορεί να αποδειχθεί αποτελεσματική προσέγγιση για την ενίσχυση του εισοδήματος των μισθωτών. Ταυτόχρονα, εάν η μείωση των εισφορών και η αύξηση των μισθών συντελέσουν σε άνοδο του αριθμού των ασφαλισμένων μισθωτών, θα αποτραπεί η μείωση των εσόδων των φορέων κοινωνικής ασφάλισης.

4.4 Διεθνής ανταγωνιστικότητα

Η διεθνής ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας, μετά από σχεδόν συνεχή και σημαντική βελτίωση επί σειρά ετών, το 2024 κατέγραψε μικρή επιδείνωση, τόσο ως προς τις σχετικές τιμές όσο και ως προς το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας. Ωστόσο, η ανταγωνιστικότητα ως προς το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος σε σύγκριση με τις άλλες οικονομίες της ευρωζώνης έχει σημειώσει θεαματική βελτίωση τα τελευταία 10 έτη (βλ. Διάγραμμα IV.17). Η επιδείνωση το 2024 προήλθε κυρίως από την ανατίμηση της ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας της Ελλάδος, η οποία, αν και συγκρατήθηκε το τελευταίο τρίμηνο του έτους, είχε αρνητική επίδραση στους δείκτες ανταγωνιστικότητας της Ελλάδος και των περισσότερων χωρών της ζώνης του ευρώ. Στην ελαφρά ανατίμηση των δεικτών πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας της Ελλάδος από το 2023 και μετά, εκτός της σημαντικής ανατίμησης του ευρώ, συμβάλλει και η ταχύτερη ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας έναντι σημαντικών εμπορικών εταίρων. Το α' τετράμηνο του 2025 οι γεωπολιτικές και οικονομικές εξελίξεις (επιβολή δασμών από τις ΗΠΑ κ.λπ.) οδήγησαν σε νέα ανατίμηση του ευρώ, η οποία, σε συνδυασμό με τις εκτιμήσεις για τον πληθωρισμό, αναμένεται ότι θα επιβαρύνει περαιτέρω την εξέλιξη των δεικτών ανταγωνιστικότητας για το 2025.

Διάγραμμα IV.17 Εναρμονισμένοι δείκτες ανταγωνιστικότητας
(δείκτες πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας)

(τριμηνιαία στοιχεία, 2010=100)



Πηγή: ΕΚΤ, Statistical Data Warehouse.

Σημείωση: Αύξηση (μείωση) των δεικτών υποδηλώνει χειροτέρευση (βελτίωση) της ανταγωνιστικότητας.

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

(δείκτης: 2000=100)

Έτος	Δείκτης ονομαστικής ΣΣΙ		Δείκτης πραγματικής ΣΣΙ*							
	Ευρύς δείκτης ¹		Ευρύς δείκτης ¹				Έναντι χωρών της ζώνης του ευρώ			
			Με βάση το δείκτη τιμών καταναλωτή		Με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας*		Με βάση το δείκτη τιμών καταναλωτή		Με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας*	
	% μεταβολή	% μεταβολή	% μεταβολή	% μεταβολή	% μεταβολή	% μεταβολή	% μεταβολή	% μεταβολή	% μεταβολή	% μεταβολή
2000	100,0		100,0		100,0		100,0		100,0	
2010	112,4	-2,8	118,3	-0,4	123,7	2,6	118,3	-0,4	116,3	4,6
2015	110,6	-2,7	106,5	-4,6	105,1	-4,7	106,5	-4,6	101,6	-3,5
2020	117,4	1,5	105,8	-0,8	97,2	2,1	105,1	-1,6	97,8	2,8
2021	118,7	1,1	104,4	-1,4	95,2	-2,0	103,1	-2,0	96,8	-1,0
2022	117,5	-1,0	102,4	-2,0	86,1	-9,1	103,6	0,5	92,0	-4,8
2023	122,0	3,8	103,6	1,2	84,7	-1,4	102,5	-1,1	87,8	-4,2
2024	124,4	2,0	104,0	0,4	84,9	0,2	103,1	0,6	87,9	0,1
2025**	125,7	1,3	104,5	0,5	84,6	-0,3	103,7	0,6	87,4	-0,5

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).

Σε όρους διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας, παρά τη σημαντική πρόοδο που έχει σημειωθεί τα τελευταία έτη, η συγκριτική θέση της Ελλάδος μεταξύ των προηγμένων οικονομιών παραμένει χαμηλή. Η πρόσφατη υποβολή αναθεωρημένης πρότασης για το Εθνικό Σχέδιο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, που επιδιώκει την ταχύτερη και πλήρη απορρόφηση των ευρωπαϊκών πόρων, καθώς και οι νέες προτεραιότητες που έχουν τεθεί σε πανευρωπαϊκό επίπεδο για την ενίσχυση της καινοτομίας και της στρατηγικής αυτονομίας αναμένεται ότι θα δώσουν ώθηση στις μεταρρυθμίσεις και τις επενδύσεις σε υποδομές, με προσδοκώμενο αποτέλεσμα την αναβάθμιση της σχετικής θέσης της Ελλάδος.

Οι εθνικοί εναρμονισμένοι δείκτες ανταγωνιστικότητας (ΕνΔΑ) τους οποίους καταρτίζει η ΕΚΤ (HCIs) τόσο για την Ελλάδα όσο και τις λοιπές χώρες της ζώνης του ευρώ, σύμφωνα με τα πρόσφατα στοιχεία, παρουσιάζουν μικρή μείωση (βελτίωση) για την Ελλάδα και άλλες ευρωπαϊκές χώρες από το δ' τρίμηνο του 2024 (βλ. Διάγραμμα IV.17).

Η ανατίμηση της ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας της Ελλάδος συνεχίστηκε το 2024, αλλά με επιβραδυνόμενο ρυθμό, ενώ σταμάτησε το α' τρίμηνο του 2025, σύμφωνα με τους ΕνΔΑ της ΕΚΤ. Το α' τετράμηνο του 2025 το ευρώ ανατιμήθηκε έναντι του δολαρίου ΗΠΑ, του δολαρίου Αυστραλίας, της λίρας Αγγλίας και της λίρας Τουρκίας, ενώ κατέγραψε υποτίμηση έναντι της κορώνας Σουηδίας και του ελβετικού φράγκου. Ωστόσο, η αυξημένη αβεβαιότητα για το διεθνές εμπόριο, τον αντίκτυπο των γεωπολιτικών εντάσεων στην ανάπτυξη και την αντίδραση των νομισματικών αρχών αναμένεται να προκαλέσει περαιτέρω μεταβλητότητα των κύριων διμερών συναλλαγματικών ισοτιμιών για το σύνολο του 2025.

Ο ευρύτερος δείκτης πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας με βάση τους σχετικούς δείκτες τιμών καταναλωτή (ΔΤΚ) ανατιμήθηκε το 2024 κατά 0,7% σύμφωνα με την ΕΚΤ και κατά 0,4% σύμφωνα με τους υπολογισμούς της Τράπεζας της Ελλάδος, καθώς η κατά 2% ανατίμηση της ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας αντισταθμίστηκε εν μέρει

από την ευνοϊκή για την Ελλάδα διαφορά του εγχώριου πληθωρισμού από το σταθμισμένο μέσο όρο των εμπορικών εταίρων (βλ. Πίνακα IV.6). Για το 2025, με βάση τα έως τώρα συναλλαγματικά στοιχεία, η ανατίμηση αναμένεται ότι θα συνεχιστεί, ενώ ο πληθωρισμός με βάση τον ΕνΔΤΚ αναμένεται ότι θα υποχωρήσει στην Ελλάδα αλλά και στους κυριότερους εμπορικούς εταίρους και θα διαμορφωθεί σε 2,8% για την Ελλάδα,¹³ έναντι 2,0% για τη ζώνη του ευρώ.¹⁴ Πάντως, κατά το α' τρίμηνο του 2025 σημειώθηκε μικρή βελτίωση ως προς τις σχετικές τιμές μετά από 7 συνεχόμενα τρίμηνα ανατιμήσεων.

Ο ευρύτερος δείκτης πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας (ULCT) για το 2024 αυξήθηκε κατά 0,5% σύμφωνα με τους ΕνΔΑ της ΕΚΤ ή κατά 0,2% σύμφωνα με την Τράπεζα της Ελλάδος, έναντι μείωσης (βελτίωσης) το 2023. 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, εκτιμάται για το 2025 ότι θα καταγράψει μικρή βελτίωση κατά 0,3%. Η ποσοστιαία άνοδος του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αναμένεται να παραμείνει χαμηλότερη για την Ελλάδα σε σχέση με τους εμπορικούς της εταίρους, καθώς προβλέπεται να συνεχίσει να καταγράφεται υψηλότερη αύξηση της εγχώριας παραγωγικότητας της εργασίας. Το ονομαστικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας εκτιμάται ότι θα αυξηθεί στην Ελλάδα κατά 2,6% το 2025, έναντι 3,0% στη ζώνη του ευρώ σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή ή 2,8% σύμφωνα με την ΕΚΤ.¹⁵ Μάλιστα, η παραγωγικότητα της εργασίας στην Ελλάδα εκτιμάται ότι θα συνεχίσει το 2025 να αυξάνεται ταχύτερα από ό,τι στη ζώνη του ευρώ (1,1% έναντι 0,4% στην ευρωζώνη).¹⁶ Όσον αφορά το σχετικό δείκτη έναντι μόνο των εμπορικών εταίρων στη ζώνη του ευρώ, μετά από πολλά έτη βελτίωσης, καταγράφηκε μικρή επιδείνωση για το 2024.

Η κατάταξη της Ελλάδος ως προς τους παγκόσμιους σύνθετους δείκτες διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας παρέμεινε σχετικά στάσιμη το 2024. Η γεφύρωση του χάσματος ανταγωνιστικότητας, και ιδιαίτερα σε όρους καινοτομίας, τεχνολογίας και παραγωγικών επενδύσεων, έναντι άλλων προηγμένων οικονομιών αναμένεται να επιταχυνθεί με την υλοποίηση των έργων στο πλαίσιο του RRF. Η προώθηση της ανταγωνιστικότητας κατέχει εξέχουσα θέση ανάμεσα στις προτεραιότητες της ΕΕ, όπως αναδείχθηκε και από την έκθεση Draghi,¹⁷ η οποία τονίζει ότι απώτερος σκοπός θα πρέπει να είναι η θωράκιση της ΕΕ απέναντι στις μεταβολές στο παγκόσμιο εμπόριο, τις γεωπολιτικές εξελίξεις και τις παραγωγικές ανάγκες του τεχνολογικού μετασχηματισμού.¹⁸ Το νέο σχέδιο δράσης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής υπό τον τίτλο “Πυξίδα Ανταγωνιστικότητας” περιλαμβάνει συγκεκριμένες ενέργειες και ένα πλήρες χρονοδιάγραμμα για την υλοποίησή τους.¹⁹ Προς την κατεύθυνση αυτή είναι σημαντική η έγκαιρη, αποτελεσματική και καθολική απορρόφηση πόρων που έχουν προγραμματιστεί για την Ελλάδα, καθώς και η προσέλκυση εμβληματικών επενδύσεων, οι οποίες θα μεταφέρουν τεχνογνωσία και νέες τεχνολογίες που μπορούν να αναβαθμίσουν το παραγωγικό πρότυπο της ελληνικής οικονομίας, να αυξήσουν την παραγωγικότητά της και να ενισχύσουν την ανάπτυξή της.

5 ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΠΛΗΡΩΜΩΝ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΘΕΣΗ

Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών το 2024 αυξήθηκε σε 15,3 δισεκ. ευρώ (6,4% του ΑΕΠ), από 13,9 δισεκ. ευρώ (6,2% του ΑΕΠ) το 2023, γεγονός που οφείλεται κυρίως

13 European Commission, “European Economic Forecast, Spring 2025”, May 2025.

14 ΕΚΤ, “Μακροοικονομικές προβολές εμπειρογνομένων του Ευρωσυστήματος για τη ζώνη του ευρώ”, Ιούνιος 2025.

15 European Commission και ΕΚΤ, όπ.π.

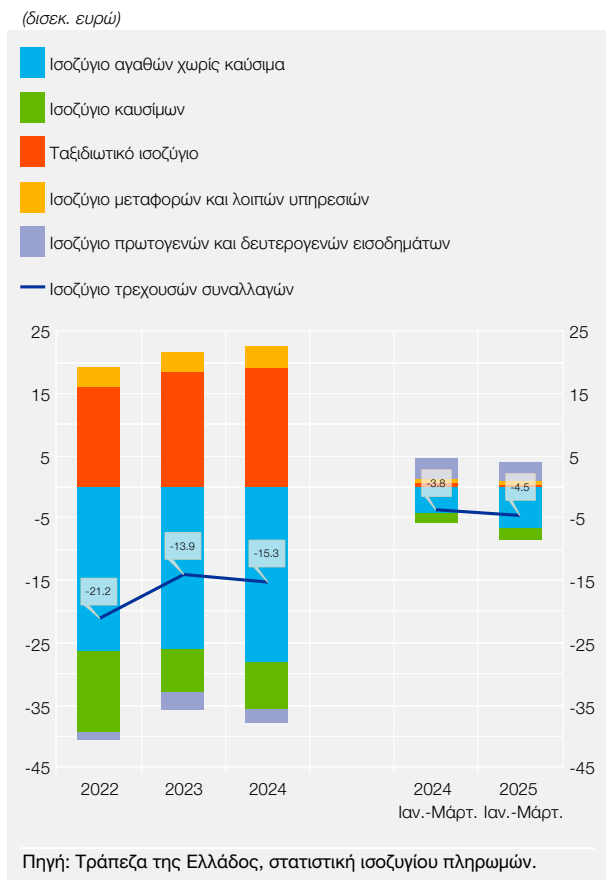
16 European Commission και ΕΚΤ, όπ.π.

17 Draghi, M. (2024), “The future of European competitiveness”.

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

19 European Commission (2025), “An EU Compass to regain competitiveness and secure sustainable prosperity”.

Διάγραμμα IV.18 Βασικά μεγέθη του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών



στην επιδείνωση του ισοζυγίου λοιπών αγαθών (εξαιρουμένων των καυσίμων), αφού η αύξηση των σχετικών εισαγωγών ήταν υψηλότερη από εκείνη των εξαγωγών. Αυξημένα ελλείμματα κατέγραψαν επίσης το ισοζύγιο καυσίμων και το ισοζύγιο πρωτογενών εισοδημάτων. Οι εξελίξεις αυτές αντισταθμίστηκαν σε κάποιο βαθμό από τη διεύρυνση του πλεονάσματος των ισοζυγίων υπηρεσιών – κυρίως λόγω αυξημένων εισπράξεων από ταξιδιωτικές υπηρεσίες – και δευτερογενών εισοδημάτων.

Το α' τρίμηνο του 2025, το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αυξήθηκε σε σχέση με το ίδιο διάστημα του 2024, λόγω της επιδείνωσης των ισοζυγίων υπηρεσιών, δευτερογενών εισοδημάτων και αγαθών, η οποία αντισταθμίστηκε μερικώς από τη βελτίωση του ισοζυγίου πρωτογενών εισοδημάτων (βλ. Πίνακα 2 του Στατιστικού Παραρτήματος και Διάγραμμα IV.18).

Η διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών το α' τρίμηνο του 2025 αντανάκλασε κυρίως την επιδείνωση του ισοζυγίου καυσίμων, αφού οι σχετικές εξαγωγές μειώθηκαν περισσότερο από ό,τι οι αντίστοιχες εισαγωγές. Παράλληλα, το έλλειμμα του ισοζυγίου λοιπών (εκτός καυσίμων) αγαθών επιδεινώθηκε, λόγω της μεγαλύτερης αύξησης της αξίας των εισαγωγών συγκριτικά με εκείνη των ανάλογων εξαγωγών. Σε σταθερές

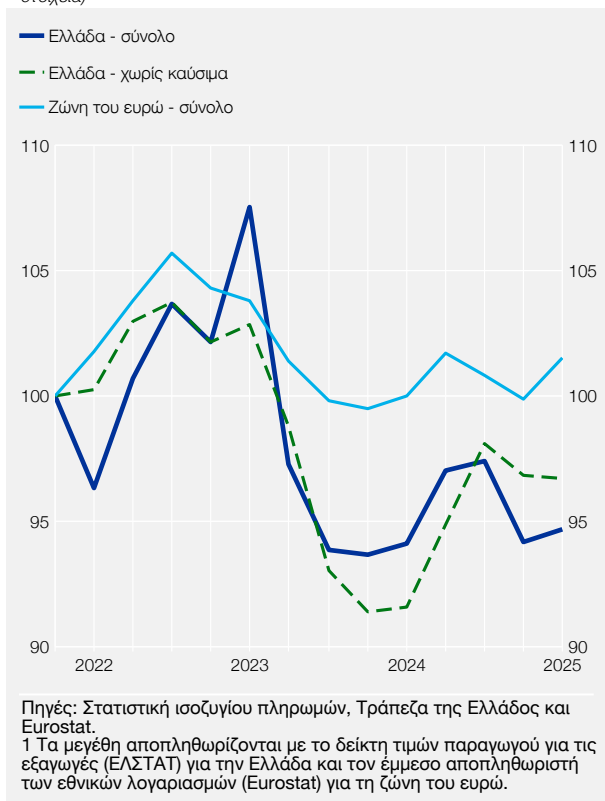
τιμές το α' τρίμηνο του 2025, οι συνολικές εξαγωγές αυξήθηκαν κατά 0,8%, ενώ οι εξαγωγές αγαθών πλην καυσίμων παρουσίασαν άνοδο κατά 5,6%. Στην άνοδο αυτή συνέβαλαν οι εξαγωγές τροφίμων, ποτών και καπνού καθώς και βασικών μετάλλων, ενώ τα φαρμακευτικά προϊόντα και ο μηχανολογικός εξοπλισμός είχαν αρνητική συμβολή. Οι συνολικές εισαγωγές, σε σταθερές τιμές, μειώθηκαν κατά μόλις 0,2%, καθώς η σημαντική μείωση των εισαγωγών καυσίμων αντισταθμίστηκε – σε μεγάλο βαθμό – από την αύξηση κατά 2,0% των εισαγωγών αγαθών πλην καυσίμων. Ειδικότερα, σύμφωνα με τη χρήση, αύξηση κατέγραψαν οι εισαγωγές κυρίως των ενδιάμεσων αγαθών και δευτερευόντως των μη διαρκών καταναλωτικών αγαθών (βλ. Διάγραμμα IV.19).

Την περίοδο Ιανουαρίου-Μαρτίου 2025, το πλεόνασμα του ισοζυγίου υπηρεσιών μειώθηκε, λόγω της επιδείνωσης όλων των επιμέρους ισοζυγίων – πρωτίστως του ισοζυγίου μεταφορών και, σε μικρότερο βαθμό, του ισοζυγίου λοιπών υπηρεσιών και του ταξιδιωτικού ισοζυγίου. Σε σχέση με το α' τρίμηνο του 2024, η άνοδος των ταξιδιωτικών εισπράξεων κατά 4,4% οφείλεται στην αύξηση της εισερχόμενης ταξιδιωτικής κίνησης κατά 5,4%, καθώς η μέση δαπάνη ανά ταξίδι μειώθηκε κατά 1,1% ως αποτέλεσμα του αναιμικού ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης και κατ' επέκταση του περιορισμένου διαθέσιμου εισοδήματος σε κύριες χώρες προέλευσης ταξιδιωτών (π.χ. Γαλλία, Γερμανία). Η άνοδος των ταξιδιωτικών εισπράξεων αντανάκλασε την αύξηση των εισπράξεων από κατοίκους χωρών εκτός της ΕΕ (π.χ. Ηνωμένο Βασίλειο) κατά 8,5% και από κατοίκους χωρών της ΕΕ εκτός της ζώνης του ευρώ κατά 5,1%, οι οποίοι έχουν επίσης συγκριτικά αυξημένη μέση διάρκεια παραμονής. Αντίθετα, οι εισπράξεις από κατοίκους χωρών της ζώνης του ευρώ κατέγραψαν μικρή μείωση κατά 0,6% (βλ. Διάγραμμα IV.20).

Το πλεόνασμα του ισοζυγίου μεταφορών περιορίστηκε την ίδια περίοδο του 2025, αφού το ισοζύγιο τόσο των θαλάσσιων όσο και των λοιπών μεταφορών επιδεινώθηκε. Ειδικότερα, οι ει-

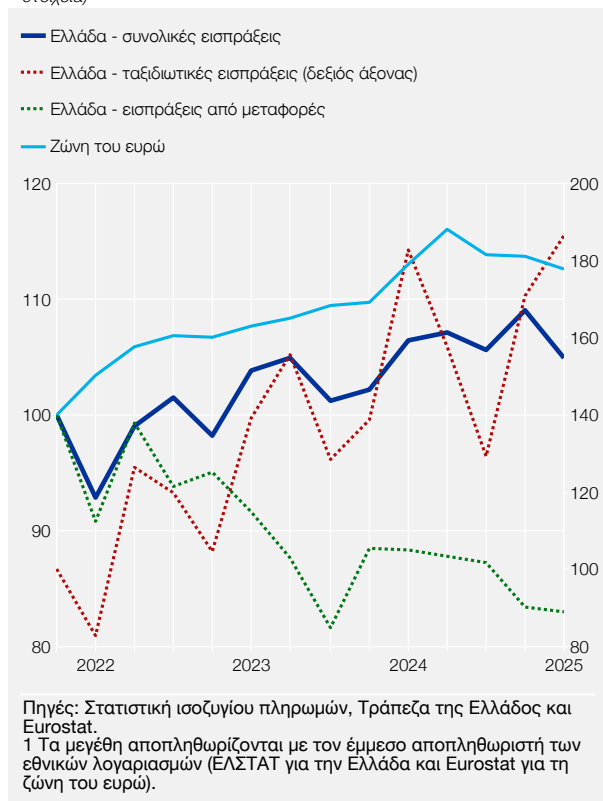
Διάγραμμα IV.19 Εξαγωγές αγαθών
(δ' τρίμηνο 2021-α' τρίμηνο 2025)

(δείκτης δ' τρίμ. 2021=100, σε σταθερές τιμές,¹ εποχικώς διορθωμένα στοιχεία)



Διάγραμμα IV.20 Εξαγωγές υπηρεσιών
(δ' τρίμηνο 2021-α' τρίμηνο 2025)

(δείκτης δ' τρίμ. 2021=100, σε σταθερές τιμές,¹ εποχικώς διορθωμένα στοιχεία)



εισπράξεις από θαλάσσιες μεταφορές μειώθηκαν κατά 8,4%, καθώς το μέσο επίπεδο των ναύλων, σύμφωνα με το δείκτη ClarkSea, ήταν χαμηλότερο κατά 5,6% έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2024, αντανakλώντας την πτώση των ναύλων τόσο για τα πλοία μεταφοράς ξηρού φορτίου όσο και για τα πετρελαιοφόρα.

Η επιδείνωση του ισοζυγίου λοιπών υπηρεσιών αντανakλά αφενός την αύξηση των πληρωμών κυρίως για υπηρεσίες τηλεπικοινωνιών, πληροφορικής και πληροφόρησης και δευτερευόντως για ασφαλιστικές υπηρεσίες και αφετέρου τη μείωση των εισπράξεων κυρίως για κατασκευαστικές υπηρεσίες, παρά την άνοδο που κατέγραψαν οι εισπράξεις από λοιπές επιχειρηματικές υπηρεσίες.

Η επιβολή δασμών εκ μέρους των ΗΠΑ στις εισαγωγές προϊόντων από την ΕΕ αναμένεται να έχει περιορισμένη άμεση επίπτωση στις ελληνικές εξαγωγές, αφού το μερίδιο των ελληνικών εξαγωγών που κατευθύνονται στις ΗΠΑ ήταν μικρότερο από 5% το 2024.²⁰ Έμμεσες επιπτώσεις αναμένονται στις εισπράξεις από ταξιδιωτικές υπηρεσίες μέσω της εκτιμώμενης μείωσης του διαθέσιμου εισοδήματος των ταξιδιωτών από τις περισσότερες χώρες προέλευσης και λόγω της αύξησης της αβεβαιότητας. Αναφορικά με τις θαλάσσιες μεταφορές, ο αντίκτυπος από τα τέλη για πλόες στις ΗΠΑ στους κύριους κλάδους όπου δραστηριοποιείται η ελληνική ναυτιλία, δηλαδή των πλοίων μεταφοράς ξηρού (χύδην) φορτίου και των δεξαμενόπλοιων, αναμένεται να είναι περιορισμένος, ενώ πιο σημαντικός εκτιμάται ότι θα είναι ο αντίκτυπος αυτός στον κλάδο των πλοίων μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων (βλ. Πλαίσιο IV.2).

20 Σημειώνεται ότι η Γερμανία, η Ιταλία και το Ηνωμένο Βασίλειο αποτελούν κύριες αγορές των ελληνικών προϊόντων που εξαγονται επίσης στις ΗΠΑ και συνεπώς μπορούν να αποτελέσουν προορισμούς ανακατεύθυνσης των εξαγωγών αυτών.

Το ισοζύγιο πρωτογενών εισοδημάτων επιδεινώθηκε το 2024, εξαιτίας των χαμηλότερων καθαρών εισπράξεων από λοιπά πρωτογενή εισοδήματα (που οφείλονται στις μειωμένες αγροτικές επιδοτήσεις από την ΕΕ), οι οποίες αντισταθμίστηκαν μερικώς από τις μικρότερες καθαρές πληρωμές για τόκους, μερίσματα και κέρδη, αντανakλώντας την καθοδική πορεία των επιτοκίων και των συνακόλουθων πληρωμών τόκων. Ο περιορισμός των καθαρών πληρωμών για τόκους, μερίσματα και κέρδη συνεχίστηκε το α' τρίμηνο του 2025 και, σε συνδυασμό με την άνοδο των καθαρών εισπράξεων από λοιπά πρωτογενή εισοδήματα, είχε ως αποτέλεσμα το ισοζύγιο πρωτογενών εισοδημάτων να βελτιωθεί.

Το ισοζύγιο δευτερογενών εισοδημάτων παρουσίασε αυξημένο πλεόνασμα το 2024, κυρίως λόγω της καταγραφής υψηλότερων καθαρών εισπράξεων στους λοιπούς, πλην της γενικής κυβέρνησης, τομείς, που συνδέεται με την εισροή από την αναδιανομή του νομισματικού εισοδήματος του Ευρωσυστήματος προς την Τράπεζα της Ελλάδος. Το α' τρίμηνο του 2025, το πλεόνασμα του ισοζυγίου δευτερογενών εισοδημάτων συρρικνώθηκε, αφού το ύψος της εισροής από την αναδιανομή του νομισματικού εισοδήματος ήταν χαμηλότερο από εκείνο του 2024, ενώ παράλληλα αυξήθηκαν οι καθαρές πληρωμές της γενικής κυβέρνησης.²¹

Το ισοζύγιο κεφαλαίων επιδεινώθηκε το 2024, καταγράφοντας μικρό έλλειμμα έναντι πλεονάσματος το 2023, κυρίως λόγω των μειωμένων καθαρών εισπράξεων της γενικής κυβέρνησης. Ωστόσο, το α' τρίμηνο του 2025 το ισοζύγιο κεφαλαίων κατέγραψε πλεόνασμα, έναντι ελλείμματος την αντίστοιχη περίοδο του 2024, αφού το ισοζύγιο τόσο της γενικής κυβέρνησης όσο και των λοιπών τομέων της οικονομίας βελτιώθηκαν.

Την περίοδο Ιανουαρίου-Μαΐου 2025, η Ελλάδα έλαβε αγροτικές επιδοτήσεις στο πλαίσιο της Κοινής Αγροτικής Πολιτικής ύψους 1,5 δισεκ. ευρώ, ενώ την ίδια περίοδο οι εισροές από τα διαρθρωτικά και επενδυτικά ταμεία της ΕΕ ανήλθαν σε 0,9 δισεκ. ευρώ (σύμφωνα με στοιχεία της ΕΕ).²² Σωρευτικά, μέσω του Πολυετούς Δημοσιονομικού Πλαισίου 2021-2027 έχουν εκταμιευθεί 3,1 δισεκ. ευρώ (απορρόφηση 15,0%, με την Ελλάδα να καταλαμβάνει την 7η θέση μεταξύ των χωρών της ΕΕ), ενώ ο ρυθμός εκταμίευσης αναμένεται να επιταχυνθεί προς το τέλος της προγραμματικής περιόδου, όπως έχει παρατηρηθεί και σε προηγούμενα προγράμματα.²³

Για το 2025, μια σειρά από παράγοντες εκτιμάται ότι θα συμβάλουν στη βελτίωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Παρά την αναιμική άνοδο των εξαγωγών αγαθών χωρίς τα καύσιμα το 2024, οι εξαγωγές δεν απώλεσαν σημαντικό μερίδιο αγοράς, γεγονός που συνιστά βάση για καλύτερες επιδόσεις τα επόμενα έτη. Αναμένεται επίσης αύξηση στο πλεόνασμα του ισοζυγίου υπηρεσιών, καθώς οι εισπράξεις από ταξιδιωτικές υπηρεσίες εκτιμάται ότι θα σημειώσουν περαιτέρω, μικρή ωστόσο, άνοδο το 2025, κυρίως μέσω της επέκτασης της τουριστικής περιόδου, της ενίσχυσης της κρουαζιέρας, αλλά και της ενίσχυσης των τουριστικών εισπράξεων σε περισσότερους προορισμούς της χώρας. Η καθοδική πορεία των επιτοκίων θα συμβάλει στη μείωση των πληρωμών για τόκους, βελτιώνοντας το ισοζύγιο πρωτογενών εισοδημάτων. Θετική επίδραση αναμένεται και από το ισοζύγιο δευτερογενών εισοδημάτων, καθώς στις αρχές Μαΐου του 2025 εκταμιεύθηκε η 5η δόση ύψους 3,1 δισεκ. ευρώ στο πλαίσιο του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF), ενώ σύμφωνα με τον προγραμματισμό του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών αναμένεται μία ακόμη δόση έως το τέλος του 2025.²⁴ Ωστόσο,

21 Σημειώνεται ότι τον Ιανουάριο του 2024 είχε καταγραφεί μέρος της προχρηματοδότησης στο πλαίσιο του προγράμματος REPowerEU.

22 European Commission, Open Data Portal for the European Structural Investment Funds.

23 Βλ. επίσης Τράπεζα της Ελλάδος, *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2024*, Πλαίσιο IV.5, Απρίλιος 2025.

24 Σημειώνεται ότι η συνολική απορρόφηση των πόρων του RRF ανήλθε σε 54,5% για τις επιχορηγήσεις και 64,3% για τα δάνεια. Στο ποσό αυτό συνυπολογίζεται και η εκταμίευση 158,7 εκατ. ευρώ τον Ιανουάριο του 2024 ως προχρηματοδότηση από τους πόρους του REPowerEU, η οποία περιλαμβάνεται στο από 21.11.2023 αναθεωρημένο Σχέδιο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας της Ελλάδος. Στις 15.5.2025 υποβλήθηκε νέα πρόταση αναθεώρησης του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας με στόχο τη διασφάλιση της πλήρους και αποτελεσματικής αξιοποίησης των συνολικών πόρων που διατίθενται από τον RRF.

η περαιτέρω βελτίωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών εξακολουθεί να υπόκειται σε σημαντικούς κινδύνους. Οι κυριότεροι από αυτούς είναι η επιβράδυνση της παγκόσμιας ζήτησης σε συνδυασμό με την επιβολή δασμών από τις ΗΠΑ, γεγονός που μπορεί να περιορίσει την εκτιμώμενη βελτίωση των εξαγωγών το 2025, καθώς και οι δυσμενείς γεωπολιτικές εξελίξεις.

Στην κατηγορία των ξένων άμεσων επενδύσεων (ΞΑΕ), στις υποχρεώσεις κατοίκων έναντι του εξωτερικού, που αντιστοιχούν στις άμεσες επενδύσεις μη κατοίκων στην Ελλάδα, το 2024 καταγράφηκαν ροές ύψους 6,0 δισεκ. ευρώ (2,5% του ΑΕΠ), έναντι 4,4 δισεκ. ευρώ (1,9% του ΑΕΠ) το 2023.²⁵ Κατά το α' τρίμηνο του 2025, οι ροές αυτές ήταν υψηλότερες συγκριτικά με εκείνες της αντίστοιχης περιόδου του 2024 και ανήλθαν σε 1,2 δισεκ. ευρώ, αντανakλώντας επενδύσεις σε μετοχές και σε ακίνητα. Οι κλάδοι που προσελκύουν περισσότερο τις ΞΑΕ είναι εκείνοι της μεταποίησης, των κατασκευών και των ακινήτων (διαχείριση και ιδιωτικές αγοραπωλησίες). Ως προς τις απαιτήσεις κατοίκων έναντι του εξωτερικού, δηλ. ΞΑΕ της Ελλάδος στο εξωτερικό, οι ροές το α' τρίμηνο του 2025 ήταν αυξημένες σε σύγκριση με τις αντίστοιχες του προηγούμενου έτους και ανήλθαν σε 1,2 δισεκ. ευρώ. Η σημαντικότερη συναλλαγή αφορά την ολοκλήρωση της αγοράς μετοχών της Ελληνικής Τράπεζας Δημόσιας Εταιρείας Λτδ (Κύπρος) από τη Eurobank A.E.

Για το σύνολο του 2025 εκτιμάται ότι η βελτίωση του επιχειρηματικού περιβάλλοντος μετά τις πρόσφατες αναβαθμίσεις της πιστοληπτικής αξιολόγησης της ελληνικής οικονομίας θα συμβάλει στην προσέλκυση ΞΑΕ στη χώρα. Δυνητικοί κίνδυνοι για την πορεία των ΞΑΕ θεωρούνται ο πιθανός γενικευμένος εμπορικός πόλεμος και η μείωση της διεθνούς ζήτησης λόγω της επιβολής δασμών από τις ΗΠΑ.

Όσον αφορά τη Διεθνή Επενδυτική Θέση (ΔΕΘ), στο τέλος του 2024 οι καθαρές υποχρεώσεις της Ελλάδος προς το εξωτερικό μειώθηκαν κατά 2,2 δισεκ. ευρώ και διαμορφώθηκαν σε 312,6 δισεκ. ευρώ, κυρίως λόγω της μείωσης των καθαρών υποχρεώσεων της γενικής κυβέρνησης και δευτερευόντως λόγω της αύξησης των καθαρών απαιτήσεων της Τράπεζας της Ελλάδος και των λοιπών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Η εξέλιξη αυτή αντισταθμίστηκε σε κάποιο βαθμό από την αύξηση των υποχρεώσεων των λοιπών τομέων της οικονομίας. Ως ποσοστό του ΑΕΠ, η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση (ΚΔΕΘ) βελτιώθηκε από -139,8% το 2023 σε -131,6% το 2024, αν και παραμένει η υψηλότερη στην ΕΕ, και η Ελλάδα συνεχίζει να υπερβαίνει το όριο (-35% του ΑΕΠ) που προβλέπεται στο πλαίσιο της διαδικασίας μακροοικονομικών ανισορροπιών.

6 ΟΙ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Η αναπτυξιακή δυναμική που εμφανίζει η ελληνική οικονομία τα τελευταία χρόνια αναμένεται να διατηρηθεί τα έτη 2025-2027, εν μέσω ενός αβέβαιου διεθνούς οικονομικού περιβάλλοντος. Σύμφωνα με τις τρέχουσες προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ το 2025 αναμένεται να διαμορφωθεί στο 2,3%, να υποχωρήσει ελαφρά στο 2,0% το 2026 και να ανακάμψει οριακά στο 2,1% το 2027 (βλ. Πίνακα IV.7). Αυτοί οι ρυθμοί ανάπτυξης είναι υψηλότεροι από το μέσο όρο της ευρωζώνης, επιτρέποντας να συνεχιστεί η σταδιακή σύγκλιση του πραγματικού κατά κεφαλήν ΑΕΠ της Ελλάδος προς το μέσο επίπεδο της ΕΕ.

Οι προβλέψεις λαμβάνουν υπόψη τις πιθανές επιπτώσεις στην ελληνική οικονομία από τον εμπορικό προστατευτισμό. Επίσης, λαμβάνουν υπόψη τις τεχνικές υποθέσεις για την εξέλιξη των τιμών των εμπορευμάτων και της συναλλαγματικής ισοτιμίας ευρώ/δολαρίου που υιοθετήθηκαν σε επίπεδο Ευρωσυστήματος στο πλαίσιο της πρόσφατης άσκησης μακροοικονομικών προβολών του Ιουνίου. Επιπλέον, γίνεται η παραδοχή ότι η αβεβαιότητα της εμπορικής πολιτι-

25 Ενδεικτικά, οι πιο σημαντικές συναλλαγές το 2024 ήταν η ξένη άμεση επένδυση στην ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ Ανώνυμη Βιομηχανική Εμπορική Εταιρεία από τη Masdar και η αγορά επιπλέον μετοχών της Διεθνούς Αερολιμένας Αθηνών Α.Ε. από την Avialliance που προσφέρθηκαν από το ΤΑΙΠΕΔ Α.Ε.

Πίνακας IV.7 Μακροοικονομικές προβλέψεις για την Ελλάδα¹

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

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

Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ και Τράπεζα της Ελλάδος.

¹ Οι προβλέψεις ενσωματώνουν όλη τη διαθέσιμη πληροφόρηση έως τις 20 Μαΐου 2025 και συνεπώς δεν λαμβάνουν υπόψη τα πρόσφατα στοιχεία των εθνικών λογαριασμών για το α' τρίμηνο του 2025.

κής είναι υψηλή, αλλά μειώνεται σταδιακά στα επίπεδα του 2018 έως το τέλος του χρονικού ορίζοντα προβολής.

Σημειώνεται ότι οι άμεσες επιπτώσεις στο ΑΕΠ της Ελλάδας από τον εμπορικό προστατευτισμό εκτιμώνται περιορισμένες, καθώς οι ΗΠΑ δεν αποτελούν σημαντική αγορά για τις ελληνικές εξαγωγές αγαθών. Οι επιπτώσεις για την Ελλάδα θα είναι κυρίως έμμεσες, με βασικότερους διαύλους μετάδοσης τη μείωση της εξωτερικής ζήτησης ελληνικών αγαθών και υπηρεσιών και την αυξημένη αβεβαιότητα.²⁶

Βασικότερη συνιστώσα της μεγέθυνσης αναμένεται να είναι η ιδιωτική κατανάλωση, ενώ οι επενδύσεις και οι εξαγωγές θα συνεχίσουν να συμβάλλουν θετικά. Η ιδιωτική κατανάλωση αναμένεται ότι κατά την περίοδο της πρόβλεψης θα αυξηθεί με μέσο ρυθμό 2,0% και θα υποστηριχθεί από την ενίσχυση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, καθώς προβλέπεται 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 υποτονική κατά μέσο όρο στην περίοδο της πρόβλεψης.

Οι επενδύσεις εκτιμάται ότι θα αυξηθούν με μέσο ρυθμό περίπου 7,5% τα έτη 2025-2026, ενώ με το πέρας της περιόδου εφαρμογής του NGEU, ο ρυθμός αύξησής τους αναμένεται να υποχωρήσει το 2027. Ειδικότερα για το 2027, οι δημόσιες επενδύσεις, σύμφωνα με τη διαθέσιμη πληροφόρηση, αναμένεται να καταγράψουν έντονο αρνητικό ρυθμό μεταβολής, αλλά οι επενδύσεις σε κατοικίες εκτιμάται ότι θα συνεχίσουν να καταγράφουν ικανοποιητικό ρυθμό μεταβολής, αφού ως ποσοστό του ΑΕΠ παραμένουν ακόμη σε πολύ χαμηλότερο επίπεδο σε σχέση με την προ της κρίσης περίοδο. Επίσης, για το 2027 οι ιδιωτικές επενδύσεις εξαιρουμένων των κατοικιών, οι οποίες αποτελούν περίπου το 60% των συνολικών επενδύσεων και είναι οι πιο παραγωγικές, εκτιμάται ότι θα καταγράψουν υψηλότερο ρυθμό αύξησης από ό,τι την περίοδο 2025-2026.

Οι συνολικές εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών αναμένεται ότι θα συνεχίσουν να αυξάνονται με μέσο ρυθμό 3,2% τα επόμενα έτη, συμβαδίζοντας με την ενισχυμένη ανταγωνιστικότητα των ελληνικών προϊόντων και την αναμενόμενη βελτίωση της εξωτερικής ζήτησης. Ωστόσο, η συμβολή του εξωτερικού τομέα συνολικά στο ΑΕΠ εκτιμάται ελαφρώς αρνητική, διότι η έντονη επεν-

²⁶ Αναλυτική παρουσίαση των πιθανών επιδράσεων των δασμών στην ελληνική οικονομία γίνεται στο Πλαίσιο IV.1.

δυτική δραστηριότητα θα προκαλέσει υψηλούς ρυθμούς αύξησης των εισαγωγών, αλλά και γενικότερα εξαιτίας του υψηλού εισαγωγικού περιεχομένου της εγχώριας ζήτησης.

Η ανεργία εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί στο 9,4% το 2025, ενώ στη συνέχεια αναμένεται να αποκλιμακωθεί με γρήγορο ρυθμό και να φθάσει στο 8,2% το 2027, αντανακλώντας τη συνεχιζόμενη ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας τα επόμενα έτη. Όσον αφορά το κόστος εργασίας, εκτιμάται ότι τα επόμενα χρόνια, για το σύνολο της οικονομίας, οι ονομαστικές αμοιβές ανά μισθωτό θα αυξάνονται με υψηλούς ρυθμούς πλησίον του 5,0% ετησίως, κυρίως ως αποτέλεσμα της εντεινόμενης στενότητας στην αγορά εργασίας, αλλά και με βάση τη διαθέσιμη πληροφόρηση από 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 χαμηλότερους ρυθμούς σε σχέση με τις πραγματικές αμοιβές ανά μισθωτό. Έτσι, αν δεν υπάρξουν αντίστοιχες εξελίξεις και στους εμπορικούς εταίρους της χώρας, τότε οι τάσεις αυτές ενδεχομένως θα πλήξουν τη διεθνή ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας.

Ο πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ θα συνεχίσει να αποκλιμακώνεται εντός της περιόδου πρόβλεψης. Το 2025 αναμένεται να παραμείνει υψηλός στο 2,5%, αντανακλώντας την επιμονή του πληθωρισμού των υπηρεσιών, λόγω των αναμενόμενων αυξήσεων των αμοιβών εργασίας και των ενοικίων, των πιέσεων από την υψηλή τουριστική ζήτηση και των αυξήσεων των έμμεσων φόρων. Το 2026 ο πληθωρισμός αναμένεται να υποχωρήσει στο 2,1%, ενώ το 2027 αναμένεται μια εφάπαξ επιτάχυνσή του στο 2,4%, λόγω ενσωμάτωσης της επίδρασης του συστήματος εμπορίας εκπομπών ρύπων στην ενεργειακή συνιστώσα του ΕνΔΤΚ. Ο πυρήνας του πληθωρισμού (ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής) βρίσκεται σε υψηλά επίπεδα, παρουσιάζοντας σημαντική απόκλιση από το μέσο όρο της ευρωζώνης και αντανακλώντας εν μέρει το θετικό παραγωγικό κενό της ελληνικής οικονομίας. Εντούτοις, ο πυρήνας του πληθωρισμού αναμένεται να μειωθεί αισθητά στο 2,2% έως το 2027, 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 αύξηση του προστατευτισμού στο διεθνές εμπόριο και επιβράδυνση της οικονομίας της ευρωζώνης, (β) οι αρνητικές επιδράσεις στο παγκόσμιο οικονομικό περιβάλλον από τη γενικευμένη αβεβαιότητα, (γ) η στενότητα στην αγορά εργασίας και ενδεχόμενες μισθολογικές πιέσεις, (δ) ενδεχόμενες φυσικές καταστροφές που συνδέονται με τις επιπτώσεις της κλιματικής κρίσης, (ε) τυχόν χαμηλότερος του αναμενόμενου ρυθμός απορρόφησης και αξιοποίησης των κονδυλίων του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας και (στ) βραδύτερη του αναμενόμενου υλοποίηση των απαραίτητων μεταρρυθμίσεων, με δυσμενείς επιδράσεις στην παραγωγικότητα της ελληνικής οικονομίας.

Πλαίσιο IV.1

ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΔΡΑΣΕΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΠΙΒΟΛΗ ΔΑΣΜΩΝ ΤΩΝ ΗΠΑ

Σκοπός του παρόντος πλαισίου είναι να διερευνήσει τις ενδεχόμενες επιδράσεις στην ελληνική οικονομία για την περίοδο 2025-2027 από μια πιθανή επιβολή δασμών εκ μέρους των ΗΠΑ σε εισαγωγές αγαθών από την Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ). Εξετάζονται τρία σενάρια, το βασικό, το ήπιο και το δυσμενές, τα οποία διαφέρουν μεταξύ τους ως προς την ένταση και την επιμονή των πολιτικών προστατευτισμού.¹

¹ Για αναλυτικότερη πληροφόρηση σχετικά με τις υποθέσεις που ενσωματώνονται στα σενάρια, βλ. Box 3, June 2025 BMPE report. Σημειώνεται ότι οι υποθέσεις των σεναρίων προσομοιάζουν σε αυτές που υιοθετήθηκαν στο πλαίσιο της ευρείας άσκησης μακροοικονομικών προβολών του Ευρωσυστήματος (June 2025 BMPE) στο μέτρο του εφικτού.

Οι κυριότερες υποθέσεις στο βασικό σενάριο είναι ότι οι δασμοί των ΗΠΑ προς την ΕΕ ανέρχονται στο 10% και στο 25% σε μέταλλα και αυτοκίνητα αντίστοιχα. Επιπλέον, θεωρείται ότι η ΕΕ δεν θα προβεί σε αντίποινα. Η αβεβαιότητα της εμπορικής πολιτικής αναμένεται να παραμείνει υψηλή καθ' όλη τη διάρκεια του χρονικού ορίζοντα προβολής, 2025-2027, αλλά θα έχει καθοδική πορεία φθάνοντας τα επίπεδα του 2018 στο τέλος του χρονικού ορίζοντα προβολής. Στο ήπιο σενάριο γίνεται υπόθεση ότι θα επιτευχθεί συμφωνία για μηδενικούς δασμούς με ισχύ από το γ' τρίμηνο του 2025 και ότι η αβεβαιότητα θα αποκλιμακώνεται γρηγορότερα από ό,τι στο βασικό σενάριο. Στο δυσμενές σενάριο, οι ΗΠΑ επιβάλλουν δασμούς 20% στις εισαγωγές αγαθών από χώρες της ΕΕ με συμμετρικά αντίποινα. Επίσης, οι δασμοί των ΗΠΑ προς τον υπόλοιπο κόσμο θα βρίσκονται σε υψηλά επίπεδα. Τέλος, η αβεβαιότητα αναμένεται ότι θα παραμείνει υψηλότερη από ό,τι στο βασικό σενάριο για όλο το χρονικό ορίζοντα προβολής.

Για την ανάλυση χρησιμοποιείται το δυναμικό στοχαστικό υπόδειγμα γενικής ισορροπίας (DSGE) της Τράπεζας της Ελλάδος, όπου γίνεται αντιστοίχιση των παραπάνω υποθέσεων σε εξωγενείς μεταβλητές του υποδείγματος.²

Από τα αποτελέσματα εκτιμάται ότι οι άμεσες επιδράσεις στην ελληνική οικονομία από το διμερές εμπόριο μεταξύ Ελλάδος και ΗΠΑ θα είναι περιορισμένες. Οι επιδράσεις αναμένεται να είναι κυρίως έμμεσες: αφενός, μέσω της μείωσης της εξωτερικής ζήτησης για αγαθά και υπηρεσίες της ευρωζώνης, η οποία με τη σειρά της θα επηρεάσει αρνητικά τη ζήτηση ελληνικών εξαγωγών, και αφετέρου, λόγω της αυξημένης αβεβαιότητας και των σχετικών αρνητικών επιπτώσεων στις επενδύσεις.

Δίαυλοι μετάδοσης των επιδράσεων στην ελληνική οικονομία από πολιτικές επιβολής δασμών της κυβέρνησης των ΗΠΑ

Ένα σημαντικό ποσοστό των εξαγωγών της ελληνικής οικονομίας, περίπου 50%, είναι υπηρεσίες (στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ) και η επιβολή δασμών των ΗΠΑ αφορά μόνο αγαθά. Επιπροσθέτως, οι ΗΠΑ δεν αποτελούν σημαντικό προορισμό για τις ελληνικές εξαγωγές αγαθών, καθώς τα τελευταία έτη (2020-2024) απορροφούν μόλις το 4,1% των εξαγωγών αγαθών (βλ. Πλαίσιο IV.2).³ Ως εκ τούτου, οι άμεσες επιπτώσεις στην ελληνική οικονομία αναμένονται περιορισμένες και εξαρτώνται τόσο από το ύψος των δασμών όσο και από το βαθμό ευαισθησίας των εξαγωγών στους δασμούς αυτούς.

Εντούτοις, εκτιμάται ότι θα υπάρξουν έμμεσες επιδράσεις από μια πιθανή μείωση της εξωτερικής ζήτησης αγαθών και υπηρεσιών των χωρών της ευρωζώνης, η οποία ενδέχεται να επηρεάσει αρνητικά τη ζήτηση ελληνικών εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών και, κατά συνέπεια, το ΑΕΠ της Ελλάδος. Σημειώνεται ότι περίπου το 9% των συνολικών εξαγωγών αγαθών των χωρών της ευρωζώνης κατευθύνεται προς τις ΗΠΑ. Οι κυριότεροι (έμμεσοι) δίαυλοι μέσω των οποίων οι δασμοί αναμένεται να επιδράσουν στην ελληνική οικονομία είναι οι ακόλουθοι:

Πρώτον, αναμένεται μείωση της εξωτερικής ζήτησης για ελληνικά αγαθά, κυρίως εκ μέρους της ευρωζώνης, λόγω της ενδεχόμενης επιβράδυνσης των οικονομιών της ευρωζώνης. Ο συγκεκριμένος δίαυλος αποτελεί έναν από τους κύριους μηχανισμούς μέσω των οποίων οι δασμοί των ΗΠΑ αναμένεται να επηρεάσουν την ελληνική οικονομία. Σημειώνεται ότι περίπου το 42% των εξαγωγών αγαθών και το 34% των εξαγωγών υπηρεσιών της Ελλάδος κατευθύνονται στις χώρες της ευρωζώνης. Εφόσον οι πολιτικές προστατευτισμού που υιοθετούν οι ΗΠΑ οδηγήσουν σε μείωση της εξωτερικής ζήτησης και του ΑΕΠ της ευρωζώνης, η ελληνική οικονομία θα επηρεαστεί (α) μέσω της μειωμένης ζήτησης ελληνικών ενδιάμεσων αγαθών, τα οποία χρησιμοποιούνται στην παραγωγή τελικών προϊόντων που εξάγονται από την ευρωζώνη στις ΗΠΑ, και (β) μέσω της υποχώρησης της εξωτερικής ζήτησης ελληνικών τελικών αγαθών και υπηρεσιών, συμπεριλαμβανομένων των τουριστικών υπηρεσιών, λόγω της ευρύτερης επιβράδυνσης της οικονομικής δραστηριότητας στην ευρωζώνη αλλά και διεθνώς.

2 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.

3 Το 2024 το μερίδιο των ΗΠΑ στο σύνολο των ελληνικών εξαγωγών αγαθών ήταν 4,8% ή 2,4 εκατ. ευρώ σε τρέχουσες τιμές (στοιχεία COMEXT) και οι εξαγωγές πετρελαιοειδών που εξαιρούνται των δασμών αντιπροσώπευαν περίπου το 1/4. Επίσης, σημειώνεται ότι το 2024 οι εισαγωγές από τις ΗΠΑ αντιστοιχούσαν σε περίπου 2,6% των συνολικών ελληνικών εισαγωγών αγαθών και οι ταξιδιωτικές εισπράξεις από τις ΗΠΑ ανέρχονταν λίγο πάνω από το 7% των συνολικών τουριστικών εσόδων.

Δεύτερον, αναμένεται αύξηση της αβεβαιότητας. Σε περίπτωση εφαρμογής των δασμών, ιδίως αν αυτή συνοδευθεί από αντίμετρα εκ μέρους των εμπορικών εταίρων των ΗΠΑ, θα ενισχυθεί περαιτέρω η υπάρχουσα αβεβαιότητα γύρω από τη διεθνή εμπορική πολιτική. Το ενδεχόμενο αυτό αναμένεται να οδηγήσει σε αύξηση του ασφαλιστικού κινδύνου (risk premium) για την ελληνική οικονομία, αποθαρρύνοντας τις επενδύσεις και οδηγώντας τα νοικοκυριά σε μείωση της κατανάλωσης.

Τέλος, οι δασμοί ενδεχομένως θα επηρεάσουν και την ελληνική ναυτιλία σε περίπτωση που προκληθεί επιβράδυνση του παγκόσμιου εμπορίου και μείωση του επιπέδου των ναύλων. Οι εισπράξεις από μεταφορές, κυρίως από τη ναυτιλία, αποτελούν περίπου το 40% των συνολικών εισπράξεων από υπηρεσίες στην ελληνική οικονομία. Οι αναμενόμενες αρνητικές επιδράσεις για την ποντοπόρο ναυτιλία, όπου η δυναμική των εσόδων καθορίζεται κυρίως από την εξέλιξη των ναύλων, αντανakλούν σε μεγάλο βαθμό τις διακυμάνσεις στο διεθνές εμπόριο.⁴ Εντούτοις, οι περιοριστικές πολιτικές της πρώτης κυβέρνησης Τραμπ στο παγκόσμιο εμπόριο, κυρίως εις βάρος της Κίνας, είχαν οδηγήσει σε επαναδρομολόγηση του εμπορίου χωρίς συνολικές αρνητικές επιπτώσεις.

Εμπειρική εκτίμηση των επιδράσεων στην ελληνική οικονομία από τις πολιτικές επιβολής δασμών της κυβέρνησης των ΗΠΑ

Για την προσομοίωση των επιδράσεων της επιβολής των δασμών γίνεται αντιστοίχιση των παραπάνω υποθέσεων σε εξωγενείς μεταβλητές του υποδείγματος. Λαμβάνοντας υπόψη τις υποθέσεις του βασικού, του ήπιου και του δυσμενούς σεναρίου, η επίδραση των δασμών στην ελληνική οικονομία προσομοιώνεται μέσω δύο προσωρινών διαταραχών: (α) στην εξωτερική ζήτηση για ελληνικές εξαγωγές και (β) στην οικονομική αβεβαιότητα. Στο πλαίσιο του υποδείγματος, η οικονομική αβεβαιότητα προσεγγίζεται μέσω μεταβολών στο ασφάλιστρο κινδύνου. Το μέγεθος και η εμμονή των διαταραχών διαφέρουν ανάμεσα στα σενάρια, ώστε να αντικατοπτρίζουν τις ιδιαίτερες παραδοχές κάθε σεναρίου. Ειδικότερα, το ήπιο σενάριο υποθέτει χαμηλότερη εμμονή των διαταραχών σε σχέση με το βασικό σενάριο, ενώ το δυσμενές υποθέτει μεγαλύτερο μέγεθος διαταραχών και υψηλότερο βαθμό εμμονής σε σύγκριση με το βασικό σενάριο.

Όσον αφορά το μέγεθος των διαταραχών, στο βασικό και στο ήπιο σενάριο γίνεται η υπόθεση ότι οι διαταραχές μειώνουν το ρυθμό μεταβολής της εξωτερικής ζήτησης εξαγωγών κατά 0,5 ποσοστιαία μονάδα (ποσ. μον.) και αυξάνουν το ασφάλιστρο κινδύνου κατά 200 μονάδες βάσης (μ.β.). Στο ήπιο σενάριο η διαταραχή στο ασφάλιστρο κινδύνου εμφανίζει χαμηλότερη εμμονή σε σχέση με το βασικό σενάριο, με αποτέλεσμα η αβεβαιότητα να αποκλιμακώνεται ταχύτερα.

Το δυσμενές σενάριο υποθέτει μεγαλύτερο μέγεθος διαταραχών. Ειδικότερα, ο ρυθμός μεταβολής της εξωτερικής ζήτησης μειώνεται κατά 1,25 ποσ. μον. και το ασφάλιστρο κινδύνου αυξάνεται κατά 200 μ.β. Επιπλέον, στο δυσμενές σενάριο η διαταραχή στο ασφάλιστρο κινδύνου χαρακτηρίζεται από υψηλότερο βαθμό εμμονής σε σύγκριση με το βασικό σενάριο, γεγονός που συνεπάγεται παρατεταμένη διάρκεια της αυξημένης αβεβαιότητας.

Οι δίαυλοι μετάδοσης των διαταραχών, όπως προκύπτουν από το υπόδειγμα, είναι οι εξής: Η μείωση της εξωτερικής ζήτησης οδηγεί σε περιορισμό των ελληνικών εξαγωγών, προκαλώντας συρρίκνωση της συνολικής ζήτησης στην ελληνική οικονομία. Καθώς η εξωτερική ζήτηση εξασθενεί, οι επιχειρήσεις περιορίζουν την παραγωγή, γεγονός που συνεπάγεται μείωση του πραγματικού ΑΕΠ. Η πτώση της παραγωγής, με τη σειρά της, μειώνει τη ζήτηση εργασίας, ασκώντας καθοδικές πιέσεις στους μισθούς του ιδιωτικού τομέα και στο κόστος εργασίας, καθώς και στη ζήτηση κεφαλαίου. Παράλληλα, η υποχώρηση της συνολικής ζήτησης οδηγεί σε πτώση του πληθωρισμού, καθώς οι επιχειρήσεις μειώνουν τις τιμές τους ανταποκρινόμενες στο χαμηλότερο κόστος εργασίας. Επιπρόσθετα, η μείωση του εισοδήματος των νοικοκυριών οδηγεί σε πτώση της ιδιωτικής κατανάλωσης, επιτείνοντας περαιτέρω τη συρρίκνωση της συνολικής ζήτησης.

Όσον αφορά τις επιδράσεις από την αύξηση της οικονομικής αβεβαιότητας, αυτή επηρεάζει αρνητικά την επενδυτική και καταναλωτική ζήτηση. Με τη σειρά της, η μείωση της εγχώριας ζήτησης οδηγεί σε περιορισμό της απα-

4 Βλ. Μπραγουδάκης, Ζ. και Σ. Παναγιώτου (2010), "Προσδιοριστικοί παράγοντες των εισπράξεων από θαλάσσιες μεταφορές: η περίπτωση της Ελλάδος", Τράπεζα της Ελλάδος, *Οικονομικό Δελτίο*, Τεύχος 34, σελ. 43-58.

σχόλησης και των μισθών, γεγονός που επιτρέπει στις επιχειρήσεις να μειώσουν τις τιμές τους, δημιουργώντας αποπληθωριστικές πιέσεις.

Σε ποσοτικούς όρους, τα βασικά ευρήματα της ανάλυσης από το υπόδειγμα συνοψίζονται στον πίνακα και παρουσιάζονται ως μεταβολές σε ποσ. μον. από το βασικό σενάριο αθροιστικά για την περίοδο 2025-2027:

(α) Το πραγματικό ΑΕΠ στο δυσμενές σενάριο μειώνεται αθροιστικά κατά 0,5 ποσ. μον., ενώ στο ήπιο αυξάνεται κατά 0,3 ποσ. μον.

(β) Η ιδιωτική κατανάλωση στο δυσμενές σενάριο μειώνεται αθροιστικά κατά 0,7 ποσ. μον., ενώ στο ήπιο αυξάνεται κατά 0,5 ποσ. μον.

(γ) Οι ιδιωτικές επενδύσεις στο δυσμενές σενάριο μειώνονται αθροιστικά κατά 4,5 ποσ. μον., ενώ στο ήπιο αυξάνονται κατά 2,2 ποσ. μον.

(δ) Η απασχόληση στο δυσμενές σενάριο μειώνεται αθροιστικά κατά 0,4 ποσ. μον., ενώ στο ήπιο αυξάνεται κατά 0,2 ποσ. μον.

(ε) Το ισοζύγιο αγαθών (εξαγωγές μείον εισαγωγές) στο δυσμενές σενάριο βελτιώνεται αθροιστικά κατά 0,3 ποσ. μον., ενώ στο ήπιο επιδεινώνεται κατά 0,3 ποσ. μον. Η βελτίωση του ισοζυγίου οφείλεται στη σημαντική μείωση των εισαγωγών, λόγω χαμηλότερης εγχώριας ζήτησης και ειδικότερα των επενδύσεων.

(στ) Ο πληθωρισμός βάσει του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΔΤΚ) στο δυσμενές σενάριο μειώνεται αθροιστικά κατά 0,3 ποσ. μον., ενώ στο ήπιο αυξάνεται κατά 0,1 ποσ. μον.

Μακροοικονομικές επιδράσεις για την ελληνική οικονομία την περίοδο 2025-2027 με βάση το δυσμενές και το ήπιο σενάριο

(ετήσιες μεταβολές σε ποσοστιαίες μονάδες σε σχέση με το βασικό σενάριο)

Περίοδος (2025-2027)	Δυσμενές σενάριο	Ήπιο σενάριο
Πραγματικό ΑΕΠ	-0,5	0,3
Συνολική κατανάλωση	-0,7	0,5
Επενδύσεις	-4,5	2,2
Απασχόληση	-0,4	0,2
Εμπορικό ισοζύγιο	0,3	-0,3
Πληθωρισμός	-0,3	0,1

Πηγή: Υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.

Τα ανωτέρω αποτελέσματα, βασισμένα στο δυναμικό στοχαστικό υπόδειγμα γενικής ισορροπίας (DSGE) της Τράπεζας της Ελλάδος, συνάδουν με εκείνα του ετήσιου μακροοικονομικού υποδείγματος προσομοιώσεων⁵ και δείχνουν ότι η επιβολή των δασμών ενδέχεται να έχει σημαντικές επιπτώσεις στο πραγματικό ΑΕΠ της ελληνικής οικονομίας στο δυσμενές σενάριο, όπου η εμμονή της αβεβαιότητας διαδραματίζει καθοριστικό ρόλο.

Συμπεράσματα

Συνοπτικά, τα αποτελέσματα των προσομοιώσεων δείχνουν ότι οι επιδράσεις στην ελληνική οικονομία από τις πολιτικές επιβολής δασμών της κυβέρνησης των ΗΠΑ είναι πιθανόν να οδηγήσουν σε επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ. Το μέγεθος της επίπτωσης εξαρτάται σημαντικά από την ένταση των διαταραχών

5 Zonzilos, N. (2004), "Econometric modelling at the Bank of Greece", Bank of Greece Working Paper No. 14.

στην εξωτερική ζήτηση και στην αβεβαιότητα. Ειδικότερα, στο δυσμενές σενάριο όπου η επίδραση της αυξημένης αβεβαιότητας έχει πρωτεύοντα ρόλο, οι επιπτώσεις στην οικονομική δραστηριότητα αναμένονται σημαντικές.

Εντούτοις, παρά τις συνεχόμενες αλλαγές στην επιβολή των δασμών οι οποίες έχουν ανακοινωθεί, δεν έχει παρατηρηθεί αξιόλογη μεταβολή στις αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων, που αντικατοπτρίζουν και το ασφάλιστρο κινδύνου της χώρας. Ως εκ τούτου, η θετική δυναμική της ελληνικής οικονομίας φαίνεται να αντισταθμίζει σε μεγάλο βαθμό τις πιθανές αρνητικές επιπτώσεις από μια επιβολή δασμών.

Πλαίσιο IV.2

Η ΕΠΙΠΤΩΣΗ ΤΩΝ ΔΑΣΜΩΝ ΤΩΝ ΗΠΑ ΣΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ ΑΓΑΘΩΝ ΚΑΙ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

Η επιβολή δασμών από τις ΗΠΑ, αντανakλώντας την αναθεώρηση της εμπορικής τους πολιτικής, δεν επηρεάζει μόνο τους άμεσους εμπορικούς τους εταίρους, αλλά έχει και ευρύτερες συνέπειες στην παγκόσμια οικονομία. Για την Ελλάδα, οι άμεσες επιπτώσεις από την επιβολή δασμών εκτιμώνται περιορισμένες, ωστόσο μεγαλύτερες είναι οι πιθανές έμμεσες επιπτώσεις λόγω της επιβράδυνσης του ρυθμού ανόδου του διεθνούς εμπορίου, της παγκόσμιας οικονομίας και του διαθέσιμου εισοδήματος. Το παρόν πλαίσιο αναλύει τις άμεσες επιπτώσεις στις εξαγωγές αγαθών της Ελλάδας προς τις ΗΠΑ, καθώς και στις εξαγωγές υπηρεσιών, κυρίως μέσα από την επίδραση στην ελληνική εμπορική ναυτιλία από την επιβολή τελών για την προσέγγιση λιμένων των ΗΠΑ. Τέλος, εξετάζει τη φύση των έμμεσων επιπτώσεων των αμερικανικών δασμών στο εξωτερικό εμπόριο της Ελλάδας, με στόχο να αναδείξει τις προκλήσεις που ανακύπτουν για την ελληνική οικονομία (βλ. επίσης Πλαίσιο IV.1).

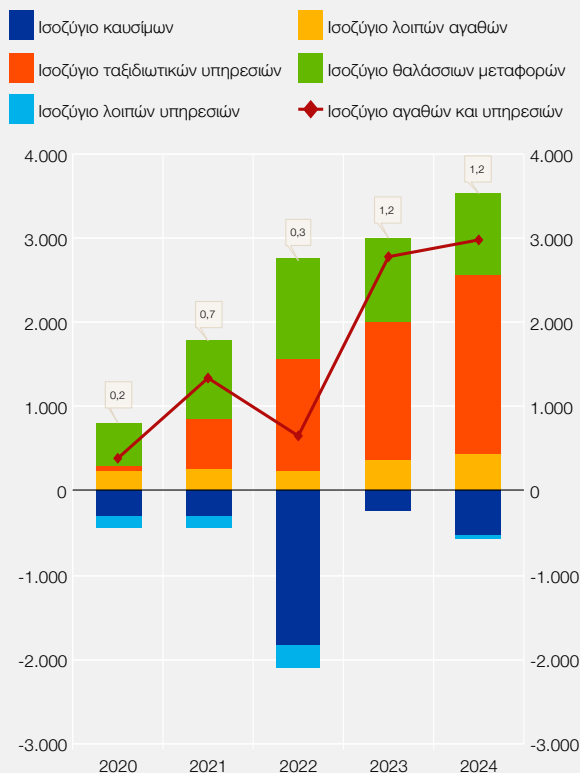
Σύμφωνα με τα στοιχεία του Ισοζυγίου Πληρωμών της Τράπεζας της Ελλάδος, στο διμερές εμπόριο αγαθών Ελλάδας-ΗΠΑ καταγράφηκε μικρό έλλειμμα ύψους 101 εκατ. ευρώ το 2024, έναντι πλεονάσματος 128 εκατ. ευρώ το 2023, αφού το πλεόνασμα του ισοζυγίου αγαθών πλην καυσίμων υπεραντισταθμίστηκε από το έλλειμμα του ισοζυγίου καυσίμων. Ειδικότερα, το 2022 και σε μικρότερο βαθμό το 2024, η αξία των εισαγωγών καυσίμων (κυρίως φυσικού αερίου) από τις ΗΠΑ ήταν η υψηλότερη της περιόδου 2020-2024. Από την άλλη πλευρά, το ισοζύγιο υπηρεσιών εμφανίζει πλεόνασμα, πρωτίστως λόγω του ισοζυγίου ταξιδιωτικών υπηρεσιών και δευτερευόντως του ισοζυγίου θαλάσσιων μεταφορών. Χάρη κυρίως στις εισπράξεις από υπηρεσίες, το ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών της χώρας με τις ΗΠΑ καταγράφει συνολικά πλεόνασμα, που ανήλθε σε 1,2% του ΑΕΠ το 2024 (βλ. Διάγραμμα Α).

Άμεσες επιδράσεις στις εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών

Η αξία των ελληνικών εξαγωγών αγαθών προς τις ΗΠΑ αντιστοιχεί σε περίπου 4,8% των συνολικών εξαγωγών

Διάγραμμα Α Ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών
Ελλάδος-ΗΠΑ
(2020-2024)

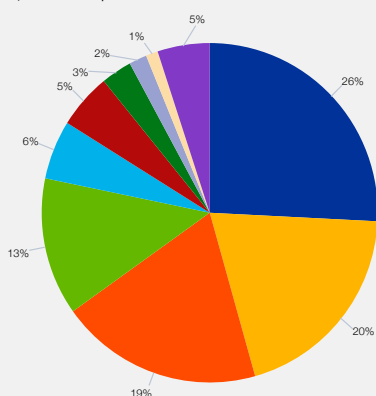
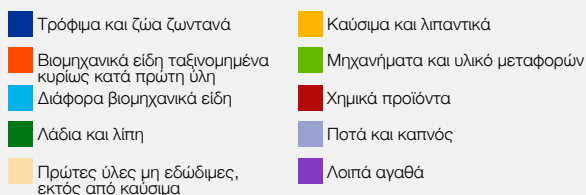
(σε εκατ. ευρώ και % του ΑΕΠ)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΛΣΤΑΤ (για το ΑΕΠ).
Σημείωση: Τα ποσοστά πάνω από τις ράβδους απεικονίζουν το διμερές ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών ως προς το ΑΕΠ της Ελλάδας.

Διάγραμμα Β Διάρθρωση ελληνικών εξαγωγών αγαθών στις ΗΠΑ

(μέσος όρος 2022-2024)



Πηγή: Στοιχεία εμπορευματικών συναλλαγών της Eurostat, COMEXT database.

αγαθών και σε περίπου 1% του ΑΕΠ. Τα κύρια αγαθά που εξάγει η Ελλάδα στις ΗΠΑ είναι τρόφιμα (κυρίως φρούτα και λαχανικά παρασκευασμένα, καθώς και τυρί και παρασκευάσματα από δημητριακά) και ελαιόλαδο, καύσιμα, βιομηχανικά προϊόντα (π.χ. μη μεταλλικά ορυκτά όπως τσιμέντο, μη σιδηρούχα μέταλλα όπως αλουμίνιο) και ηλεκτρικά μηχανήματα και διακόπτες (βλ. Διάγραμμα Β).¹

Από την ανάλυση των αγαθών που εξάγει η Ελλάδα στις ΗΠΑ προκύπτει ότι σχεδόν το 25% αφορά πρωτίστως καύσιμα και δευτερευόντως φαρμακευτικά προϊόντα και προϊόντα χαλκού, όλα εκ των οποίων έχουν εξαιρεθεί από τους δασμούς.² Περίπου το 10% των εξαγωγών αφορά προϊόντα αλουμινίου, σιδήρου και χάλυβα, τα οποία αντιμετωπίζουν – από τις αρχές Ιουνίου του 2025 – δασμό ύψους 50%,³ ενώ το υπόλοιπο σχεδόν 65% των ελληνικών εξαγωγών αγαθών αντιμετωπίζει το βασικό δασμό ύψους 10% μέχρι τις αρχές Ιουλίου του 2025.⁴

Η ανακοίνωση των δασμών από τις ΗΠΑ συνοδεύθηκε από την υιοθέτηση μέτρων, σε συνέχεια της διερεύνησης για τις ναυτιλιακές και ναυπηγικές πρακτικές της Κίνας, στα μέσα Απριλίου του 2025.^{5,6} Τα μέτρα αυτά, που θα τεθούν σε ισχύ στα μέσα Οκτωβρίου του 2025, περιλαμβάνουν τα εξής:

1. Τέλη για πλοιοκτήτες και φορείς εκμετάλλευσης πλοίων της Κίνας με βάση την καθαρή χωρητικότητα ανά ταξίδι στις ΗΠΑ.
2. Τέλη για τους φορείς εκμετάλλευσης πλοίων κινεζικής ναυπήγησης με βάση την καθαρή χωρητικότητα ή τα εμπορευματοκιβώτια.
3. Τέλη σε πλοία μεταφοράς αυτοκινήτων αλλοδαπής κατασκευής βάσει της χωρητικότητάς τους.
4. Παροχή κινήτρων για τη ναυπήγηση πλοίων μεταφοράς αυτοκινήτων και υγροποιημένου αερίου στις ΗΠΑ.

Τα παραπάνω τέλη, τα οποία θα βαίνουν αυξανόμενα τα επόμενα 3 έτη, αναμένεται ότι θα πλήξουν κυρίως τις εταιρίες που εδρεύουν στην Κίνα⁷ και διαχειρίζονται πλοία μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων, καθώς και τα κατασκευασμένα εκτός ΗΠΑ πλοία μεταφοράς αυτοκινήτων. Όσον αφορά την ελληνόκτητη ναυτιλία, η επίπτωση

1 Σύμφωνα με τα εμπορευματικά στοιχεία εξαγωγών (βάση δεδομένων COMEXT) για το έτος 2024.

2 Βλ. Executive order – Regulating Imports with a Reciprocal Tariff to Rectify Trade Practices that Contribute to Large and Persistent Annual United States Goods Trade Deficits, Annex II (2.4.2025).

3 Βλ. Proclamation – Adjusting imports of aluminum and steel into the United States (3.6.2025).

4 Αρχικά στο σύνολο της ΕΕ είχε επιβληθεί δασμός 20% επί της αξίας των αγαθών, η εφαρμογή του οποίου ανεστάλη για 90 ημέρες (μέχρι τις αρχές Ιουλίου του 2025), ενώ διατηρήθηκε “βασικός” δασμός 10% (βλ. Executive order – Modifying Reciprocal Tariff Rates to Reflect Trading Partner Retaliation and Alignment, 9.4.2025) και δόθηκε χρόνος για τη συνομιλία μιας εμπορικής συμφωνίας μεταξύ ΕΕ και ΗΠΑ. Σημειώνεται ότι το σενάριο αναφοράς στις προβλέψεις του Ευρωσυστήματος εκτιμά τη διατήρηση των δασμών για τις εξαγωγές της ΕΕ προς τις ΗΠΑ στο 10% (βλ. Box 2, “Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area”, June 2025).

5 Βλ. Office of the United States Trade Representative, [Press Release](#), 17.4.2025.

6 Σημειώνεται ότι υπό διαβούλευση βρίσκεται και ο νόμος SHIPS for America Act, που στοχεύει στην ενίσχυση του εμπορικού στόλου των ΗΠΑ.

7 Περιλαμβανομένων του Χονγκ Κονγκ και του Μακάο.

αναμένεται να είναι περιορισμένη, αφού δραστηριοποιείται κυρίως στους κλάδους μεταφοράς ξηρού (χύδην) φορτίου και πετρελαίου. Εκτιμάται επίσης ότι – σε όρους μεταφορικής ικανότητας – λιγότερο από το ήμισυ των ελληνόκτητων πλοίων μεταφοράς ξηρού (χύδην) φορτίου έχει κατασκευαστεί στην Κίνα, ενώ το αντίστοιχο μερίδιο για τα πετρελαιοφόρα ανέρχεται σε περίπου 20% και για τα πλοία μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων σε 30%. Το γεγονός αυτό δίνει τη δυνατότητα στις εταιρίες διαχείρισης ελληνόκτητων πλοίων να ναυλώσουν πλοία που διαθέτουν και είναι κατασκευασμένα εκτός Κίνας για δρομολόγια προς λιμένες των ΗΠΑ, για τα οποία δεν απαιτείται η καταβολή των σχετικών τελών.⁸ Έτσι, η περίπτωση αυτή μπορεί – υπό προϋποθέσεις – να αποτελέσει συγκριτικό πλεονέκτημα για την ελληνόκτητη ναυτιλία.

Συνεπώς, η άμεση επίδραση της επιβολής δασμών επί της αξίας των εισαγωγών στις ΗΠΑ αναμένεται να είναι περιορισμένη, λόγω αφενός του μικρού μεριδίου των συνολικών εξαγωγών αγαθών που κατευθύνονται στις ΗΠΑ και αφετέρου της εξαίρεσης σχεδόν του 1/4 των ελληνικών εξαγωγών από δασμούς. Επιπροσθέτως, η επιβολή αυξανόμενων τελών σε πλοία κατασκευασμένα στην Κίνα αναμένεται να έχει μικρή αρνητική επίπτωση στον ελληνόκτητο στόλο και άρα στις εισπράξεις από θαλάσσιες μεταφορές.

Έμμεσες επιδράσεις στις εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών

Ωστόσο, οι έμμεσες επιδράσεις από τους δασμούς μπορεί να είναι μεγαλύτερες και συνδέονται με τους εξής παράγοντες:

- 1. Απώλεια ανταγωνιστικότητας λόγω επιδείνωσης των σχετικών τιμών των αγαθών:** Η επιβολή υψηλότερων δασμών στην ΕΕ συγκριτικά με άλλες χώρες που παράγουν αντίστοιχα – ανταγωνιστικά – προϊόντα μπορεί να συντελέσει στην επιδείνωση των σχετικών τιμών των ελληνικών προϊόντων στην αγορά των ΗΠΑ.⁹ Συνεπώς, οι χώρες με χαμηλότερους δασμούς αποκτούν ένα συγκριτικό πλεονέκτημα έναντι των χωρών της ΕΕ. Η παρὰπάνω επίδραση ενισχύεται περαιτέρω από την πρόσφατη ανατίμηση του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ.
- 2. Επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου της παγκόσμιας οικονομίας και του διεθνούς εμπορίου:** Αν και οι εξαγωγές της Ελλάδος προς τις ΗΠΑ αντιστοιχούν σε περίπου 1% του ΑΕΠ, για τις χώρες της ευρωζώνης και της ΕΕ-27 το ποσοστό αυτό είναι υψηλότερο (περίπου 3%). Η αρνητική επίδραση στο διαθέσιμο εισόδημα αυτών των εμπορικών εταίρων της Ελλάδος, που απορροφούν πάνω από 50% των ελληνικών εξαγωγών αγαθών, θα επηρεάσει δυσμενώς και τις εξαγωγές αγαθών της χώρας. Επιπροσθέτως, η μείωση του όγκου του διεθνούς εμπορίου θα επηρεάσει αρνητικά τη ζήτηση θαλάσσιων μεταφορών και τις συναφείς εισπράξεις στο ισοζύγιο υπηρεσιών της χώρας.
- 3. Αύξηση του ανταγωνισμού στις υπάρχουσες αγορές:** Η επιβολή δασμών από τις ΗΠΑ μπορεί να συντελέσει στην εκτροπή των ροών εμπορευμάτων από τις ΗΠΑ προς άλλες αγορές. Στο βαθμό που τα ελληνικά αγαθά είναι ανταγωνιστικά με αυτά (π.χ. μεταλλικά προϊόντα και μηχανήματα), μπορεί να ενταθεί ο ανταγωνισμός τιμών στις αγορές αυτές όπου είναι ήδη παρόντα τα ελληνικά αγαθά.
- 4. Μείωση του διαθέσιμου εισοδήματος στην ΕΕ και στις ΗΠΑ:** Μια μείωση του διαθέσιμου εισοδήματος στην ΕΕ, από την οποία προέρχεται άνω του 55% των ταξιδιωτικών εισπράξεων της Ελλάδος, είναι πιθανόν να συντελέσει στον περιορισμό των δαπανών των ταξιδιωτών στη χώρα μας. Αντίστοιχη επίπτωση μπορεί να σημειωθεί και για τους ταξιδιώτες από τις ΗΠΑ. Ειδικότερα, το 2024 οι ταξιδιώτες από τις ΗΠΑ ανήλθαν σε 1,55 εκατομμύρια ή 3,8% των συνολικών αφίξεων (έναντι 3,9% το 2023), ενώ οι εισπράξεις από τις ΗΠΑ ανήλθαν σε 1,6 δισεκ. ευρώ ή 7,3% των συνολικών εισπράξεων (έναντι 6,7% το 2023). Επιπλέον, η δαπάνη ανά διανυκτέρευση των ταξιδιωτών από τις ΗΠΑ είχε συγκριτικά τη μεγαλύτερη αύξηση ανάμεσα στις κυριότερες χώρες προέλευσης ταξιδιωτών, ενώ αύξηση κατέγραψε και η μέση δαπάνη τους ανά ταξίδι.¹⁰

8 Σημειώνεται ότι προβλέπονται κάποιες εξαιρέσεις για συγκεκριμένα είδη και μεγέθη πλοίων.

9 Για παράδειγμα, στην αρχική ανακοίνωση των δασμών, η ΕΕ αντιμετώπιζε δασμούς 20%, ενώ η Τουρκία 10%.

10 Μεταξύ των χωρών που αποτελούν κύριες χώρες προέλευσης ταξιδιωτών εκτός ΕΕ, οι ταξιδιώτες από τις ΗΠΑ δαπάνησαν 1.023,5 ευρώ ανά ταξίδι κατά μέσο όρο, έναντι 695,1 ευρώ των ταξιδιωτών από το Ηνωμένο Βασίλειο. Μέση δαπάνη ανά ταξίδι σε ανάλογο επίπεδο καταγράφηκε και για τους ταξιδιώτες από τη Γερμανία και τη Γαλλία (685,3 και 632,2 ευρώ αντίστοιχα). Οι ταξιδιώτες από χώρες της ομογένειας όπως η Αυστραλία και ο Καναδάς κατέγραψαν επίσης μέση δαπάνη ανά ταξίδι άνω των 1.000 ευρώ.

Συμπερασματικά, η επιβολή δασμών από τις ΗΠΑ έχει δημιουργήσει νέα δεδομένα στο εξωτερικό εμπόριο της Ελλάδος, με επιπτώσεις τόσο σε βραχυπρόθεσμο όσο και σε μακροπρόθεσμο διάστημα.¹¹ Οι άμεσες επιπτώσεις από την επιβολή δασμών στα ελληνικά αγαθά δεν αναμένεται να είναι σημαντικές, αφού το μερίδιο των εξαγωγών προς τις ΗΠΑ δεν είναι υψηλό. Ωστόσο, οι έμμεσες επιπτώσεις – που συνδέονται με την επιβράδυνση της ανόδου του όγκου του διεθνούς εμπορίου και του διαθέσιμου εισοδήματος των κύριων εμπορικών εταίρων της Ελλάδος – στις εξαγωγές τόσο των αγαθών όσο και των υπηρεσιών εκτιμάται ότι δύνανται να είναι μεγαλύτερες και να γίνουν φανερές σταδιακά σε συνάφεια με τις οικονομικές εξελίξεις στους άλλους κύριους εμπορικούς μας εταίρους.

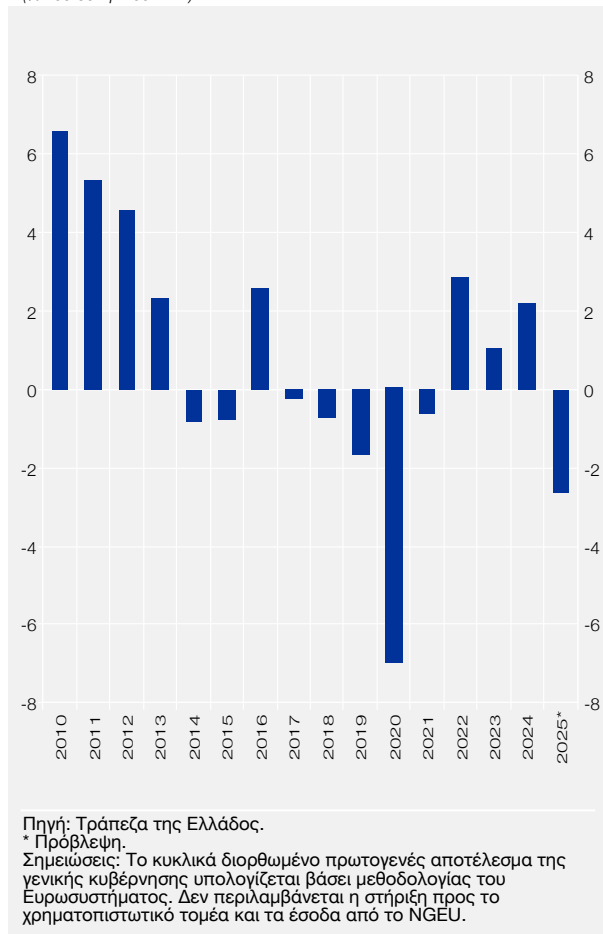
11 Σημειώνεται ότι τυχόν μείωση του όγκου των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών και του διαθέσιμου εισοδήματος της Ελλάδος θα συντελέσει στον περιορισμό των εισαγωγών της χώρας.

ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Οι δημοσιονομικές επιδόσεις του 2024 υπήρξαν αξιοσημείωτες, εδραιώνοντας την αντίληψη ότι οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στους τομείς της καταπολέμησης της φοροδιαφυγής, της ενίσχυσης του φοροεισπρακτικού μηχανισμού και της βελτίωσης της φορολογικής συμμόρφωσης αποδίδουν πλέον διατηρήσιμα οφέλη. Ο επιπλέον δημοσιονομικός χώρος που προέκυψε από τη δημοσιονομική υπεραπόδοση ενίσχυσε σημαντικά τα ταμειακά διαθέσιμα, τα οποία μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την ταχύτερη αποπληρωμή του δημόσιου χρέους, με θετικές επιδράσεις τόσο σε επίπεδο δημοσιονομικής διαχείρισης όσο και σε επίπεδο μακροοικονομικής σταθερότητας και επενδυτικής εμπιστοσύνης. Η πρόοδος αναγνωρίστηκε από όλους τους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης που αναγνωρίζονται από την ΕΚΤ από διεθνείς οργανισμούς όπως η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο. Το 2025 προβλέπεται διατήρηση του πρωτογενούς πλεονάσματος, αν και σε χαμηλότερο επίπεδο. Η δημοσιονομική στρατηγική επικεντρώνεται στην υλοποίηση των μέτρων του Προϋπολογισμού και στη στήριξη της κοινωνικής συνοχής και της αναπτυξιακής δυναμικής, αξιοποιώντας τον πρόσθετο δημοσιονομικό χώρο. Σε ευρωπαϊκό επίπεδο, ενεργοποιήθηκε η εθνική ρήτρα διαφυγής για τις αμυντικές δαπάνες, ενώ η έγκριση της Ετήσιας Έκθεσης Προόδου του ΜΔΣ της Ελλάδας επιβεβαίωσε τη συνετή δημοσιονομική πορεία και την ανοδική αναθεώρηση του ορίου αύξησης των καθαρών πρωτογενών δαπανών, στο πλαίσιο των νέων ευρωπαϊκών κανόνων. Τα μέχρι τώρα επιτεύγματα οφείλουν να αποτελέσουν εφαλτήριο για τη διατήρηση μιας συνετής δημοσιονομικής πολιτικής, η οποία θα συμβάλει στην περαιτέρω αποκλιμάκωση του δημόσιου χρέους και αναβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης της χώρας. Η έμφαση στην ολοκλήρωση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων πρέπει να συνεχιστεί, ιδιαίτερα προς την κατεύθυνση ενός αποδοτικότερου και δικαιότερου συστήματος αφενός εισπράξης των φόρων και αφετέρου διοχέτευσής τους σε παραγωγικούς τομείς, με πολλαπλασιαστικές θετικές επιδράσεις στην οικονομία.

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

(% του δυνητικού ΑΕΠ)



1 ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΤΟ 2024¹

Το 2024 συνεχίστηκε η υπεραπόδοση των εσόδων από φόρους και ασφαλιστικές εισφορές έναντι των προβλεπόμενων στόχων, γεγονός που επέτρεψε τη χρηματοδότηση πρόσθετων

1 Στο κεφάλαιο αυτό έχουν ληφθεί υπόψη στοιχεία και πληροφορίες που είχαν δημοσιευθεί έως τις 12.6.2025.

Πίνακας V.1 Αποτελέσματα γενικής κυβέρνησης

(% του ΑΕΠ)

	2021	2022	2023	2024
Αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης ¹ (στοιχεία εθνικών λογαριασμών – κριτήριο σύγκρισης)	-7,1	-2,5	-1,4	1,3
– Κεντρική κυβέρνηση	-7,8	-3,6	-1,5	0,9
– Οργανισμοί κοινωνικής ασφάλισης, οργανισμοί τοπικής αυτοδιοίκησης και ΝΠΔΔ	0,8	1,2	0,2	0,5
Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης	-4,6	0,0	2,0	4,8

Πηγές: Υπουργείο Οικονομικών και ΕΛΣΤΑΤ.

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

δημόσιων δαπανών τόσο για επενδύσεις όσο και για τη στήριξη των ευάλωτων κοινωνικών ομάδων το 2025.

Η δημοσιονομική πολιτική το 2024 υπήρξε συσταλτική, αλλά αναμένεται να μεταστραφεί σε επεκτατική το 2025, λόγω της δημοσιονομικής ώθησης την οποία προξενούν οι επενδύσεις που χρηματοδοτούνται από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (βλ. Διάγραμμα V.1). Χωρίς αυτή την ώθηση, η δημοσιονομική πολιτική εκτιμάται ουδέτερη και ως εκ τούτου παραμένει συμβατή με τους στόχους της νομισματικής πολιτικής.

Η σταθερή υπεραπόδοση των εσόδων τα τελευταία χρόνια αποτελεί ισχυρή ένδειξη ότι οι προσπάθειες καταπολέμησης της φοροδιαφυγής και της εισφοροδιαφυγής αποφέρουν μετρήσιμα οφέλη. Οι μεταρρυθμίσεις που υλοποιήθηκαν το 2024 στο μέτωπο της καταπολέμησης της φοροδιαφυγής εκτιμάται ότι συνέβαλαν ουσιαστικά στη βελτίωση της φορολογικής συμμόρφωσης και, κατ' επέκταση, στη σημαντική αύξηση των φορολογικών εσόδων. Κατά συνέπεια, επιτεύχθηκε η διεύρυνση της φορολογικής βάσης, ενισχύοντας τη φορολογική δικαιοσύνη και οδηγώντας σε διατηρήσιμη αύξηση των δημόσιων εσόδων. Μεταξύ των σημαντικότερων παρεμβάσεων περιλαμβάνονται η εφαρμογή του νέου τρόπου τεκμαρτού προσδιορισμού του εισοδήματος των ελεύθερων επαγγελματιών, η διασύνδεση των ταμειακών μηχανών με τα POS, καθώς και η περαιτέρω ψηφιοποίηση του τρόπου καταγραφής και ελέγχου των συναλλαγών και των οικονομικών δεδομένων των επιχειρήσεων από την ΑΑΔΕ μέσω της πλατφόρμας myDATA.

Η θετική εξέλιξη της αύξησης των εσόδων, σε συνδυασμό με τη συγκράτηση των πρωτογενών δαπανών, συνέβαλε καθοριστικά στη σημαντική υπέρβαση του πρωτογενούς αποτελέσματος το 2024 έναντι του στόχου. Παρ' όλα αυτά, η υπέρβαση δεν αποτυπώθηκε σε αντίστοιχη επιπλέον μείωση του δημόσιου χρέους, αλλά παρατηρήθηκε συσσώρευση ταμειακών διαθεσίμων, ενώ το δημόσιο χρέος μειώθηκε όπως προβλεπόταν στον Προϋπολογισμό 2025.

Ειδικότερα, σύμφωνα με την πρώτη κοινοποίηση των δημοσιονομικών στοιχείων για την περίοδο 2021-2024 από την Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ) στο πλαίσιο της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος τον Απρίλιο του 2025, καταγράφηκε για πρώτη φορά από το 2019 μεταστροφή του αποτελέσματος της γενικής κυβέρνησης από έλλειμμα 1,4% του ΑΕΠ το 2023 σε πλεόνασμα 1,3% του ΑΕΠ το 2024 (βλ. Πίνακα V.1). Το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης για το 2024 διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 4,8% του ΑΕΠ, από πλεόνασμα 2,0% του ΑΕΠ το 2023, υπερβαίνοντας σημαντικά την πρόβλεψη του Προϋπολογισμού 2025 (2,5% του ΑΕΠ). Οι επιδόσεις αυτές αποτελούν ιστορικό ορόσημο για τα δημοσιονομικά δεδομένα τουλάχιστον της τελευταίας τριακονταετίας. Παράλληλα, το δημόσιο χρέος μειώθηκε αισθητά κατά 10,3 ποσοστιαίες μονάδες (ποσ. μον.) του ΑΕΠ, από 163,9% το 2023 σε 153,6% του ΑΕΠ το 2024 – το χαμηλότερο επίπεδο από το 2010. Η αποκλιμάκωση αυτή οφείλεται τόσο στην αύξηση του ΑΕΠ όσο και στη μείωση του χρέους σε ονομαστικούς όρους κατά 4,2 δισεκ. ευρώ. Συγκριτικά με τις υπόλοιπες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, η Ελλάδα πέτυχε τη μεγαλύτερη

μείωση του λόγου χρέους προς ΑΕΠ και το τέταρτο υψηλότερο πρωτογενές πλεόνασμα ως ποσοστό του ΑΕΠ, ενώ είναι μία από τις μόλις έξι χώρες που κατέγραψαν πλεονασματικό συνολικό προϋπολογισμό.

Ο διατηρήσιμος χαρακτήρας των παραγόντων που συνέβαλαν στην υπέρβαση του στόχου για το δημοσιονομικό αποτέλεσμα το 2024 επέτρεψε την υιοθέτηση νέων μόνιμων δημοσιονομικών παρεμβάσεων ύψους 1,1 δισεκ. ευρώ από το 2025, στο πλαίσιο των νέων δημοσιονομικών κανόνων, και την αναθεώρηση των προβλέψεων του Προϋπολογισμού για το 2025.

Ειδικότερα, τον Απρίλιο η Ελλάδα υπέβαλε στο Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης και στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή την Ετήσια Έκθεση Προόδου Μεσοπρόθεσμου Δημοσιονομικού-Διαρθρωτικού Σχεδίου (ΜΔΣ) 2025-2028² για το έτος 2025 στο πλαίσιο του Ευρωπαϊκού Εξαμήνου, η οποία εγκρίθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή τον Ιούνιο.³ Σύμφωνα με την Έκθεση, το 2025 το πρωτογενές αποτέλεσμα εκτιμάται σε πλεόνασμα 3,2% του ΑΕΠ (έναντι 2,4% του ΑΕΠ στον Προϋπολογισμό 2025) και το δημόσιο χρέος σε 145,7% του ΑΕΠ (έναντι 147,5% του ΑΕΠ στον Προϋπολογισμό 2025). Οι εκτιμήσεις αυτές συμπίπτουν σε γενικές γραμμές με τις αναθεωρημένες προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος για τα δημοσιονομικά μεγέθη του 2025, με βάση τα πιο πρόσφατα διαθέσιμα στοιχεία και τις παρεμβάσεις που έχουν ήδη εξαγγελθεί (πρωτογενές πλεόνασμα: 3,2% του ΑΕΠ, δημόσιο χρέος: 145,4% του ΑΕΠ). Όσον αφορά το όριο του ρυθμού αύξησης του δείκτη δαπανών – δηλαδή των εθνικά χρηματοδοτούμενων καθαρών πρωτογενών δαπανών⁴ – αυτό αναθεωρήθηκε ανοδικά σε 4,5% για το 2025 (έναντι 3,7% που προβλεπόταν στο ΜΔΣ 2025-2028). Η αναθεώρηση αυτή οφείλεται κυρίως στο μόνιμο χαρακτήρα της καλύτερης επίδοσης του δείκτη το 2024, ο οποίος τελικά μειώθηκε κατά 0,3% (έναντι στόχου για αύξηση 2,6%),⁵ ενώ η άνοδος του συγκρατήθηκε από τους περιορισμούς που εισάγουν οι νέοι δημοσιονομικοί κανόνες ως προς το ανώτατο όριο ετήσιας αύξησης των δημόσιων δαπανών (μέγιστη αύξηση 0,3% του ΑΕΠ ετησίως). Συνολικά, η σωρευτική αύξηση της διετίας (2024-2025) διαμορφώνεται στο 4,2%, ποσοστό σημαντικά χαμηλότερο από το μέγιστο όριο 6,5% που προβλέπει το ΜΔΣ, διασφαλίζοντας τη βιωσιμότητα του χρέους.

Το πρώτο πεντάμηνο του 2025 το επενδυτικό κλίμα για την Ελλάδα παρέμεινε θετικό. Σε συνέχεια της αναβάθμισης της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης από τον οίκο Score το Δεκέμβριο του 2024 σε μία βαθμίδα πάνω από το όριο της επενδυτικής κατηγορίας, το Μάρτιο του 2025 ο οίκος Morningstar DBRS προέβη επίσης σε αναβάθμισή της στο ίδιο επίπεδο, μεταβάλλοντας τις προοπτικές σε σταθερές (από θετικές), ενώ ο οίκος Moody's απέδωσε στους κρατικούς τίτλους αξιολόγηση στην επενδυτική κατηγορία μετά από 14 χρόνια. Επιπλέον, τον Απρίλιο ο οίκος S&P προέβη σε αναβάθμιση, επίσης σε μία βαθμίδα πάνω από το όριο της επενδυτικής κατηγορίας. Ως αποτέλεσμα, όλοι οι οίκοι αξιολόγησης που αναγνωρίζονται από την ΕΚΤ έχουν πλέον αποδώσει κρατική πιστοληπτική αξιολόγηση για την Ελλάδα εντός της επενδυτικής κατηγορίας, σηματοδοτώντας την επιστροφή της χώρας στην ευρωπαϊκή κανονικότητα (βλ. και Κεφάλαιο VII). Το Μάιο ο οίκος Fitch αναβάθμισε τις προοπτικές της Ελλάδος σε θετικές (από σταθερές προηγουμένως), αναγνωρίζοντας την πρόοδο στην πορεία των δημόσιων οικονομικών. Οι θετικές αυτές εξελίξεις αντανakλούν την ενισχυμένη αξιοπιστία της ελληνικής οικονομίας, με βασικούς παράγοντες τη συστηματική υπεραπόδοση του πρωτογενούς δημοσιονομικού αποτελέσματος την τελευταία περίοδο, καθώς και την προσδοκία για περαιτέρω αποκλιμάκωση του λόγου χρέους προς ΑΕΠ τα επόμενα χρόνια.

2 Hellenic Republic, Ministry of Economy and Finance, *Greece: Annual Progress Report 2025*, 30.4.2025.

3 Βλ. European Commission, "Communication: 2025 European Semester – Spring package", COM(2025) 200 final, 4.6.2025.

4 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 τα δημοσιονομικά ενεργητικά μέτρα εσόδων.

5 Η σημαντικά καλύτερη επίδοση του δείκτη δαπανών το 2024 σε σχέση με τις αρχικές προβλέψεις αποδίδεται κυρίως στην υπεραπόδοση των δημόσιων εσόδων, η οποία αποτυπώθηκε ως αύξηση των ενεργητικών μέτρων εσόδων. Η εξέλιξη αυτή διέυρυνε το διαθέσιμο δημοσιονομικό χώρο και κατέστησε εφικτή την αναπροσαρμογή του ανώτατου ορίου δαπανών.

Μέσα σε αυτό το ευνοϊκό κλίμα, κατά το πρώτο τετράμηνο του 2025 το Ελληνικό Δημόσιο κάλυψε περίπου το 93% του συνολικού δανειακού του προγράμματος για το έτος, αντλώντας συνολικά 7,48 δισεκ. ευρώ από τις διεθνείς αγορές. Ειδικότερα, τον Ιανουάριο του 2025 το Ελληνικό Δημόσιο άντλησε 4 δισεκ. ευρώ μέσω έκδοσης 10ετούς ομολόγου (με απόδοση 3,637%), ενώ το Φεβρουάριο ακολούθησε επανέκδοση του ίδιου τίτλου (με χαμηλότερη απόδοση έναντι της αρχικής έκδοσης), με άντληση επιπλέον 250 εκατ. ευρώ. Το Μάρτιο ο ΟΔΔΗΧ προχώρησε σε επανεκδόσεις του 15ετούς ομολόγου του 2023 (απόδοση 4,057%) και του 30ετούς ομολόγου του 2024 (απόδοση 4,408%), αντλώντας 2 δισεκ. ευρώ και 1 δισεκ. ευρώ αντίστοιχα.⁶ Τέλος, τον Απρίλιο πραγματοποιήθηκε επανέκδοση του 5ετούς ομολόγου του 2023, από την οποία αντλήθηκαν 200 εκατ. ευρώ (με χαμηλότερη απόδοση σε σχέση με την αρχική έκδοση). Οι επανεκδόσεις αυτές πραγματοποιήθηκαν με χαμηλότερες αποδόσεις (σε σχέση με τις αντίστοιχες αρχικές εκδόσεις) και υψηλούς δείκτες κάλυψης, επιβεβαιώνοντας την ισχυρή ζήτηση ελληνικών ομολόγων και την εμπιστοσύνη στις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας και ενισχύοντας περαιτέρω τη ρευστότητα στην αγορά ομολόγων.

Παράλληλα, η βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση του Ελληνικού Δημοσίου συνέχισε να υλοποιείται μέσω εκδόσεων έντοκων γραμματίων διάρκειας 13, 26 και 52 εβδομάδων, μειώνοντας οριακά το απόθεμα των βραχυπρόθεσμων τίτλων κατά 0,2 δισεκ. ευρώ στα 8,3 δισεκ. ευρώ στο τέλος Μαΐου. Συνεχίστηκε επίσης 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 αυξήθηκαν κατά 2,7 δισεκ. ευρώ το 2024, φθάνοντας στα 36,3 δισεκ. ευρώ (έναντι αρχικών εκτιμήσεων για μείωση κατά 4,5 δισεκ. ευρώ), ενισχυμένα μεταξύ άλλων από το πρωτογενές πλεόνασμα του 2024 και τα έσοδα αποκρατικοποιήσεων ύψους 3,5 δισεκ. ευρώ.⁷ Στο τέλος του α' τριμήνου του 2025 τα ταμειακά διαθέσιμα της γενικής κυβέρνησης αυξήθηκαν περαιτέρω στα 40,2 δισεκ. ευρώ.⁸

Το Μάιο ανακοινώθηκε η πρόθεση της κυβέρνησης να προχωρήσει στην πρόωρη αποπληρωμή του υπολειπόμενου ποσού των διακρατικών δανείων του πρώτου προγράμματος χρηματοδοτικής στήριξης (Greek Loan Facility, GLF), συνολικού ύψους 31,6 δισεκ. ευρώ, έως το 2031 – δηλαδή 10 έτη νωρίτερα από την αρχικά προβλεπόμενη λήξη τους. Οι αποπληρωμές αναμένεται να διαμορφωθούν σε περίπου 5,3 δισεκ. ευρώ ετησίως, στο πλαίσιο ενός συνεκτικού σχεδίου ταχύτερης αποκλιμάκωσης του δημόσιου χρέους.

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, μετά την εκταμίευση της 5ης δόσης από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή το Μάιο του 2025, η Ελλάδα έχει λάβει συνολικά 21,3 δισεκ. ευρώ (59% των διαθεσίμων πόρων), εκ των οποίων 11,4 δισεκ. ευρώ σε δάνεια (64% του συνόλου) και 9,9 δισεκ. ευρώ σε επιχορηγήσεις (55% του συνόλου), έχοντας ολοκληρώσει το 35% των συμφωνημένων στόχων/οροσήμων.⁹

6 Οι επανεκδόσεις του Μαρτίου διενεργήθηκαν με παράλληλη ανταλλαγή δύο ομολόγων που λήγουν το 2026 (διαδικασία switch and tender). Από το σύνολο των 3 δισεκ. ευρώ που αντλήθηκαν, το 1,5 δισεκ. ευρώ προήλθε από την ανταλλαγή υφιστάμενων τίτλων, ενώ το υπόλοιπο 1,5 δισεκ. ευρώ είναι νέα κεφάλαια. Η στρατηγική αυτή στόχευε στη βελτιστοποίηση της διαχείρισης του δημόσιου χρέους και στη μείωσή του, καθώς συμβάλλει στον περιορισμό των χρηματοδοτικών αναγκών για την επόμενη χρονιά, ενισχύοντας τη βιωσιμότητά του.

7 Εκ των οποίων τα 2,5 δισεκ. ευρώ προήλθαν από την αποκρατικοποίηση της Αττικής Οδού και τα 760 εκατ. ευρώ από την πώληση μετοχών του Διεθνούς Αερολιμένα Αθηνών.

8 Βλ. ΟΔΔΗΧ, Δελτίο Δημόσιου Χρέους Νο. 117, Μάρτιος 2025.

9 Συνολικά, στις χώρες της ΕΕ έως το τέλος Μαΐου είχαν εκταμιευθεί 312,7 δισεκ. ευρώ (48,3% των συνολικών διαθεσίμων πόρων) από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, εκ των οποίων περίπου τα 2/3 αφορούν επιχορηγήσεις (56,7% του συνόλου) και το υπόλοιπο δάνεια (38% του συνόλου), μετά την υλοποίηση του 30% των συμφωνημένων στόχων/οροσήμων.

Σχετικά με το δανειακό σκέλος του RRF, ικανοποιητική πρόοδος έχει συντελεστεί και ως προς την υπογραφή συμβάσεων δανείων. Αξίζει να σημειωθεί ότι ο προϋπολογισμός των συμβασιοποιημένων δανείων παρακολουθείται ως απαιτούμενος στόχος κατά την υποβολή αιτημάτων είσπραξης του δανειακού σκέλους του Μηχανισμού. Συγκεκριμένα, έως το τέλος Μαΐου του 2025 είχαν υποβληθεί 1.096 αιτήσεις για χρηματοδότηση μέσω δανείων του Μηχανισμού, προϋπολογισμού 14,4 δισεκ. ευρώ, από τις οποίες 452 έχουν προχωρήσει σε υπογραφή σύμβασης έργων ύψους 7,1 δισεκ. ευρώ (ή 61% των συνολικών εισπράξεων δανείων). Σημειώνεται ότι, σύμφωνα με την επιχειρησιακή συμφωνία της Ελλάδος με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή για τον RRF, το σύνολο των δανείων πρέπει να έχει συμβασιοποιηθεί έως το τέλος του 2026. Όσον αφορά τις εκταμιεύσεις προς τις επιχειρήσεις, αυτές αναμένεται να πραγματοποιούνται έως το 2029, καθώς τα δάνεια εκταμιεύονται τμηματικά, με βάση την πορεία υλοποίησης των έργων, σε βάθος χρόνου τριών ετών που θεωρείται η μέση κατασκευαστική περίοδος. Έως το τέλος Μαΐου του 2025 οι εκταμιεύσεις προς τις επιχειρήσεις ανέρχονταν σε 3,9 δισεκ. ευρώ (βλ. Διάγραμμα V.2).

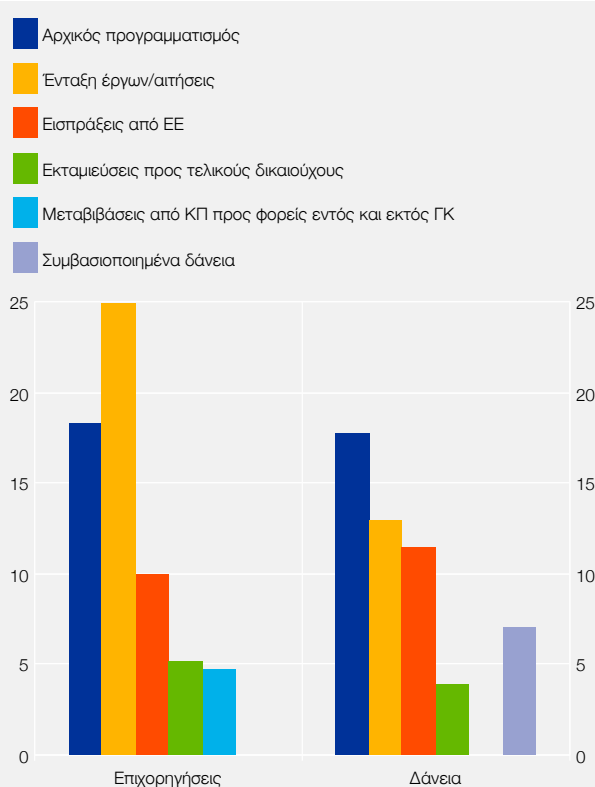
Εντούτοις, ως προς το σκέλος των επιχορηγήσεων του RRF, οι εκταμιεύσεις προς τους τελικούς δικαιούχους παρουσιάζουν καθυστερήσεις, αν και επιταχύνθηκαν το 2024. Ειδικότερα, μέχρι το τέλος του 2024 είχε καταβληθεί ποσό ύψους 5,1 δισεκ. ευρώ (ή 52% των εισπράξεων επιχορηγήσεων) στους τελικούς δικαιούχους, ενώ μέχρι το Μάιο του 2025 επιπλέον 4,7 δισεκ. ευρώ μεταβιβάστηκαν από τον κρατικό προϋπολογισμό προς τους φορείς της γενικής κυβέρνησης.

Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, ανάλογες καθυστερήσεις διαπιστώνονται στις περισσότερες χώρες και οφείλονται κυρίως στην περιορισμένη διοικητική ικανότητα σε συνδυασμό με το μεγάλο όγκο της χρηματοδότησης και το μεγάλο διαχειριστικό φόρτο.¹⁰ Ειδικότερα για την Ελλάδα, η υλοποίηση του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας εμποδίζεται επιπλέον από αδυναμία συντονισμού των διαδικασιών, καθώς και χρονοβόρες δικαστικές διαδικασίες σχετικές με τις δημόσιες προμήθειες και τις μεταβιβάσεις δικαιωμάτων ιδιοκτησίας.¹¹

Για την επίσπευση των διαδικασιών και τη διασφάλιση της πλήρους απορρόφησης των διαθέσιμων πόρων, το Μάιο του 2025 η Ελλάδα κατέθεσε το δεύτερο αναθεωρημένο Εθνικό Σχέδιο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, που περιλαμβάνει αναμόρφωση ορισμένων οροσχημάτων/στόχων και αντικατάσταση έργων με κριτήριο την ωρίμανση.¹² Η ενέργεια αυτή είναι σύμφωνη και με τις συστάσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής προς όλες τις χώρες.

Διάγραμμα V.2 Μηχανισμός Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας

(δισεκ. ευρώ)



Πηγές: Υπουργείο Οικονομικών και Τράπεζα της Ελλάδος.
Σημείωση: Τα στοιχεία εκτέλεσης αφορούν την περίοδο 2021-Μάιος 2025.

10 Βλ. European Commission, "Communication: NextGenerationEU – The road to 2026", COM(2025) 310 final, 4.6.2025.

11 Βλ. European Commission, "2025 Country Report – Greece", SWD(2025) 208 final, 4.6.2025.

12 Ειδικότερα, στο "Σχέδιο Ελλάδα 2.0" προστέθηκαν έργα που αφορούν την ασφάλεια και την αναβάθμιση των μετακινήσεων των πολιτών, την ενίσχυση των ψηφιακών υπηρεσιών στους τομείς της παιδείας και της υγείας, καθώς και την επέκταση του ενιαίου ψηφιακού χάρτη, και μεταφέρθηκαν σε άλλα χρηματοδοτικά εργαλεία έργα όπως η κατασκευή του φράγματος Αλμυπταίου και η αναβάθμιση των 7 αεροσκαφών Canadair, ενώ έγινε αντικατάσταση δράσεων, όπως τα Πράσινα Ταξί και το Φορτίζω Παντού, με τα ηλεκτρικά λεωφορεία.

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

2 ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΚΑΙ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΙΣ

Κατά τους πρώτους μήνες του 2025 η δημοσιονομική στρατηγική της Ελλάδος εστίασε στη θεσμοθέτηση παρεμβάσεων που προέβλεπε ο Προϋπολογισμός 2025, καθώς και στη στήριξη της κοινωνικής συνοχής και της αναπτυξιακής δυναμικής, αξιοποιώντας το πρωτογενές πλεόνασμα του 2024, που προήλθε από τη σταθερή απόδοση των μέτρων κατά της φοροδιαφυγής. Οι παρεμβάσεις συνδύασαν την απλοποίηση του φορολογικού πλαισίου με στοχευμένες ελαφρύνσεις και ενισχύσεις που αυξάνουν το διαθέσιμο εισόδημα, τη ρευστότητα και τις δημόσιες επενδύσεις. Παράλληλα, συνεχίστηκαν και ενισχύθηκαν οι πρωτοβουλίες για μια πιο αποτελεσματική και σύγχρονη φορολογική διοίκηση, αξιοποιώντας τη δυναμική του 2024, με στόχο την περαιτέρω αύξηση της διαφάνειας και την αποτελεσματικότερη καταπολέμηση της φοροδιαφυγής.

Αναλυτικότερα, στο πλαίσιο εξορθολογισμού της φορολογικής νομοθεσίας, ο ν. 5177/2025 του Φεβρουαρίου συγκέντρωσε και οργάνωσε σε ένα ενιαίο νομοθετικό κείμενο την ισχύουσα νομοθεσία για τους βασικούς έμμεσους φόρους, με σκοπό την απλοποίηση του φορολογικού πλαισίου και τη διευκόλυνση της συμμόρφωσης των πολιτών και των επιχειρήσεων.

Το Μάρτιο, στο ν. 5184/2025 συμπεριλήφθηκαν δημοσιονομικές διατάξεις που στόχευαν στην τόνωση της απασχόλησης και στη διεύρυνση του διαθέσιμου εισοδήματος εργαζομένων, επιχειρήσεων και συνταξιούχων, καθώς και στη στήριξη ευάλωτων κοινωνικών ομάδων και πληγέντων από φυσικές καταστροφές. Αναλυτικότερα, οι δημοσιονομικές διατάξεις του νόμου έχουν ως εξής: (α) μείωση ασφαλιστικών εισφορών σε περιπτώσεις υπερεργασίας, υπερωρίας, νυχτερινής απασχόλησης και αργιών, (β) παράταση της χορήγησης ασφαλιστικής ικανότητας σε ευάλωτες κοινωνικές ομάδες από 1.3.2025 έως 28.2.2026, (γ) ρύθμιση ληξιπρόθεσμων οφειλών μη μισθωτών και αγροτών που λαμβάνουν παράλληλα σύνταξη και (δ) παράταση μέχρι τις 30.7.2025 της αναστολής, από 28.2.2025 έως 31.3.2025, των φορολογικών οφειλών και ασφαλιστικών υποχρεώσεων που έληξε για όσους επλήγησαν από την κακοκαιρία Daniel.

Τον Απρίλιο, στο πλαίσιο του ν. 5193/2025 περιλήφθηκαν δημοσιονομικές διατάξεις που αφορούν τη δημόσια διοίκηση, τη φορολογική και ασφαλιστική πολιτική, την ανακούφιση ευάλωτων ομάδων, την ενίσχυση της ρευστότητας και τη στήριξη πληγείσων περιοχών. Ειδικότερα: (α) ρυθμίστηκε το ζήτημα της προσωπικής διαφοράς στο Δημόσιο, με σκοπό τη σταδιακή προσαρμογή των μισθών και την ομαλότερη ενσωμάτωσή της στο μισθολογικό καθεστώς, (β) προβλέφθηκε διαγραφή οφειλών ΕΝΦΙΑ για μη ηλεκτροδοτούμενα ακίνητα, (γ) παρατάθηκε η απαλλαγή από τον ΕΝΦΙΑ για το έτος 2025 σε σεισμόπληκτες και πλημμυροπαθείς περιοχές και σε περιοχές υπό καθεστώς αναγκαστικής απαλλοτρίωσης, (δ) παρατάθηκε για ακόμη ένα έτος, έως τις 31.3.2026, το “πάγωμα” των επιτοκίων υπολογισμού τόκων επί ρυθμισμένων οφειλών προς τη φορολογική διοίκηση, (ε) προβλέφθηκε δυνατότητα ανάθεσης σε ιδιωτικές εταιρίες της διαχείρισης ληξιπρόθεσμων οφειλών του e-ΕΦΚΑ, με στόχο την αύξηση της εισπραξιμότητας, (στ) ανεστάλησαν οι ποινικές διώξεις για οφειλέτες του Δημοσίου που εξυπηρετούν κανονικά τις ρυθμισμένες οφειλές τους και (ζ) μονιμοποιήθηκε η δυνατότητα ετήσιας άρσης ακινησίας οχημάτων με αναλογική καταβολή των τελών κυκλοφορίας.

Στο πλαίσιο αξιοποίησης του δημοσιονομικού χώρου που δημιουργήθηκε το 2024 λόγω της διατηρήσιμης απόδοσης των μέτρων για την ενίσχυση των μηχανισμών κατά της φοροδιαφυγής, τον Απρίλιο η κυβέρνηση ανακοίνωσε την εφαρμογή μόνιμων μέτρων κοινωνικού και αναπτυξιακού χαρακτήρα ύψους 1,1 δισεκ. ευρώ με πρώτο έτος εφαρμογής το 2025. Συγκεκριμένα, προβλέφθηκαν: (α) η μόνιμη επιστροφή ενός μηνιαίου ενοικίου ετησίως σε νοικοκυριά με χα-

μηλά και μεσαία εισοδήματα, με ανώτατο ποσό έως 800 ευρώ για κύρια ή φοιτητική κατοικία, με συνολικό ετήσιο κόστος 230 εκατ. ευρώ, (β) η ετήσια ενίσχυση ύψους 250 ευρώ σε χαμηλο-συνταξιούχους, ανασφάλιστους υπερήλικες και άτομα με αναπηρία, βάσει εισοδηματικών και περιουσιακών κριτηρίων, με συνολικό κόστος 360 εκατ. ευρώ, και (γ) η αύξηση κατά 500 εκατ. ευρώ του εθνικού Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) σε ετήσια βάση.

Παράλληλα, κατά τους πρώτους μήνες του 2025 επιταχύνθηκε ο ψηφιακός μετασχηματισμός της φορολογικής διοίκησης με στόχο την αποφασιστικότερη πάταξη τις φοροδιαφυγής. Μεταξύ των βασικών μεταρρυθμίσεων για μια πιο αποτελεσματική και σύγχρονη φορολογική διοίκηση περιλαμβάνονται η καθολική εφαρμογή της πλατφόρμας myDATA, η επέκταση του Ηλεκτρονικού Τιμολογίου και η λειτουργία του Ψηφιακού Πελατολογίου, η υιοθέτηση νέων εργαλείων όπως το Ψηφιακό Δελτίο Αποστολής, η διενέργεια ειδικών ελέγχων σε ψηφιακά μέσα και η ανάλυση δεδομένων μέσω big data, καθώς και η ενεργοποίηση του Ενιαίου Ψηφιακού Μητρώου Ακινήτων.

Όσον αφορά το ευρωπαϊκό θεσμικό πλαίσιο, το Μάρτιο η Ευρωπαϊκή Επιτροπή αποφάσισε την εξαίρεση αμυντικών δαπανών ύψους έως 1,5% του ΑΕΠ ετησίως για την περίοδο 2025-2028 από τους δημοσιονομικούς κανόνες. Σε αυτό το πλαίσιο, τον Απρίλιο του 2025 η Ελλάδα υπέβαλε αίτημα προς το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο και την Ευρωπαϊκή Επιτροπή για ενεργοποίηση της εθνικής ρήτρας διαφυγής για τις αμυντικές δαπάνες, που εγκρίθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή τον Ιούνιο και συνεπάγεται πρόσθετο δημοσιονομικό χώρο την περίοδο 2026-2028 της τάξεως του 0,2% του ΑΕΠ ετησίως, αυξάνοντας το όριο δαπανών (βλ. Πλαίσιο II.1).

3 ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Η σημαντική υπερκάλυψη του δημοσιονομικού στόχου του 2024 κρίνεται ως ιδιαίτερα θετική υπό τις παρούσες συνθήκες αβεβαιότητας και αναδεικνύει τη σημασία των δημοσιονομικών διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων της προηγούμενης περιόδου ως μέσου βελτίωσης της ανθεκτικότητας της οικονομίας, ενισχύοντας τη δημοσιονομική αξιοπιστία της χώρας – που ήδη επιβεβαιώνεται με σειρά αναβαθμίσεων του αξιόχρεου του Ελληνικού Δημοσίου. Ωστόσο, η διασφάλιση της βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους πρέπει να παραμείνει βασική προτεραιότητα παράλληλα με μια δίκαιη και σταθεροποιητική δημοσιονομική πολιτική φιλική προς την ανάπτυξη.¹³

Η δυνατότητα υλοποίησης της πρωτοβουλίας για την πρόωρη αποπληρωμή του υπολειπόμενου ποσού των δανείων GLF στηρίζεται στο υψηλό επίπεδο ταμειακών διαθεσίμων, το οποίο αντιστοιχεί περίπου στο 15% του ΑΕΠ. Καθώς η χώρα καταγράφει ισχυρές δημοσιονομικές επιδόσεις και έχει ανακτήσει την επενδυτική βαθμίδα μέσω διαδοχικών αναβαθμίσεων, δεν κρίνεται πλέον απαραίτητη η διατήρηση ενός τόσο υψηλού ταμειακού αποθέματος.¹⁴ Η αξιοποίησή του θα επιτρέψει την ταχύτερη απομείωση του χρέους, χωρίς να διακυβεύεται η σταθερή παρουσία του Ελληνικού Δημοσίου στις αγορές ομολόγων. Η επιτάχυνση της αποκλιμάκωσης του χρέους, σε σύγκριση με τον υφιστάμενο μεσοπρόθεσμο στόχο, θα οδηγήσει σε αισθητή μείωση των μελλοντικών ακαθάριστων χρηματοδοτικών αναγκών, θα περιορίσει το κόστος εξυπηρέτησης και θα ενισχύσει τη βιωσιμότητα του χρέους. Παράλληλα, θα αυξήσει την προβλεψιμότητα της δημοσιονομικής στρατηγικής, θα μει-

13 Το φορολογικό σύστημα (κυρίως μέσω της προοδευτικότητας των άμεσων φόρων) λειτουργεί ως αυτόματος σταθεροποιητής της οικονομίας με αντικυκλικό χαρακτήρα, καθώς σε περιόδους οικονομικής ανάπτυξης βοηθάει στο να απορροφάται μέρος της υπερβάλλουσας ρευστότητας στην οικονομία, ενώ σε περιόδους ύφεσης ενισχύεται η ασθενική ζήτηση μέσω των υφιστάμενων δημοσιονομικών αποθεμάτων.

14 Σημειώνεται ότι το ύψος των ταμειακών διαθεσίμων επαρκεί για την κάλυψη των χρηματοδοτικών αναγκών της χώρας για διάστημα περίπου τριών ετών, ενώ σχεδόν το 41% αυτού του αποθεματικού μπορεί να χρησιμοποιηθεί αποκλειστικά για την αποπληρωμή χρέους. Η ανάγκη διατήρησης υψηλού αποθεματικού ήταν επιβεβλημένη την περίοδο κατά την οποία η Ελλάδα δεν αξιολογούνταν στην επενδυτική κατηγορία, καθώς λειτουργούσε ως δίκτυ ασφαλείας έναντι του κινδύνου αναχρηματοδότησης σε συνθήκες ενδεχόμενης μεταβλητότητας στις αγορές.

ώσει τις απαιτήσεις διαρθρωτικής προσαρμογής και θα δημιουργήσει μόνιμο δημοσιονομικό χώρο για τα επόμενα χρόνια, ικανό να υποστηρίξει κοινωνικές παρεμβάσεις χωρίς να διαταράσσονται η μακροπρόθεσμη ισορροπία της δημοσιονομικής πολιτικής και ο αντικυκλικός της χαρακτήρας. Ταυτόχρονα, η εν λόγω κίνηση εκπέμπει ένα ισχυρό μήνυμα προς τις αγορές και τους θεσμούς για τη σταθερή προσήλωση της χώρας στη διατηρήσιμη μείωση του χρέους. Περιορίζει την έκθεση σε μελλοντικούς κινδύνους από ενδεχόμενη αύξηση των επιτοκίων και στηρίζει την πορεία περαιτέρω αναβαθμίσεων της ελληνικής οικονομίας, ενισχύοντας την εμπιστοσύνη των επενδυτών. Τέλος, πρόκειται για μια επιλογή υψηλού συμβολισμού και ουσίας, που αναδεικνύει την προνοητικότητα της οικονομικής πολιτικής και ενσωματώνει την αρχή της διαγενεακής αλληλεγγύης, καθώς οι πόροι της σημερινής γενιάς αξιοποιούνται για τη μείωση των φορολογικών επιβαρύνσεων των επόμενων γενεών, δεδομένου ότι θα απαιτούνται χαμηλότερα πρωτογενή πλεονάσματα για τη διασφάλιση της μακροπρόθεσμης βιωσιμότητας του χρέους.

Στην παρούσα συγκυρία, η ενίσχυση του σταθεροποιητικού χαρακτήρα της δημοσιονομικής πολιτικής θα μπορούσε να επιτευχθεί μέσω της μεταρρύθμισης της άμεσης φορολόγησης των εισοδημάτων.¹⁵ Ιδιαίτερα, η πρόσφατη εμπειρία στην Ελλάδα καταδεικνύει ότι η ενίσχυση της προοδευτικότητας του φορολογικού συστήματος μπορεί να εξουδετερώσει τη φορολογική διάβρωση (fiscal drag), συμβάλλοντας παράλληλα σε μια δικαιότερη κατανομή των φορολογικών βαρών και σε βελτίωση της εισπραξιμότητας των φόρων (βλ. Πλαίσιο V.1). Στην ίδια κατεύθυνση, της δικαιότερης κατανομής των φορολογικών βαρών, έχει συμβάλει και η πρόσφατη αλλαγή στον τρόπο φορολόγησης των ελεύθερων επαγγελματιών με την εισαγωγή ελάχιστου τεκμαρτού εισοδήματος. Στοχευμένα φορολογικά κίνητρα θα πρέπει επίσης να παρέχονται στις νεοφυείς επιχειρήσεις και στις επενδύσεις σε έρευνα και ανάπτυξη, με πολλαπλασιαστικές θετικές επιδράσεις στην οικονομία μακροπρόθεσμα.¹⁶ Σε κάθε περίπτωση, κάθε σχέδιο αναπροσαρμογής φόρων και εισφορών θα πρέπει να εγγυάται τη διατήρηση της δημοσιονομικής σταθερότητας και την επίτευξη των δημοσιονομικών στόχων.

Συμπληρωματικά, προς τη βελτίωση της φορολογικής υπευθυνότητας και συμμόρφωσης θα μπορούσαν να συμβάλουν πρωτοβουλίες για την ενίσχυση της φορολογικής συνείδησης των πολιτών. Η καλλιέργεια φορολογικής συνείδησης αποτελεί θεμέλιο για τη διαμόρφωση μιας υγιούς σχέσης του πολίτη με το κράτος και συνδέεται άρρηκτα με το χρηματοοικονομικό αλφαριθμητισμό, την παιδεία και την εμπιστοσύνη στους θεσμούς. Ένας πολίτης που κατανοεί βασικές έννοιες οικονομικής διαχείρισης και το ρόλο της φορολογίας στη λειτουργία του κράτους μπορεί να αντιληφθεί ότι η συμμόρφωση με τις φορολογικές του υποχρεώσεις δεν αποτελεί μόνο νομική υποχρέωση, αλλά και πράξη συλλογικής ευθύνης που συμβάλλει στη βελτίωση της ποιότητας ζωής και στη σταδιακή μείωση των φορολογικών βαρών. Η εμπέδωση του χρηματοοικονομικού αλφαριθμητισμού, και μάλιστα από νεαρή ηλικία, είναι καθοριστική για την καλλιέργεια μιας φορολογικής κουλτούρας βασισμένης στη διαφάνεια, την εμπιστοσύνη και την ενεργή συμμετοχή των πολιτών.

Παράλληλα όμως, απαιτούνται μεταρρυθμίσεις που θα ενισχύουν την ποιότητα και την αποδοτικότητα των δημόσιων δαπανών. Αυτό προϋποθέτει αξιολόγηση και επαναπροσανατολισμό των δημόσιων πόρων από τομείς με χαμηλή παραγωγικότητα προς εκείνους που προσφέρουν πολλαπλασιαστικά οφέλη στην οικονομία και στην κοινωνία, καθώς και την αποφυγή μέτρων αποσπασματικού και βραχυχρόνιου χαρακτήρα στη διαχείριση των δαπανών. Ειδικότερα στην περίπτωση της στόχευσης των κοινωνικών δαπανών, θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη κριτήρια και πέραν των εισοδηματικών, όπως προκύπτουν από τις φορολογικές δηλώσεις, δεδομένης της τάσης απόκρυψης των εισοδημάτων.¹⁷ Επιπρόσθετα, οι μεταρρυθμίσεις θα πρέπει να εν-

15 Σύμφωνα με πρόσφατες επισημάνσεις διεθνών οργανισμών (βλ. π.χ. OECD, *Taxing Wages 2025*).

16 Βλ. Qu, R. (2025), "Improve Resource Allocation to Boost Growth in Greece", IMF Selected Issues Paper No. 2025/058, May.

17 Η χορήγηση επιδομάτων με βάση μόνο τα δηλωθέντα εισοδήματα σε μια οικονομία με αυξημένη φοροδιαφυγή οδηγεί σε ανορθολογική και άδικη χρήση των δημόσιων πόρων, με αποτέλεσμα ο δημοσιονομικός πολλαπλασιαστής των κοινωνικών δαπανών στην Ελλάδα να είναι χαμηλός, γεγονός που υποδηλώνει ότι οι δαπάνες δεν καταλήγουν στοχευμένα στα κατώτερα μέρη της εισοδηματικής κατανομής.

τάσσονται σε ένα ρυθμιστικό πλαίσιο που να μην είναι πολύπλοκο, περιορίζοντας με τον τρόπο αυτό τα εμπόδια της γραφειοκρατίας ώστε αφενός να ενισχύεται η αποτελεσματικότητα των δημόσιων δαπανών και αφετέρου να δίνονται κίνητρα για την αξιοποίηση του ανθρώπινου κεφαλαίου και του κεφαλαιακού εξοπλισμού. Συναφή μέτρα ενίσχυσης της διαφάνειας και της λογοδοσίας της δημόσιας διοίκησης είναι προς τη σωστή κατεύθυνση, αποκαθιστώντας την εμπιστοσύνη των πολιτών προς το κράτος.

Τέλος, η επιδιωκόμενη αύξηση των αμυντικών δαπανών στην Ευρώπη αφορά και την ελληνική αμυντική βιομηχανία, καθώς αναμένεται να συμβάλει στην οικονομική ανάπτυξη μέσω αύξησης της ζήτησης για στρατιωτικό εξοπλισμό, ενισχύοντας περαιτέρω τις εξαγωγές και την απασχόληση, ιδίως όταν συνοδεύεται από πολιτικές που προάγουν την καινοτομία και τη δυνατότητα κάλυψης των αμυντικών αναγκών. Ιδιαίτερα θετικό αποτέλεσμα για την εγχώρια παραγωγική βάση θα έχει η κάλυψη των αμυντικών αναγκών από ίδιους παραγωγικούς πόρους, ώστε να μειωθεί η εξάρτηση από εισαγωγές. Κρίνεται επιβεβλημένη η πιο ενεργός συμμετοχή της εγχώριας αμυντικής βιομηχανίας (όπου θα δραστηριοποιούνται τόσο ο δημόσιος όσο και ο ιδιωτικός τομέας από κοινού) σε διεθνή εξοπλιστικά προγράμματα και κοινοπραξίες με στόχο την αύξηση της προστιθέμενης αξίας της αμυντικής βιομηχανίας στο σύνολο της οικονομίας.

Πλαίσιο V.1

Η ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΗ ΔΙΑΒΡΩΣΗ (FISCAL DRAG) ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Η φορολογική διάβρωση (*fiscal drag*) αναφέρεται στην αύξηση των φορολογικών εσόδων που προκύπτει όταν η φορολογητέα βάση (π.χ. εισόδημα) αυξάνεται σε ονομαστικούς όρους, αλλά οι παράμετροι της φορολογικής νομοθεσίας (π.χ. φορολογικά κλιμάκια, εκπτώσεις/απαλλαγές) δεν αναπροσαρμόζονται αναλόγως. Αυτό οδηγεί σε αύξηση του μέσου αποτελεσματικού φορολογικού συντελεστή.¹ Το φαινόμενο αφορά κυρίως το φόρο εισοδήματος φυσικών προσώπων (ΦΕΦΠ) και έχει ιδιαίτερη σημασία για τη δημοσιονομική πολιτική, καθώς επηρεάζει: (1) τις προβλέψεις των φορολογικών εσόδων,² (2) την εκτίμηση του διαθέσιμου δημοσιονομικού χώρου, στο πλαίσιο των νέων δημοσιονομικών κανόνων,³ και (3) την κατανομή του εισοδήματος και κατά συνέπεια το βέλτιστο σχεδιασμό της φορολογίας.⁴ Ιδιαίτερα σε περιόδους υψηλού πληθωρισμού και ταχείας ονομαστικής ανόδου των εισοδημάτων, η φορολογική διάβρωση αυξάνει τη φορολογική επιβάρυνση χωρίς να ενισχύεται η πραγματική φοροδοτική ικανότητα των πολιτών.

Σκοπός του παρόντος πλαισίου είναι η ανάλυση της φορολογικής διάβρωσης στο σύστημα του ΦΕΦΠ στην Ελλάδα την περίοδο 2019-23, προκειμένου να αναδειχθεί η σημασία της για το σχεδιασμό δίκαιων και αποτελεσματικών φορολογικών παρεμβάσεων. Ειδικότερα, εξετάζεται σε πρώτο στάδιο η επίδραση της διάβρωσης από θεωρητική σκοπιά, δηλαδή υπό την υπόθεση αύξησης των εισοδημάτων χωρίς αλλαγές στη φορο-

- 1 Ο μέσος αποτελεσματικός φορολογικός συντελεστής (*average effective tax rate*) είναι το ποσοστό του συνολικού εισοδήματος που καταβάλλεται για φόρους, δηλαδή ο λόγος του συνολικού φόρου προς το συνολικό εισόδημα.
- 2 Βλ. Creedy, J. and N. Gemmell (2004), "[The income elasticity of tax revenue: Estimates for income and consumption taxes in the United Kingdom](#)", *Fiscal Studies*, 25(1), 55-77, και Belinga, V., D. Benedek, R. de Mooij and J. Norregaard (2014), "[Tax buoyancy in OECD countries](#)", IMF Working Paper No. 14/110.
- 3 Σύμφωνα με το νέο πλαίσιο οικονομικής διακυβέρνησης της ΕΕ, τα πρόσθετα έσοδα που προκύπτουν από τη μετακίνηση των φορολογουμένων σε υψηλότερα φορολογικά κλιμάκια (*bracket creep*) θεωρούνται *δημοσιονομικά ενεργητικά μέτρα εσόδων*. Μια αύξηση αυτών των εσόδων διευρύνει το όριο του ρυθμού αύξησης των καθαρών εθνικά χρηματοδοτούμενων πρωτογενών δαπανών, δημιουργώντας πρόσθετο δημοσιονομικό χώρο. Για το ρόλο της φορολογικής διάβρωσης ως αυτόματου σταθεροποιητή, βλ. Immervoll, H. (2006), "[Fiscal drag – an automatic stabiliser?](#)", in: Bargain, O. (ed.), *Micro-Simulation in Action (Research in Labor Economics)*, Vol. 25, 141-163, Emerald Group Publishing Limited, Leeds, και Paulus, A. and I.V. Tasseva (2020), "[Europe through the crisis: Discretionary policy changes and automatic stabilizers](#)", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 82(4), 864-888.
- 4 Βλ. Immervoll, H. (2005), "[Falling up the stairs: the effects of 'bracket creep' on household incomes](#)", *Review of Income and Wealth*, 51(1), 37-62, και Sutherland, H., R. Hancock, J. Hills and F. Zantomio (2008), "[Keeping up or falling behind? The impact of benefit and tax uprating on incomes and poverty](#)", *Fiscal Studies*, 29(4), 467-498.

λογική πολιτική ή στην τιμαριθμική αναπροσαρμογή. Στη συνέχεια, γίνεται εκτίμηση της πραγματικής φορολογικής διάβρωσης την περίοδο 2019-23, εξετάζοντας παράλληλα εναλλακτικά σενάρια υπολογισμού των φορολογικών εσόδων. Η ανάλυση εστιάζει στις επιπτώσεις στα εισοδήματα των φορολογουμένων, στα δημόσια έσοδα, καθώς και στη φορολογική δικαιοσύνη (με έμφαση στην προοδευτικότητα του φορολογικού συστήματος και την ανισότητα). Με αυτό τον τρόπο γίνεται μια αξιολόγηση των εναλλακτικών πολιτικών για την αντιμετώπιση του φαινομένου.⁵

Η ανάλυση χρησιμοποιεί το υπόδειγμα μικροπροσομοίωσης φόρων-παροχών της ΕΕ (EUROMOD).⁶ Το υπόδειγμα βασίζεται στα μικροδεδομένα της Έρευνας Εισοδήματος και Συνθηκών Διαβίωσης της Ευρωπαϊκής Ένωσης (EU-SILC).⁷ Το EUROMOD επιτρέπει την προσομοίωση βασικών σεναρίων (baseline scenarios) με βάση την ισχύουσα νομοθεσία και τα εισοδήματα που καταγράφονται στα μικροδεδομένα, καθώς και την εκτίμηση εναλλακτικών σεναρίων (counterfactual scenarios) υπό υποθετικές μεταβολές είτε στη φορολογική νομοθεσία είτε στα υποκείμενα δεδομένα.

Την περίοδο 2019-23 υλοποιήθηκαν σημαντικές μεταρρυθμίσεις στον ΦΕΦΠ. Αυτές περιλάμβαναν αναμόρφωση της φορολογικής κλίμακας με χαμηλότερο αρχικό συντελεστή (για εισοδήματα έως 10.000 ευρώ), οριακές μειώσεις των συντελεστών στα υψηλότερα κλιμάκια, καθώς και αλλαγές στον τρόπο υπολογισμού της έκπτωσης φόρου. Παράλληλα, μειώθηκαν οι ασφαλιστικές εισφορές των μισθωτών, ενώ θεσπίστηκε νέο σύστημα σταθερών ασφαλιστικών κατηγοριών για αυτοαπασχολούμενους και αγρότες, με ετήσια αναπροσαρμογή βάσει του πληθωρισμού από το 2023. Επιπλέον, ο κατώτατος μισθός αυξήθηκε το 2022 και το 2023, επηρεάζοντας τα επιδόματα και τα όρια των ασφαλιστέων αποδοχών. Στην Ελλάδα δεν εφαρμόζεται αυτόματη τιμαριθμική αναπροσαρμογή των φορολογικών παραμέτρων.⁸

Θεωρητική φορολογική διάβρωση

Ο προοδευτικός χαρακτήρας του ΦΕΦΠ συνεπάγεται σχετικά υψηλή ελαστικότητα φόρου ως προς τη φορολογητέα βάση, υποδηλώνοντας σημαντικό περιθώριο για φορολογική διάβρωση όταν δεν αναπροσαρμόζονται οι φορολογικές παράμετροι. Η ελαστικότητα φόρου ως προς τη φορολογητέα βάση (tax-to-base elasticity, TTB) ορίζεται ως η ποσοστιαία μεταβολή των εσόδων από ΦΕΦΠ που προκύπτει από μια αύξηση 1% στη φορολογητέα βάση των φορολογουμένων. Πρόκειται για ένα στατικό μέγεθος, το οποίο υπολογίζεται σε μια δεδομένη χρονική στιγμή υπό το ισχύον φορολογικό καθεστώς. Ως φορολογική διάβρωση (fiscal drag) ορίζεται η δυσανάλογη (δηλ. μεγαλύτερη του 1%) αύξηση των φορολογικών εσόδων που προκύπτει από την ονομαστική αύξηση των εισοδημάτων κατά 1%. Το μέγεθος της ελαστικότητας εξαρτάται τόσο από το σχεδιασμό της νομοθεσίας για τον ΦΕΦΠ (όπως τα φορολογικά κλιμάκια, οι εκπτώσεις κ.ά.) όσο και από την κατανομή του εισοδήματος και τα δημογραφικά χαρακτηριστικά των φορολογουμένων που επηρεάζουν τον τελικό προσδιορισμό της φορολογικής τους υποχρέωσης.

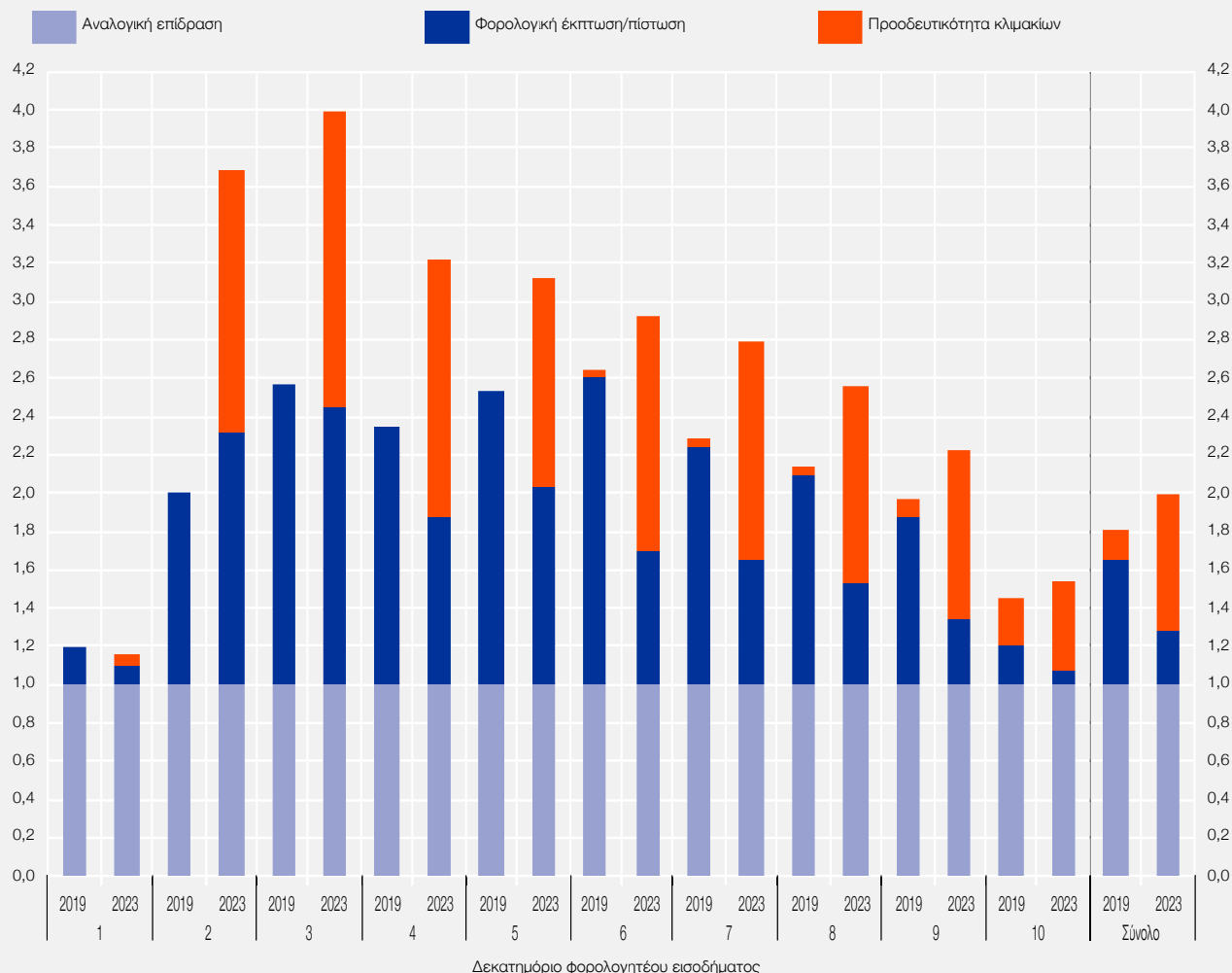
5 Τα αποτελέσματα που παρουσιάζονται για την Ελλάδα αποτελούν μέρος της μελέτης των García-Miralles, E., M. Freier, S. Riscado, C. Leventi, A. Mazzon, G. Abela, L. Boyd, B. Brusbärde, M. Cochard, D. Cornille, E. Dicarlo, I. Debbatista, M. Delgado-Téllez, M. Dolls, L. Fadejeva, M. Flevotomou, F. Henne, A. Harrer-Bachleitner, V. Jaszberenyi-Kiraly, M. Lay, L. Lehtonen, M. Mastrogiasomo, T. McIndoe-Calder, M. Moser, M. Nevicky, A. Peichl Pidkuyko, M. Roter, F. Savignac, A. Stojan Kastelec, V. Tuzikas, N. Ventouris and L. Wemans (forthcoming), "Fiscal Drag in Theory and in Practice: a European Perspective", ECB, *Working Paper Series*.

6 Βλ. Sutherland, H. and F. Figari (2013), "[EUROMOD: the European Union tax-benefit microsimulation model](#)", *International Journal of Microsimulation*, 6(1), 4-26, και Bornukova, K., F. Picos et al. (2024), "[EUROMOD baseline report](#)", Joint Research Centre, JRC Working Paper on Taxation and Structural Reforms No. 03/2024, European Commission. Σημειώνεται ότι το EUROMOD είναι ένα στατικό υπόδειγμα, το οποίο δεν ενσωματώνει δευτερογενείς αντιδράσεις σε μεταβολές πολιτικής.

7 Οι προσομοιώσεις βασίζονται στην EU-SILC 2020 (εισοδήματα 2019). Για το 2023 τα εισοδήματα αναπροσαρμόζονται βάσει της σωρευτικής μεταβολής τους την περίοδο 2019-23 με κατάλληλους δείκτες. Το 2019 επιλέγεται ως έτος αναφοράς, καθώς αντιπροσωπεύει την τελευταία περίοδο κανονικότητας πριν από την εξωγενή διαταραχή της πανδημίας και την επακόλουθη αύξηση του πληθωρισμού.

8 Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Έκθεση του Διοικητή* για τα έτη 2019 (σελ. 158-159 και 186-187) και 2020 (σελ. 202-203), καθώς και Υπ. Αποφάσεις αριθ. [107675/29.12.2021](#), [38866/21.4.2022](#) και [31986/24.3.2023](#).

Διάγραμμα Α Διάρθρωση της ελαστικότητας ΤΤΒ ανά επίπεδο εισοδήματος (2019, 2023)



Πηγή: Υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.

Η ελαστικότητα ΤΤΒ εκτιμάται ότι αυξήθηκε το 2023 σε σύγκριση με το 2019, οδηγώντας σε αντίστοιχη άνοδο της θεωρητικής φορολογικής διάβρωσης. Η συνολική ελαστικότητα ΤΤΒ ενισχύθηκε από 1,8 το 2019 σε 2,0 το 2023, γεγονός που υποδηλώνει ότι μια αύξηση των εισοδημάτων κατά 1% οδηγεί σε ακόμη πιο δυσανάλογη αύξηση των φορολογικών εσόδων το 2023 (υπό την υπόθεση αμετάβλητων φορολογικών παραμέτρων).

Οι μεταρρυθμίσεις στον ΦΕΦΠ που εφαρμόστηκαν την περίοδο 2019-23 άλλαξαν τη συμβολή των επιμέρους φορολογικών παραμέτρων στο φαινόμενο της φορολογικής διάβρωσης (βλ. Διάγραμμα Α).

Το 2019 ο βασικός προσδιοριστικός παράγοντας που επηρέαζε την ελαστικότητα ΤΤΒ ήταν η επίδραση των φορολογικών εκπτώσεων,⁹ οι οποίες εξηγούσαν περίπου το 80% του φαινομένου της φορολογικής διάβρωσης,¹⁰ ενώ η προοδευτικότητα της φορολογικής κλίμακας συνέβαλλε το υπόλοιπο 20%. Το 2023 η εικόνα αντιστράφηκε, με την προοδευτικότητα των κλιμακίων να αναδεικνύεται ως κυρίαρχος μηχανισμός, εξηγώντας πλέον περίπου το 70% της φορολογικής διάβρωσης των εισοδημάτων. Αυτό είναι αναμενόμενο, λόγω της αύ-

9 Μεταξύ αυτών, η έκπτωση φόρου για εισοδήματα από εργασία και συντάξεις έχει τη μεγαλύτερη επίδραση στην ελαστικότητα, καθώς αυξάνεται ανάλογα με τον αριθμό των εξαρτώμενων τέκνων, εφαρμόζεται έως ένα συγκεκριμένο εισοδηματικό όριο και περιορίζεται στο ύψος της πραγματικής φορολογικής υποχρέωσης. Για υψηλότερα εισοδήματα, η έκπτωση μειώνεται προοδευτικά. Εξετάζονται επίσης οι εκπτώσεις φόρου λόγω αναπηρίας και για δωρεές σε φιλανθρωπικούς σκοπούς.

10 Δηλαδή το ποσοστό της συνολικής ελαστικότητας άνω της μονάδας.

ξης της προοδευτικότητας (π.χ. με την εισαγωγή νέων κλιμακίων και χαμηλότερων φορολογικών συντελεστών), αλλά και της μείωσης των εκπτώσεων φόρων που σημειώθηκε στην Ελλάδα την περίοδο 2019-23.

Η ελαστικότητα ΤΤΒ εμφανίζει διαφοροποιήσεις ανά εισοδηματικό δεκατημόριο, οι οποίες εντάθηκαν μετά τις μεταρρυθμίσεις της περιόδου 2019-23, μεταβάλλοντας τόσο το επίπεδο της όσο και τη σύνθεση των προσδιοριστικών της παραγόντων (βλ. Διάγραμμα Α). Η σχετική συμβολή των μηχανισμών που επηρεάζουν την ελαστικότητα και το ύψος της διαφοροποιούνται σημαντικά κατά μήκος της εισοδηματικής κατανομής. Στο κατώτερο εισοδηματικό δεκατημόριο, η ελαστικότητα παραμένει χαμηλή, καθώς τα περισσότερα άτομα αυτής της κατηγορίας δεν έχουν φορολογική υποχρέωση. Αντίθετα, στα χαμηλά και μεσαία εισοδηματικά δεκατημόρια η ελαστικότητα είναι σημαντικά υψηλότερη. Το 2019, αυτό εξηγείται κυρίως από τη σταδιακή μείωση των φορολογικών εκπτώσεων, οι οποίες επηρέαζαν τη συνολική φορολογική επιβάρυνση. Το 2023, η προοδευτικότητα της φορολογικής κλίμακας ανέλαβε κυρίαρχο ρόλο, καθώς η αύξηση των εισοδημάτων οδήγησε σε μετατόπιση των φορολογουμένων σε υψηλότερα φορολογικά κλιμάκια. Τα στοιχεία δείχνουν ότι η αύξηση της ελαστικότητας μεταξύ 2019 και 2023 είναι ιδιαίτερα έντονη στα χαμηλά και μεσαία εισοδήματα, γεγονός που υποδηλώνει ότι η (θεωρητική) φορολογική διάβρωση εντάθηκε σε αυτές τις κατηγορίες φορολογουμένων. Στα υψηλότερα εισοδήματα η ελαστικότητα είναι χαμηλότερη, καθώς οι φορολογούμενοι είτε παραμένουν στα ίδια κλιμάκια είτε η επίδραση των εκπτώσεων καθίσταται αμελητέα.

Φορολογική διάβρωση “στην πράξη” την περίοδο 2019-23

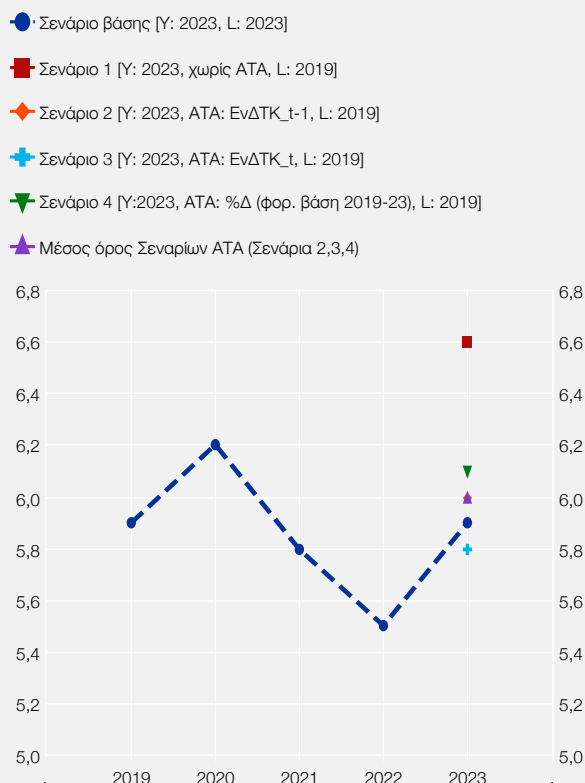
Σε αυτή την ενότητα, η ανάλυση επικεντρώνεται στη διερεύνηση του φαινομένου της φορολογικής διάβρωσης “στην πράξη”, ενσωματώνοντας τις φορολογικές μεταρρυθμίσεις που υιοθετήθηκαν και την αύξηση των εισοδημάτων κατά την περίοδο 2019-23. Αρχικά, γίνεται εκτίμηση των εσόδων ΦΕΦΠ για την περίοδο 2019-23 βάσει της εκάστοτε ισχύουσας νομοθεσίας (Σενάριο βάσης).¹¹ Επιπλέον, για το έτος 2023 εξετάζονται τέσσερα εναλλακτικά σενάρια του φορολογικού αποτελέσματος, στα οποία εφαρμόζεται η νομοθεσία του 2019 για διαφορετικές υποθέσεις αυτόματης τιμαριθμικής αναπροσαρμογής (ΑΤΑ): (α) Σενάριο 1: Μηδενική ΑΤΑ, (β) Σενάριο 2: ΑΤΑ με βάση τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) του προηγούμενου έτους, (γ) Σενάριο 3: ΑΤΑ με βάση τον ΕνΔΤΚ του τρέχοντος έτους και (δ) Σενάριο 4: ΑΤΑ σύμφωνα με τη μεταβολή της ονομαστικής φορολογικής βάσης. Μέσω αυτής της ανάλυσης, υπολογίζεται η “**πραγματική φορολογική διάβρωση**” ως η διαφορά μεταξύ των εσόδων ΦΕΦΠ (ως % του ΑΕΠ) μεταξύ του Σεναρίου βάσης 2023 και του μέσου όρου των Σεναρίων ΑΤΑ (2, 3, 4). Επίσης, υπολογίζεται η “**δυννητική φορολογική διάβρωση**”, που προκύπτει από τη διαφορά μεταξύ των εσόδων ΦΕΦΠ του Σεναρίου 1 (μηδενική ΑΤΑ) και του μέσου όρου των τριών Σεναρίων ΑΤΑ (2, 3, 4). Η δυννητική φορολογική διάβρωση αποτελεί μέτρο των πρόσθετων εσόδων που θα μπορούσαν να είχαν εισπραχθεί, εάν η φορολογική νομοθεσία είχε παραμείνει αμετάβλητη κατά την εξεταζόμενη περίοδο, σε σύγκριση με ένα σενάριο πλήρους τιμαριθμικής αναπροσαρμογής (μέσος όρος Σεναρίων ΑΤΑ 2, 3, 4). Μέσω της σύγκρισης των δύο μεγεθών, αξιολογείται ο βαθμός στον οποίο οι μεταβολές στη φορολογική πολιτική αντιστάθμισαν εξ ολοκλήρου ή εν μέρει την αύξηση των εσόδων που προκύπτει μηχανιστικά από τη διάβρωση της φορολογικής βάσης.¹²

Η φορολογική πολιτική της περιόδου 2019-23 αντιστάθμισε πλήρως τις επιπτώσεις της φορολογικής διάβρωσης, διατηρώντας σταθερά τα έσοδα ΦΕΦΠ (ως ποσοστό του ΑΕΠ) (βλ. Διάγραμμα Β). Συγκεκριμένα, τα έσοδα από τον ΦΕΦΠ παρέμειναν σχεδόν σταθερά στο 5,9% του ΑΕΠ. Η εξέλιξη αυτή αντανάκλα τις διαρθρωτικές φορολογικές μεταρρυθμίσεις στον ΦΕΦΠ, σε συνδυασμό με την απουσία θεσμοθετημένης τιμαριθμικής αναπροσαρμογής των φορολογικών παραμέτρων. Σύμφωνα με το Σενάριο 1, η διατήρηση της φορολογικής νομοθεσίας του 2019 χωρίς τιμαριθμική αναπροσαρμογή θα αύξανε τα έσοδα ΦΕΦΠ το 2023 κατά 0,61 ποσ. μον. του ΑΕΠ. Αντίθετα, τα Σενάρια ΑΤΑ 4 και 2 θα οδηγούσαν σε μικρότερες αυξήσεις (0,1 και 0,2 ποσ. μον. του ΑΕΠ αντίστοιχα), ενώ το Σενάριο ΑΤΑ 3 θα περιόριζε ελαφρώς τα έσοδα σε σχέση με το Σενάριο βάσης. Τα αποτελέ-

11 Τα εκτιμώμενα φορολογικά έσοδα αποκλίνουν από τα επίσημα στοιχεία λόγω μεθοδολογικών περιορισμών. Για το λόγο αυτό εφαρμόζεται αναπροσαρμογή (rescaling) στα σενάρια προσομοίωσης.

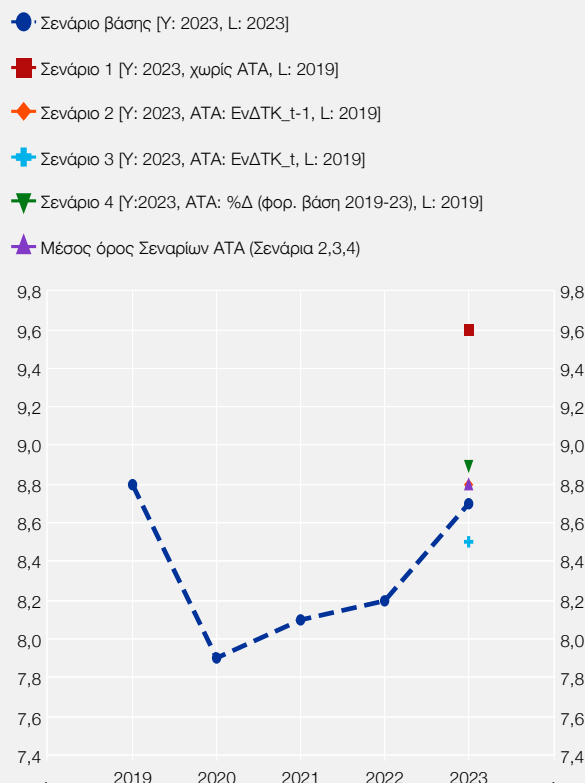
12 Ο βαθμός αντιστάθμισης προκύπτει αν από τη μονάδα αφαιρεθεί ο λόγος της πραγματικής προς τη δυννητική φορολογική διάβρωση. Η μεθοδολογία βασίζεται στην ανάλυση των Balladares, S. and E. García-Miralles (2024), “[Fiscal drag: the heterogeneous impact of inflation on personal income tax revenue](#)”, Banco de España, *Documentos Ocasionales*, No. 2422.

Διάγραμμα Β Έσοδα ΦΕΦΠ ως % του ΑΕΠ – Σενάρια προσομοίωσης



Πηγή: Υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.
Σημειώσεις: Y: εισοδήματα, ATA: Αυτόματη Τιμαριθμική Αναπροσαρμογή, L: Φορολογική Νομοθεσία.

Διάγραμμα Γ Μέσος αποτελεσματικός φορολογικός συντελεστής (%) – Σενάρια προσομοίωσης



Πηγή: Υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.
Σημειώσεις: Y: εισοδήματα, ATA: Αυτόματη Τιμαριθμική Αναπροσαρμογή, L: Φορολογική Νομοθεσία.

σματα των προσομοιώσεων δείχνουν ότι οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις της περιόδου όχι μόνο εξάλειψαν τη δυνητική φορολογική διάβρωση, αλλά και οδήγησαν σε υπεραντιστάθμισή της (περίπου κατά 10%), διατηρώντας τα φορολογικά έσοδα (ως % του ΑΕΠ) σταθερά, σε ένα περιβάλλον ισχυρών πληθωριστικών πιέσεων και ονομαστικής αύξησης των εισοδημάτων.¹³

Παράλληλα, η φορολογική πολιτική της υπό εξέταση περιόδου οδήγησε σε ήπια μείωση του μέσου αποτελεσματικού φορολογικού συντελεστή, αποτυπώνοντας την ελάφρυνση του πραγματικού φορολογικού βάρους που υφίστανται τα φυσικά πρόσωπα, χωρίς να σημειωθεί απώλεια φορολογικών εσόδων. Συγκεκριμένα, ο μέσος αποτελεσματικός συντελεστής φορολόγησης των εισοδημάτων φυσικών προσώπων υποχώρησε οριακά κατά 0,15 ποσ. μον. σε 8,7% (βλ. Διάγραμμα Γ). Η εξέλιξη αυτή αντανάκλασε τη θετική επίδραση της φορολογικής πολιτικής της περιόδου, καθώς η πλήρης αντιστάθμιση της δυνητικής φορολογικής διάβρωσης – μέσω των μεταρρυθμίσεων – οδήγησε σε μείωση του φορολογικού βάρους, χωρίς να υπονομευθεί η φορολογική απόδοση του συστήματος, η οποία επωφελήθηκε από την αύξηση των πραγματικών εισοδημάτων.

Τέλος, εκτιμάται ότι οι φορολογικές μεταρρυθμίσεις της περιόδου 2019-23 (κυρίως η αναμόρφωση της φορολογικής κλίμακας, η μείωση των συντελεστών και η μείωση των ασφαλιστικών εισφορών), συγκριτικά με τα εναλλακτικά σενάρια που εξετάστηκαν, ενίσχυσαν περισσότερο την αναδιανεμητική ικανότητα του

¹³ Η δυνητική φορολογική διάβρωση εκτιμάται σε 0,56 ποσ. μον. του ΑΕΠ, ενώ η πραγματική φορολογική διάβρωση σε -0,05 ποσ. μον. του ΑΕΠ. Ως εκ τούτου, προκύπτει ότι ο βαθμός αντιστάθμισης είναι 1,10. Σημειώνεται ότι αποκλίσεις κάτω του 20% από την πλήρη αντιστάθμιση (1) κατηγοριοποιούνται ως “πλήρης αντιστάθμιση”.

**Ανισότητα, αναδιανεμητική λειτουργία και βαθμός προοδευτικότητας
του φορολογικού συστήματος – Σενάρια προσομοίωσης**

	Σενάριο βάσης	Σενάριο 2	Σενάριο 3	Σενάριο 4
Δείκτης Gini: φορολογητέο εισόδημα προ φόρων	0,3778	0,3766	0,3766	0,3766
Δείκτης Gini: φορολογητέο εισόδημα μετά από φόρους	0,3474	0,3500	0,3504	0,3499
Δείκτης Gini: Διαφορά (μετά από φόρους - προ φόρων)	-0,0304	-0,0266	-0,0261	-0,0267
Δείκτης Kakwani	0,3211	0,2817	0,2876	0,2796

Πηγή: Υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.

φορολογικού συστήματος, ενδυναμώνοντας τον προοδευτικό του χαρακτήρα και περιορίζοντας την ανισότητα. Τα ευρήματα της ανάλυσης (βλ. τον πίνακα) δείχνουν ότι το Σενάριο βάσης 2023 οδηγεί σε μεγαλύτερη μείωση του δείκτη Gini υπολογιζόμενου με βάση το φορολογητέο εισόδημα σε σύγκριση με τα Σενάρια ΑΤΑ των φορολογικών παραμέτρων. Παράλληλα, ο δείκτης Kakwani¹⁴ καταγράφει σημαντικότερη αύξηση στο Σενάριο βάσης, γεγονός που υποδηλώνει ενίσχυση της προοδευτικότητας του ΦΕΦΠ. Η αυξημένη προοδευτικότητα μεταφράζεται σε πιο δίκαιη κατανομή του φορολογικού βάρους, καθώς η επιβάρυνση αυξάνεται αναλογικά περισσότερο για τα υψηλά εισοδήματα, ενισχύοντας την αναδιανεμητική λειτουργία του συστήματος και συμβάλλοντας ουσιαστικά στη μείωση των ανισοτήτων μετά τη φορολογία.

Συμπεράσματα

Η φορολογική διάβρωση αποτελεί κρίσιμο ζήτημα για τη δικαιοσύνη και τη βιωσιμότητα της φορολογικής πολιτικής, καθώς οδηγεί σε αύξηση της φορολογικής επιβάρυνσης χωρίς αντίστοιχη βελτίωση της φοροδοτικής ικανότητας των φορολογουμένων. Ως εκ τούτου, το φαινόμενο της φορολογικής διάβρωσης έχει σημαντικές επιπτώσεις για τη δίκαιη κατανομή του φορολογικού βάρους, ιδιαίτερα όταν τα εισοδήματα αυξάνονται σε ονομαστικούς όρους λόγω πληθωρισμού χωρίς αντίστοιχη ενίσχυση της αγοραστικής δύναμης.¹⁵ Η φορολογική πολιτική που εφαρμόστηκε στην Ελλάδα την περίοδο 2019-23 κατάφερε να αντισταθμίσει πλήρως τις επιπτώσεις της φορολογικής διάβρωσης, μειώνοντας το πραγματικό φορολογικό βάρος, διατηρώντας παράλληλα τη σταθερότητα των εσόδων και συμβάλλοντας στη μείωση της εισοδηματικής ανισότητας περισσότερο σε σχέση με εναλλακτικά σενάρια τιμαριθμοποίησης των φορολογικών παραμέτρων.

Συνολικά, η φορολογική διάβρωση μπορεί να έχει σημαντικές επιδράσεις στην είσπραξη φορολογικών εσόδων, στους μέσους φορολογικούς συντελεστές και στην κατανομή του εισοδήματος, με κρίσιμες συνέπειες για την ανισότητα και το βέλτιστο σχεδιασμό της φορολογίας. Με δεδομένο τον περιορισμένο δημοσιονομικό χώρο, οι ιθύνοντες χάραξης πολιτικής καλούνται να επιτύχουν κατάλληλη ισορροπία μεταξύ της ανάγκης για μείωση της φορολογικής επιβάρυνσης των φορολογουμένων και της διατήρησης των φορολογικών εσόδων. Η ποσοτικοποίηση της φορολογικής διάβρωσης και η ενσωμάτωσή της στην κατάρτιση μεσοπρόθεσμων δημοσιονομικών στρατηγικών μπορούν να βελτιώσουν την ακρίβεια των προβλέψεων εσόδων και το σχεδιασμό πιο στοχευμένων παρεμβάσεων πολιτικής. Ταυτόχρονα, οι μηχανισμοί που επηρεάζουν τη φορολογική διάβρωση κατά μήκος της εισοδηματικής κατανομής επιβάλλουν την υιοθέτηση ευέλικτων προσεγγίσεων. Η διαπίστωση αυτή είναι κρίσιμη για το σχεδιασμό ή μη πολιτικών τιμαριθμοποίησης των φορολογικών παραμέτρων. Η πρόσφατη εμπειρία στην Ελλάδα καταδεικνύει ότι η ενίσχυση της προοδευτικότητας της φορολογικής πολιτικής μπορεί να εξουδετερώσει τη φορολογική διάβρωση, συμβάλλοντας παράλληλα σε μια δικαιότερη κατανομή των φορολογικών βαρών και σε βελτίωση της εισπραξιμότητας των φόρων.

14 Kakwani, N.C. (1977), “[Measurement of tax progressivity: An international comparison](#)”, *The Economic Journal*, 87(345), 71-80.

15 Λόγω της εκτεταμένης απόκρυψης εισοδημάτων στην Ελλάδα, η διαθέσιμη εικόνα της εισοδηματικής κατανομής υπόκειται σε σημαντική αβεβαιότητα, δυσχεραίνοντας το σχεδιασμό και την αξιολόγηση της πολιτικής.

4 Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ ΤΟ 2025

4.1 Γενική κυβέρνηση

(εθνικολογιστικά στοιχεία – ΕΛΣΤΑΤ)

Τον Απρίλιο του 2025 δημοσιεύθηκαν τα εθνικο-λογιστικά στοιχεία της γενικής κυβέρνησης για το έτος 2024. Σύμφωνα με αυτά, το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης παρουσίασε βελτίωση κατά 2,8 ποσ. μον. του ΑΕΠ σε σύγκριση με το 2023 και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 4,8% του ΑΕΠ (βλ. Διάγραμμα V.3). Το αποτέλεσμα αυτό προέκυψε συμψηφιστικά από την αύξηση των εσόδων κατά 1,2 ποσ. μον. του ΑΕΠ και τη μείωση των πρωτογενών δαπανών κατά 1,6 ποσ. μον. του ΑΕΠ.

Σε απόλυτα μεγέθη, τα έσοδα αυξήθηκαν κατά 8,0% έναντι του 2023, αντιστακώνοντας τη βελτίωση της οικονομικής δραστηριότητας, την αύξηση των μισθών και των συντάξεων, τη μείωση της φοροδιαφυγής και την άνοδο του γενικού επιπέδου των τιμών. Η αύξηση καταγράφεται σε όλες τις κατηγορίες εσόδων. Αναλυτικότερα, τα έσοδα από άμεσους φόρους ενισχύθηκαν (+13,4%) κυρίως λόγω της αύξησης των κερδών των επιχειρήσεων και των μισθών, αλλά και της αναμόρφωσης του μισθολογίου του δημόσιου τομέα, καθώς και χάρη στη μείωση της φοροδιαφυγής. Τα υψηλότερα έσοδα από ΦΠΑ (+8,2%) αντιστακώνουν πρωτίστως τη μείωση της φοροδιαφυγής και δευτερευόντως τις ανατιμήσεις. Τα λοιπά τρέχοντα έσοδα κατέγραψαν αύξηση (+16,0%) λόγω βελτίωσης των εσόδων από τόκους ως αποτέλεσμα της ανόδου των επιτοκίων. Τα έσοδα από ασφαλιστικές εισφορές ενισχύθηκαν (+7,9%) εξαιτίας της αύξησης του κατώτατου μισθού, της ανόδου της απασχόλησης και των προσπαθειών καταπολέμησης της εισφοροδιαφυγής (μέσω π.χ. της καθολικής εφαρμογής της ψηφιακής κάρτας εργασίας και της αναβάθμισης των διαδικασιών του Κέντρου Είσπραξης Ασφαλιστικών Οφειλών). Τέλος, στα κεφαλαιακά έσοδα η αύξηση (+8,1%) αποδίδεται στις αυξημένες εισροές από την ΕΕ.

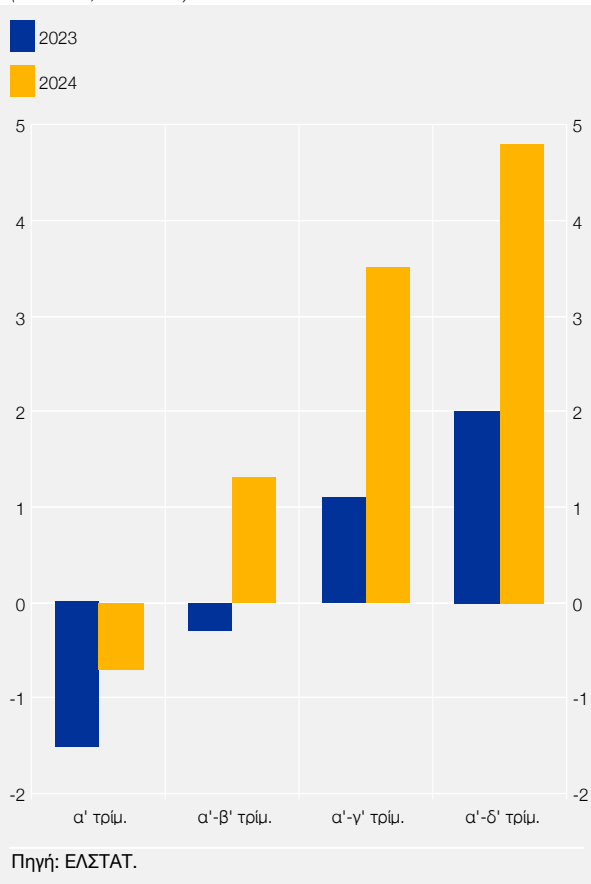
Οι πρωτογενείς δαπάνες αυξήθηκαν, σε απόλυτα μεγέθη, κατά 1,8% σε σύγκριση με το 2023. Στο αποτέλεσμα αυτό συνέβαλαν οι αμοιβές των εργαζομένων (+4,4%) λόγω της αναμόρφωσης του μισθολογίου του δημόσιου τομέα, οι κεφαλαιακές μεταβιβάσεις (+15,2%) λόγω κυρίως της ανακεφαλαιοποίησης της Attica Bank (523 εκατ. ευρώ), οι λοιπές δαπάνες (+9,6%) και οι κοινωνικές παροχές (+0,4%) λόγω της ετήσιας αναπροσαρμογής των συντάξεων και της εκκαθάρισης εκκρεμών αιτήσεων συνταξιοδότησης. Αντίθετα, μειωτικά επέδρασαν οι επιδοτήσεις (-20,8%), λόγω της απόσυρσης των προηγούμενων δημοσιονομικών μέτρων για την αντιμετώπιση της πανδημίας και της ενεργειακής κρίσης, η ενδιάμεση κατανάλωση (-0,5%), λόγω της υποχώρησης των τιμών των ενεργειακών προϊόντων, και οι δημόσιες επενδύσεις (-0,6%).

4.2 Γενική κυβέρνηση (στοιχεία Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους – ΓΛΚ)

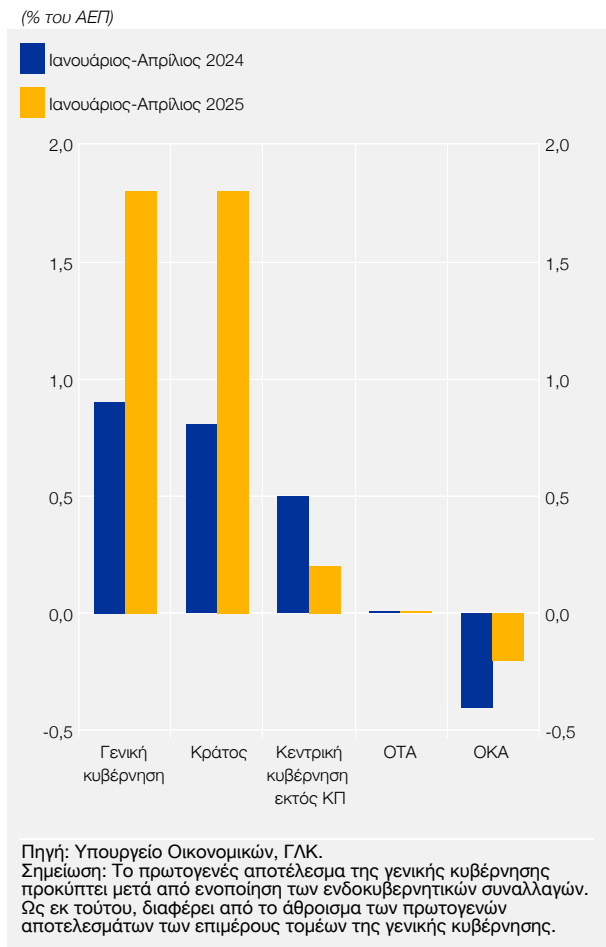
Σύμφωνα με τα ταμειακά στοιχεία της γενικής κυβέρνησης που συλλέγει το Γενικό Λογιστήριο του Κράτους (ΓΛΚ), κατά την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2025 το ταμειακό αποτέλεσμα της

Διάγραμμα V.3 Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης σε εθνικολογιστική βάση

(ESA 2010, % του ΑΕΠ)



Διάγραμμα V.4 Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης σε ταμειακή βάση



γενικής κυβέρνησης παρουσίασε σημαντική βελτίωση, καταγράφοντας πλεόνασμα 0,5% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 0,6% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους. Το πρωτογενές αποτέλεσμα αντίστοιχα βελτιώθηκε και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 1,8% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 0,9% του ΑΕΠ την ίδια περίοδο του 2024.

Η βελτίωση του πρωτογενούς αποτελέσματος έναντι της περιόδου Ιανουαρίου-Απριλίου 2024 προκύπτει συνδυαστικά από: (α) τη σημαντική αύξηση του πρωτογενούς αποτελέσματος του Κρατικού Προϋπολογισμού (ΚΠ) κατά 2.586 εκατ. ευρώ ή 1,0 ποσ. μον. του ΑΕΠ, (β) την επιδείνωση του πρωτογενούς αποτελέσματος των Νομικών Προσώπων Κεντρικής Κυβέρνησης (ΝΠΚΚ) κατά 0,3 ποσ. μον. του ΑΕΠ, (γ) τη βελτίωση του πρωτογενούς πλεονάσματος των οργανισμών κοινωνικής ασφάλισης (ΟΚΑ) κατά 0,2 ποσ. μον. του ΑΕΠ, που αντανάκλα αυξημένα έσοδα από μεταβιβάσεις και ασφαλιστικές εισφορές, και (δ) τη σταθεροποίηση του πρωτογενούς αποτελέσματος των οργανισμών τοπικής αυτοδιοίκησης (ΟΤΑ) (βλ. Διάγραμμα V.4).

Οι συνολικές ληξιπρόθεσμες οφειλές της γενικής κυβέρνησης¹⁸ στο τέλος Απριλίου του 2025 διαμορφώθηκαν σε 3.910 εκατ. ευρώ, έναντι 3.047 εκατ. ευρώ στο τέλος Δεκεμβρίου του 2024.

4.3 Κρατικός Προϋπολογισμός (τροποποιημένη ταμειακή βάση)

Την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2025 ο ΚΠ κατέγραψε βελτιωμένο αποτέλεσμα σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2024, παρουσιάζοντας πλεόνασμα 0,7% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 0,1% του ΑΕΠ (βλ. Πίνακα V.2). Το πρωτογενές αποτέλεσμα του ΚΠ παρουσίασε επίσης βελτίωση και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 2,1% του ΑΕΠ, έναντι 1,4% του ΑΕΠ αντίστοιχα.

Η βελτίωση του πρωτογενούς αποτελέσματος σε σχέση με το πρώτο τετράμηνο του 2024 αποδίδεται κυρίως στην αύξηση των φορολογικών εσόδων, λόγω της ενισχυμένης απόδοσης των φόρων εισοδήματος, αλλά και της πιο έγκαιρης ενεργοποίησης της εφαρμογής για υποβολή φορολογικών δηλώσεων και είσπραξης του ΕΝΦΙΑ, και σε μικρότερο βαθμό στις μειωμένες δαπάνες ΠΔΕ.

Έναντι του στόχου στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2025, το πρωτογενές αποτέλεσμα στο τετράμηνο παρουσίασε υπέρβαση ύψους περίπου 3,18 δισεκ. ευρώ, η οποία αποδίδεται κυρίως στη συγκράτηση των δαπανών για μεταβιβάσεις προς τους φορείς της γενικής κυβέρνησης, για εξοπλιστικά προγράμματα και για επενδύσεις, καθώς και στην υπεραπόδοση των φορολογικών εσόδων για τους λόγους που προαναφέρθηκαν.

¹⁸ Συμπεριλαμβάνονται οι επιστροφές φόρων και οι εκκρεμείς αιτήσεις για επικουρικές συντάξεις και εφάπαξ, αλλά δεν συμπεριλαμβάνονται οι εκκρεμείς αιτήσεις για κύριες συντάξεις.

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

(εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος-Απρίλιος		Ποσοστιαία μεταβολή	Απόκλιση από τις εκτιμήσεις του Προϋπολογισμού 2025 ¹
	2024	2025	2025/2024	
1. Καθαρά έσοδα κρατικού προϋπολογισμού (α-β)	22.538	23.059	2,3	229
α. Έσοδα κρατικού προϋπολογισμού (I+II+III+IV)	24.686	26.100	5,7	1.060
I. Φόροι	20.244	22.009	8,7	1.361
II. Μεταβιβάσεις	2.663	1.820	-31,7	-1.338
III. Πωλήσεις αγαθών και υπηρεσιών	342	1.352	295,3	1.007
IV. Λοιπά έσοδα	1.436	919	-36,0	30
β. Επιστροφές φόρων	2.148	3.041	41,6	833
Πληροφοριακά στοιχεία:				
Έσοδα από το Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) ²	2.505	1.621	-35,3	-144
Έσοδα από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας ³	159	0	-100,0	-1.346
2. Δαπάνες κρατικού προϋπολογισμού (I+II+III+IV+V+VI+VII+VIII)	22.788	21.209	-6,9	-2.977
Πρωτογενείς δαπάνες κρατικού προϋπολογισμού (2-VI)	19.230	17.818	-7,3	-3.038
I. Παροχές σε εργαζομένους	4.886	4.925	0,8	47
II. Μεταβιβάσεις	9.625	9.599	-0,3	-1.148
III. Αγορές αγαθών και υπηρεσιών	346	369	6,6	25
IV. Αποκτήσεις πάγιων περιουσιακών στοιχείων	521	205	-60,7	-457
V. Λοιπές πρωτογενείς δαπάνες	102	109	6,9	-770
VI. Τόκοι (σε ακαθάριστη βάση)	3.558	3.391	-4,7	61
VII. Δαπάνες Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ)	3.175	1.776	-44,1	-714
VIII. Δαπάνες Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας	576	835	45,0	-22
3. Ισοζύγιο κρατικού προϋπολογισμού (1-2)	-250	1.850		3.206
% του ΑΕΠ	-0,1	0,7		
4. Πρωτογενές αποτέλεσμα κρατικού προϋπολογισμού (3+2.VI)	3.282	5.148		3.175
% του ΑΕΠ	1,4	2,1		

Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών, Γενικό Λογιστήριο του Κράτους, Εκτέλεση Κρατικού Προϋπολογισμού, Μηνιαίο Δελτίο, Απρίλιος 2025 (οριστικό).

1 Απόκλιση από τους στόχους του Προϋπολογισμού 2025, προσαρμοσμένους στα συνολικά μεγέθη όπως αποτυπώνονται στις εκτιμήσεις της εισηγητικής έκθεσης του Προϋπολογισμού 2025.

2 Τα έσοδα από το Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) περιέχονται στις κατηγορίες “Μεταβιβάσεις” και “Λοιπά έσοδα”.

3 Τα έσοδα από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας περιέχονται στην κατηγορία “Μεταβιβάσεις”.

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

(εκατ. ευρώ)

	Ετήσια στοιχεία		Ιανουάριος-Απρίλιος	
	2023	2024	2024	2025
Κρατικός προϋπολογισμός¹	-2.685	1.031	-570	1.874
% του ΑΕΠ	-1,2	0,4	-0,2	0,8
– Τακτικός προϋπολογισμός	1.781	8.760	517	2.914
– Προϋπολογισμός Δημοσίων Επενδύσεων ²	-4.466	-7.729	-1.087	-1.040

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Όπως προκύπτει από την κίνηση των σχετικών λογαριασμών στην Τράπεζα της Ελλάδος και στα πιστωτικά ιδρύματα. Συμπεριλαμβάνεται η κίνηση των λογαριασμών διαχείρισης δημόσιου χρέους. Δεν περιλαμβάνεται η κίνηση του λογαριασμού του ΟΠΕΚΕΠΕ.

2 Περιλαμβάνονται τα έσοδα και οι δαπάνες του Ταμείου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας.

4.4 Κρατικός Προϋπολογισμός σε ταμειακή βάση

Το καθαρό ταμειακό αποτέλεσμα του ΚΠ παρουσίασε σημαντική βελτίωση κατά το πρώτο τετράμηνο του 2025 και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 0,8% του ΑΕΠ, έναντι ελλείματος 0,2% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2024 (βλ. Πίνακα V.3). Αντίστοιχα, το καθαρό πρωτογενές ταμειακό αποτέλεσμα του ΚΠ βελτιώθηκε σε πλεόνασμα 2,0% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 1,1% του ΑΕΠ το πρώτο τετράμηνο του 2024.

Ο Τακτικός Προϋπολογισμός (ΤΠ) παρουσίασε βελτίωση σε σχέση με το προηγούμενο έτος λόγω της αύξησης των φορολογικών εσόδων, η οποία υπερέβη την αύξηση των πρωτογενών δαπανών.

Ο Προϋπολογισμός Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ), ο οποίος συμπεριλαμβάνει τις εισπράξεις και πληρωμές του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, βελτιώθηκε οριακά σε σύγκριση με το αντίστοιχα διάστημα του 2024, λόγω μεγαλύτερης μείωσης των δαπανών σε σχέση με τη μείωση των εσόδων.

4.5 Χρέος γενικής κυβέρνησης

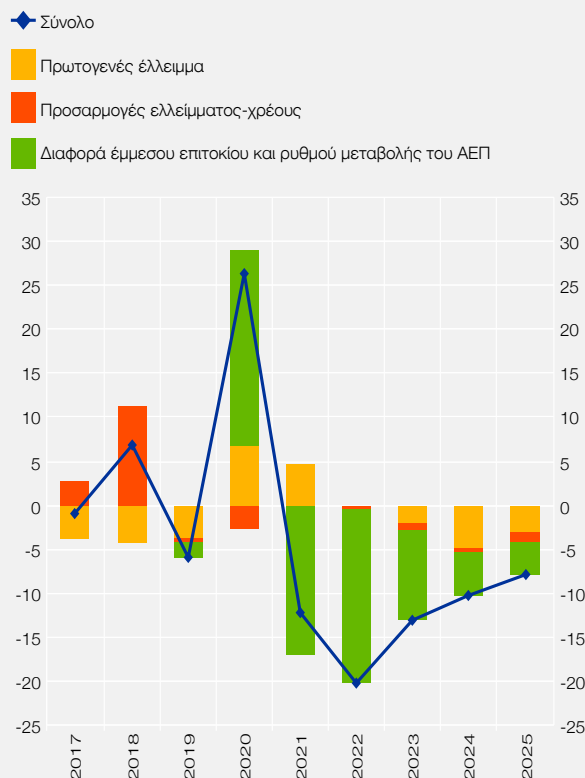
Το χρέος της γενικής κυβέρνησης το 2024 διαμορφώθηκε σε 364.885 εκατ. ευρώ, από 369.110 εκατ. ευρώ το 2023, παρουσιάζοντας μείωση για πρώτη φορά από το 2019 και για μόλις τέταρτη φορά από το 1995 όταν ξεκίνησαν να τηρούνται εθνικολογιστικά στοιχεία κατά ESA.¹⁹ Σημειώνεται ότι το χρέος διαμορφώθηκε οριακά χαμηλότερα (κατά 0,1 δισεκ. ευρώ) από την εκτίμηση της Εισηγητικής Έκθεσης του Προϋπολογισμού 2025, παρά τη σημαντική υπέρβαση του δημοσιονομικού αποτελέσματος (κατά 4,9 δισεκ. ευρώ). Αυτό αντανάκλα τη συσσώρευση ταμειακών διαθεσίμων, παρά τη μειωτική επίδραση της πρόωρης εξόφλησης τριών δόσεων των διμερών δανείων GLF συνολικού ύψους 7,9 δισεκ. ευρώ, η οποία πραγματοποιήθηκε το Δεκέμβριο του 2024.

Ως ποσοστό του ΑΕΠ, το χρέος της γενικής κυβέρνησης μειώθηκε κατά 10,3 ποσ. μον. του ΑΕΠ και διαμορφώθηκε σε 153,6% του ΑΕΠ, το χαμηλότερο επίπεδο από το 2010, καταγράφοντας τη μεγαλύτερη μείωση μεταξύ των χωρών-μελών της ΕΕ (από 163,9% του ΑΕΠ το 2023). Τη μεγαλύτερη συμβολή (5,1 ποσ. μον.) στην αποκλιμάκωση του λόγου χρέους προς ΑΕΠ είχε η διαφορά μεταξύ του έμμεσου επιτοκίου δανεισμού και του ρυθμού μεταβολής του ονομαστικού ΑΕΠ (snowball effect), αντανakλώντας αφενός τη μεγέθυνση του ονομαστικού ΑΕΠ και αφετέρου το ύψος του συσσωρευμένου χρέους. Αντίστοιχη μειωτική συμβολή είχε και το πρωτογενές πλεόνασμα (4,8 ποσ. μον.) που καταγράφηκε το 2024 (βλ. Διάγραμμα V.5). Οριακά μειωτική (0,4 ποσ. μον.) υπήρξε η συμβολή των λοιπών προσαρμογών,²⁰ καθώς ο δανεισμός μέσω RRF και η συσσώρευση διαθεσίμων αντιστάθμισαν τη μειωτική συμβολή των πρόωρων αποπληρωμών GLF.

Η συνεχιζόμενη βελτίωση της οικονομικής δραστηριότητας αναμένεται να διατηρήσει την έντονα μειωτική επίδραση του ονομαστικού ΑΕΠ στο λόγο χρέους προς ΑΕΠ το 2025 και τα επόμενα έτη, παρά την εκτιμώμενη αποκλιμάκωση του πληθωρισμού. Σε συνδυασμό με την επίτευξη υψηλών πρωτογενών πλεονασμάτων, η Ετήσια Έκθεση Προόδου για την Ελλάδα προβλέπει περαιτέρω αποκλιμάκωση του χρέους της γενικής κυβέρνησης ως ποσοστού του ΑΕΠ σε 145,7% του ΑΕΠ το 2025. Μεσοπρόθεσμα, ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα αποκλιμακωθεί γρηγορότερα έναντι του αρχικού σχεδιασμού στο ΜΔΣ 2025-2028, εφόσον ληφθεί υπόψη η πρόσφατη ανακοίνωση για πρόωρη αποπληρωμή του υπολειπόμενου ποσού των διμερών δανείων GLF του πρώτου μνημονίου, ύψους 31,6 δισεκ. ευρώ, μέχρι το 2031, δέκα έτη

Διάγραμμα V.5 Μεταβολή του δημόσιου χρέους

(ως % του ΑΕΠ)



Πηγή: Επεξεργασία δεδομένων της ΕΛΣΤΑΤ και εκτιμήσεων της Ετήσιας Έκθεσης Προόδου 2025.

19 Ονομαστικές μειώσεις καταγράφονται για τα έτη 2012, 2015 και 2019.

20 Έναντι αρχικών εκτιμήσεων για μειωτική συμβολή 2,5 ποσ. μον. στον Προϋπολογισμό.

νωρίτερα από την προβλεπόμενη λήξη τους. Ο εν λόγω σχεδιασμός εκπέμπει ένα ακόμη θετικό μήνυμα σε μια δύσκολη συγκυρία και αναμένεται να συμβάλει στη βελτίωση της πιστοληπτικής αξιολόγησης του Ελληνικού Δημοσίου.

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, το χρέος της γενικής κυβέρνησης αναμένεται να διαμορφωθεί σε 145,4% του ΑΕΠ το 2025. Στο βασικό σενάριο, υπό την προϋπόθεση της προσήλωσης στην επίτευξη των δημοσιονομικών στόχων και της αποτελεσματικής αξιοποίησης των ευρωπαϊκών πόρων, ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ τίθεται σε σταθερή καθοδική τροχιά.

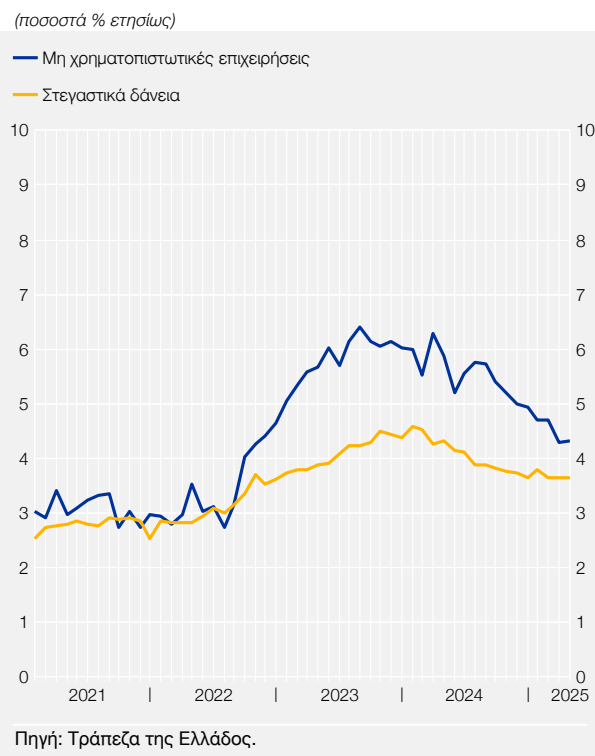
Με βάση τα παραπάνω, οι κίνδυνοι για τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους εκτιμάται ότι παραμένουν οριοθετημένοι μεσοπρόθεσμα, υπό την προϋπόθεση της διαφύλαξης της δημοσιονομικής αξιοπιστίας και της αποτελεσματικής απορρόφησης των ευρωπαϊκών πόρων. Αυτό οφείλεται εν πολλοίς στους ευνοϊκούς όρους αποπληρωμής 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 θετικά 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 για να αξιοποιηθεί αυτό το παράθυρο ευκαιρίας είναι η διαφύλαξη της δημοσιονομικής αξιοπιστίας και η αποτελεσματική απορρόφηση των ευρωπαϊκών πόρων. Η εκπλήρωση αυτών των προϋποθέσεων θα διασφαλίσει όχι μόνο τη διατήρηση της επενδυτικής βαθμίδας, αλλά και την περαιτέρω βαθμιαία βελτίωση της πιστοληπτικής διαβάθμισης της χώρας.

VI ΧΡΗΜΑ, ΠΙΣΤΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΕΣ

Τα επιτόκια καταθέσεων προθεσμίας διατήρησαν πτωτική πορεία σε συνέπεια με τις μειώσεις των επιτοκίων πολιτικής του Ευρωσυστήματος, ενώ τα επιτόκια στις καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας (λογαριασμοί τρεχούμενοι, όψεως και ταμειευτηρίου) παρέμειναν ουσιαστικά αμετάβλητα. Τα επιτόκια τραπεζικού δανεισμού των επιχειρήσεων μειώθηκαν, όπως αναλύεται λεπτομερώς στο Πλαίσιο VI.1, και μάλιστα κατά τι περισσότερο από ό,τι αυτά για τα νοικοκυριά (βλ. Διάγραμμα VI.1), καθώς η πλειονότητα των νέων χορηγήσεων προς επιχειρήσεις έφερε επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος.¹

Σημαντικό μερίδιο των νέων χορηγήσεων προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (ΜΧΕ) συνδεόταν με προγράμματα στο πλαίσιο των σύγχρονων χρηματοδοτικών εργαλείων της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας (ΕΑΤ) και του Ομίλου της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων (ΕΤΕΠ) ή του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF). Ως εκ τούτου, οι τελικοί όροι δανεισμού των εγχώριων επιχειρήσεων (ιδίως αυτών μικρομεσαίου μεγέθους) είναι πιο βελτιωμένοι από ό,τι καταγράφεται στη στατιστική σειρά των επιτοκίων.

Διάγραμμα VI.1 Επιτόκιο νέων δανείων προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και νέων στεγαστικών δανείων προς νοικοκυριά (Ιανουάριος 2021-Απρίλιος 2025)



Στο τέλος του α' τετραμήνου του 2025 ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της χρηματοδότησης προς τις ΜΧΕ διαμορφώθηκε στο υψηλότερο επίπεδο που έχει παρατηρηθεί από τις αρχές του 2009. Την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου του 2025 η μέση μηνιαία καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης προς ΜΧΕ ήταν πολλαπλάσια αυτής του α' τετραμήνου του 2024. Το μέσο μηνιαίο υπόλοιπο της τραπεζικής χρηματοδότησης χωρίς καθορισμένη διάρκεια επίσης αυξήθηκε. Αντίθετα, η μέση μηνιαία ακαθάριστη ροή τραπεζικών δανείων καθορισμένης διάρκειας προς τις ΜΧΕ ήταν ασθενέστερη.

Ο ρυθμός ανόδου των καταναλωτικών δανείων το α' τετράμηνο του 2025 σημείωσε μικρή επιβράδυνση. Αντίθετα, ο ρυθμός συρρίκνωσης των στεγαστικών δανείων περιορίστηκε. Εξάλλου, η μέση μηνιαία ακαθάριστη ροή τόσο των καταναλωτικών δανείων καθορισμένης διάρκειας όσο και των στεγαστικών αυξήθηκε έναντι του ίδιου διαστήματος του 2024.

Κατά τους τέσσερις πρώτους μήνες του 2025 το απόθεμα των καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα κατέγραψε σωρευτική υποχώρηση, η οποία ήταν εντονότερη σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο πέρυσι. Η διατήρηση των επιτοκίων καταθέσεων σε χαμηλά επίπεδα (τόσο σε ονομαστικούς όσο και σε πραγματικούς όρους) ενθάρρυνε τη μετατόπιση σημαντικού

¹ Το κεφάλαιο ενσωματώνει πληροφορίες και στοιχεία που ήταν διαθέσιμα μέχρι τις 6.6.2025.

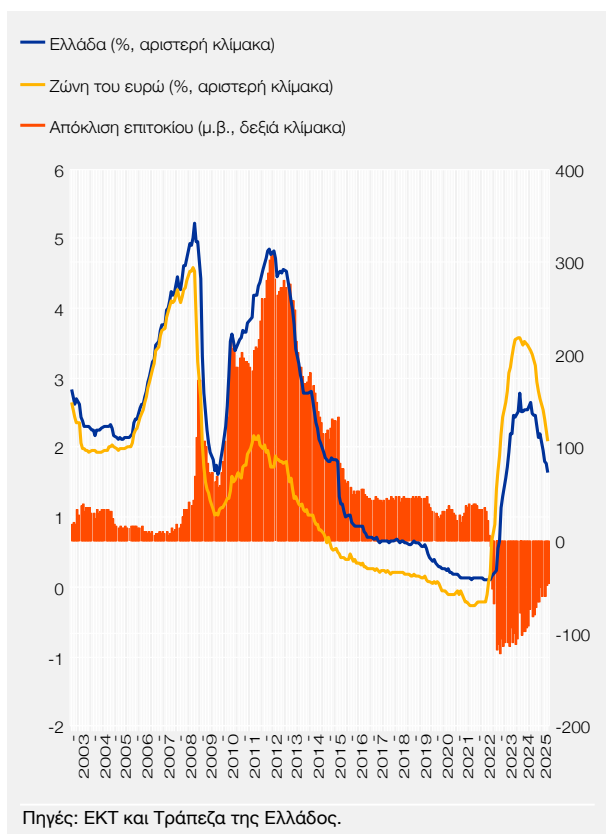
ύψους διαθεσίμων προς άλλες αποταμιευτικές επιλογές, οι οποίες προσφέρουν καλύτερες αποδόσεις.

Το 2024 και το α' τρίμηνο του 2025 συνεχίστηκαν οι αναβαθμίσεις του αξιόχρεου των τραπεζών, εξέλιξη που αντανάκλα τη βελτίωση των θεμελιωδών μεγεθών τους, την ενίσχυση του πλαισίου μακροπροληπτικής πολιτικής και τις θετικές επιδράσεις από τις αναβαθμίσεις της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης. Ως αποτέλεσμα, οι βέλτιστες αξιολογήσεις των τραπεζών βρίσκονται πλέον εντός της επενδυτικής κατηγορίας. Αναφορικά με τα θεμελιώδη μεγέθη των τραπεζών, η κερδοφορία και οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας σημείωσαν περαιτέρω βελτίωση το 2024, η οποία συνεχίστηκε το α' τρίμηνο του τρέχοντος έτους, ωστόσο σε μικρότερο βαθμό, ενώ οι δείκτες ρευστότητας διατηρήθηκαν σε υψηλά επίπεδα. Ο δείκτης μη εξυπηρετούμενων δανείων σε ατομική βάση το 2024 έφθασε σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα για το ελληνικό τραπεζικό σύστημα, συγκλίνοντας σημαντικά προς τον ευρωπαϊκό μέσο όρο. Η βελτίωση στα θεμελιώδη μεγέθη και η συνέχιση των αναβαθμίσεων του αξιόχρεου παρέχουν στήριξη στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα εν μέσω αυξημένων προκλήσεων στο εξωτερικό περιβάλλον που συνδέονται με την επιδείνωση των παγκόσμιων οικονομικών συνθηκών και τις μειώσεις στα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ.

1 ΤΡΑΠΕΖΙΚΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ

Τα επιτόκια καταθέσεων προθεσμίας τους τέσσερις πρώτους μήνες του τρέχοντος έτους διατήρησαν την πτωτική πορεία που ακολουθούσαν κατά τη διάρκεια του 2024, σε συνέπεια με τις μειώσεις των επιτοκίων πολιτικής του Ευρωσυστήματος.

Διάγραμμα VI.2 Επιτόκιο καταθέσεων προθεσμίας έως 1 έτος και απόκλιση επιτοκίου μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ (Ιανουάριος 2003-Απρίλιος 2025)



Αναλυτικότερα, το μεσοσταθμικό επιτόκιο των καταθέσεων προθεσμίας για τα νοικοκυριά διαμορφώθηκε σε 1,5% κατά μέσο όρο το α' τετράμηνο του 2025 (α' τετράμηνο 2024: 1,8%) και το αντίστοιχο επιτόκιο για τις ΜΧΕ διαμορφώθηκε σε 2,2% (α' τετράμηνο 2024: 3,2%). Η μείωση των επιτοκίων καταθέσεων προθεσμίας των νοικοκυριών υπήρξε πιο συγκρατημένη, εξέλιξη που θα συμβάλει στον περιορισμό των μετακινήσεων αποταμιευτικών κεφαλαίων προς εναλλακτικές τοποθετήσεις, δεδομένου ότι οι καταθέσεις των νοικοκυριών αντιπροσωπεύουν μεγάλο μερίδιο (περίπου 75%) στο σύνολο των καταθέσεων λιανικής. Τα επιτόκια στις καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας (λογαριασμοί τρεχούμενοι, όψεως και ταμειυτηρίου) παρέμειναν αμετάβλητα για τα νοικοκυριά (0,03%), αλλά κινήθηκαν σε οριακά χαμηλότερο επίπεδο για τις ΜΧΕ (0,14%).

Σε σύγκριση με τη ζώνη του ευρώ, τα επιτόκια προθεσμιακών καταθέσεων στην Ελλάδα από τα μέσα του 2022 διαμορφώνονται σε χαμηλότερο επίπεδο. Στη σημαντικότερη σε όρους όγκου κατηγορία, τις καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος, το επιτόκιο στην Ελλάδα το α' τετράμηνο του 2025 ήταν κατά 53 μονάδες βάσης χαμηλότερο έναντι του αντίστοιχου ευρωπαϊκού μέσου όρου (2,3%), από

98 μονάδες βάσης διαφοράς το α' τετράμηνο του 2024 (βλ. Διάγραμμα VI.2).

Το κόστος τραπεζικού δανεισμού των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών εν γένει υποχώρησε το τρέχον έτος (βλ. Διάγραμμα VI.3), σε συνέχεια με την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος. Το κόστος τραπεζικού δανεισμού των επιχειρήσεων μειώθηκε κατά ελαφρώς περισσότερο, καθώς η πλειονότητα των νέων χορηγήσεων έφερε επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος. Ως εκ τούτου, το μεσοσταθμικό επιτόκιο τραπεζικού δανεισμού των ΜΧΕ διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο το α' τετράμηνο του 2025 σε 4,5%, περίπου κατά 140 μονάδες βάσης χαμηλότερα έναντι της μέσης τιμής του α' τετραμήνου ένα έτος νωρίτερα (βλ. Διάγραμμα VI.3).

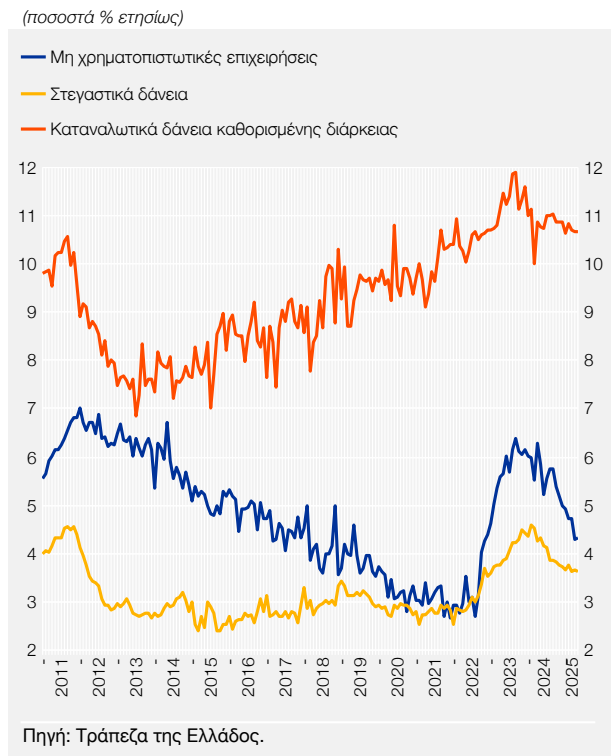
Εξίσου αξιόλογη ήταν η υποχώρηση των επιτοκίων στα δάνεια μη καθορισμένης διάρκειας, τα οποία αφορούσαν σχεδόν αποκλειστικά αλληλόχρεους λογαριασμούς, και στα δάνεια τακτής λήξης. Ειδικότερα, στα δάνεια μη καθορισμένης διάρκειας το μεσοσταθμικό επιτόκιο υποχώρησε σε 5,2% κατά μέσο όρο το α' τετράμηνο του 2025, κατά 154 μονάδες βάσης χαμηλότερα έναντι της μέσης τιμής του α' τετραμήνου του 2024 (αλληλόχρεοι λογαριασμοί: 5,2%, υπεραναλήψεις από λογαριασμούς όψεως: 5,5%). Το αντίστοιχο επιτόκιο στα δάνεια τακτής λήξης διαμορφώθηκε σε 4,4%, κατά 140 μονάδες βάσης χαμηλότερα έναντι του α' τετραμήνου του 2024.

Μεταξύ των επιμέρους κατηγοριών δανείων τακτής λήξης στις ΜΧΕ, σχετικά μεγαλύτερη υποχώρηση κατέγραψαν τα επιτόκια στα δάνεια άνω του 1 εκατ. ευρώ. Αναλυτικότερα, το μεσοσταθμικό επιτόκιο δανεισμού διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο το α' τετράμηνο του 2025 σε: (α) 5,4% στα δάνεια έως 250.000 ευρώ (α' τετράμηνο 2024: 5,7%), (β) 4,8% στα δάνεια μεταξύ 250.000 ευρώ και 1 εκατ. ευρώ (α' τετράμηνο 2024: 6,1%) και (γ) 4,3% στα δάνεια άνω του 1 εκατ. ευρώ (α' τετράμηνο 2024: 5,7%). Το μερίδιο των νέων δανείων άνω του 1 εκατ. ευρώ διαμορφώθηκε σε 83% της ακαθάριστης ροής των επιχειρηματικών δανείων με τακτή λήξη κατά την επισκοπούμενη περίοδο του 2025 (έναντι περίπου 90% το 2024).

Το μεσοσταθμικό επιτόκιο στα δάνεια προς μικρομεσαίες επιχειρήσεις, που αντιπροσώπευαν το 35% της ακαθάριστης ροής επιχειρηματικών δανείων με τακτή λήξη το α' τετράμηνο του 2025, παρέμεινε σε επίπεδο ελαφρώς υψηλότερο έναντι του μεσοσταθμικού επιτοκίου για το σύνολο των επιχειρήσεων. Ειδικότερα, το μεσοσταθμικό επιτόκιο διαμορφώθηκε το α' τετράμηνο του 2025 κατά μέσο όρο σε 4,7% στα δάνεια τακτής λήξης και σε 5,6% στα δάνεια μη καθορισμένης διάρκειας, δηλ. πάνω από 130 μονάδες βάσης χαμηλότερα από τα αντίστοιχα για το α' τετράμηνο του 2024.

Και το τρέχον έτος σημαντικό μερίδιο των νέων χορηγήσεων προς ΜΧΕ συνδεόταν με προγράμματα στο πλαίσιο των σύγχρονων χρηματοδοτικών εργαλείων ή του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF), με συνέπεια οι τελικοί όροι δανεισμού των εγχώριων επιχειρήσεων να είναι πιο βελτιωμένοι από ό,τι καταγράφεται στη στατιστική σειρά των επιτοκίων. Ειδικότερα, το α' τετράμηνο του τρέχοντος έτους, 17% των νέων χορηγήσεων προς ΜΧΕ

Διάγραμμα VI.3 Επιτόκιο νέων τραπεζικών επιχειρηματικών, στεγαστικών και καταναλωτικών δανείων
(Ιανουάριος 2011-Απρίλιος 2025)



υποστηρίχθηκε από χρηματοδοτικά εργαλεία και 13% από δάνεια του Μηχανισμού. Περισσότερο ευνοημένες υπήρξαν οι επιχειρήσεις μικρομεσαίου μεγέθους, των οποίων το μερίδιο στις νέες χορηγήσεις που συνδεόνταν με χρηματοδοτικά εργαλεία ή δάνεια του Μηχανισμού υπερέβη το 40%.

Όσον αφορά τα νοικοκυριά, η ενσωμάτωση των μειώσεων των επιτοκίων πολιτικής στα επιτόκια τραπεζικών χορηγήσεων υπήρξε πιο περιορισμένη από ό,τι για τις επιχειρήσεις, καθώς μεγαλύτερο μερίδιο των νέων δανείων συνδεόταν με χρηματοδοτήσεις σταθερού επιτοκίου. Το μεσοσταθμικό επιτόκιο τραπεζικού δανεισμού του τομέα των νοικοκυριών διαμορφώθηκε σε 5,8% κατά μέσο όρο το α' τετράμηνο του 2025, έναντι 6,3% την ίδια περίοδο ένα έτος νωρίτερα.

Μεταξύ των επιμέρους κατηγοριών, αξιολογες ήταν οι μειώσεις που σημειώθηκαν στα επιτόκια στεγαστικών δανείων, ιδίως στην κατηγορία κυμαινόμενου επιτοκίου. Το μεσοσταθμικό επιτόκιο των στεγαστικών δανείων (βλ. Διάγραμμα VI.3) διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο το α' τετράμηνο του 2025 σε 3,7%, κατά 75 μονάδες βάσης χαμηλότερα έναντι του α' τετραμήνου του 2024. Όπως και στην περίπτωση της επιχειρηματικής πίστης, μέρος των στεγαστικών δανειοδοτήσεων των νοικοκυριών χορηγήθηκε με βελτιωμένους όρους δανεισμού έναντι των συνήθων στεγαστικών δανείων των τραπεζών, γεγονός που δεν αντικατοπτρίζεται στις σειρές επιτοκίων που χρησιμοποιούνται στο παρόν κεφάλαιο. Εκτιμάται ότι το τετράμηνο Ιανουαρίου-Απριλίου του τρέχοντος έτους 10% των νέων συμβάσεων στεγαστικής πίστης, αξίας περίπου 50 εκατ. ευρώ, συνδεόταν με συγχρηματοδοτούμενα προγράμματα της EAT για την αγορά νέων ή την αναβάθμιση υφιστάμενων κατοικιών.

Όσον αφορά τα καταναλωτικά δάνεια τακτής λήξης, το μεσοσταθμικό επιτόκιο, το οποίο ακολουθούσε ήπια πτωτική τάση από το δεύτερο εξάμηνο του 2023 (βλ. Διάγραμμα VI.3), σταθεροποιήθηκε το α' τετράμηνο του τρέχοντος έτους σε 10,7%. Τα καταναλωτικά δάνεια εξακολούθησαν να παρουσιάζουν ισχυρή ζήτηση και συνιστούσαν, τη διαθέσιμη περίοδο του τρέχοντος έτους, το 55% της αξίας των νέων συμβάσεων δανείων τακτής λήξης προς τα νοικοκυριά. Τέλος, το μεσοσταθμικό επιτόκιο στα καταναλωτικά δάνεια μη καθορισμένης διάρκειας, που περιλαμβάνουν, κατά σειρά μεγέθους του υφιστάμενου υπολοίπου, τις πιστωτικές κάρτες, τα ανοικτά δάνεια και τις υπερεναλήψεις από λογαριασμούς όψεως, υποχώρησε σε 14,8% (α' τετράμηνο 2024: 15%).

Σε πραγματικούς *ex post* όρους, τα μεσοσταθμικά επιτόκια των τραπεζικών δανείων διατήρησαν την πτωτική τάση που ακολουθούν από τα μέσα του προηγούμενου έτους. Το μέσο πραγματικό επιτόκιο τραπεζικών δανείων για τις ΜΧΕ διαμορφώθηκε σε 1,5%, έναντι 2,7% το α' τετράμηνο του προηγούμενου έτους. Ομοίως, το μέσο πραγματικό επιτόκιο τραπεζικών δανείων για τα νοικοκυριά διαμορφώθηκε σε 2,8%, έναντι 3,2%.

Το τρέχον έτος συνεχίστηκε η αποκλιμάκωση του περιθωρίου επιτοκίου, δηλ. της διαφοράς μεταξύ του μεσοσταθμικού επιτοκίου δανείων και του μεσοσταθμικού επιτοκίου καταθέσεων. Κατά μέσο όρο το α' τετράμηνο διαμορφώθηκε σε 4,5%, έναντι 5,5% το α' τετράμηνο του 2024 και μέγιστης τιμής 5,9% τον Αύγουστο του 2023. Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλαν η βελτίωση της ποιότητας του χαρτοφυλακίου των εγχώριων πιστωτικών ιδρυμάτων και οι πολύ καλές συνθήκες ρευστότητας που αντιμετωπίζουν.

Το 2025 προσδοκείται περαιτέρω ελάφρυνση στο κόστος τραπεζικού δανεισμού του εγχώριου ιδιωτικού τομέα, χάρη στη μετακύλιση των μειώσεων των επιτοκίων πολιτικής του Ευρωσυστήματος στα τραπεζικά επιτόκια, στη θετική συμβολή των θεμελιωδών μεγεθών των εγχώριων τράπεζων και στις ευνοϊκές προοπτικές της ελληνικής οικονομίας. Περαιτέρω ελάφρυνση στο κόστος δανεισμού αναμένεται από τη χορήγηση δανείων συγχρηματοδότησης ή εγγυοδοσίας στο πλαίσιο των σύγχρονων χρηματοδοτικών εργαλείων, συμπεριλαμβανομένου του προγράμματος “Σπίτι μου”, ή στο πλαίσιο του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας.

2 ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΠΙΣΤΗ

Τον Απρίλιο του 2025 ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της χρηματοδότησης προς τις ΜΧΕ επιταχύνθηκε σε 17,2% – το υψηλότερο επίπεδο που έχει παρατηρηθεί μετά το Φεβρουάριο του 2009 – από 13,8% το Δεκέμβριο του 2024 (Απρίλιος 2024: 6,9%, βλ. Διάγραμμα VI.4). Την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2025 η μέση μηνιαία καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης προς ΜΧΕ ήταν 562 εκατ. ευρώ, σε σύγκριση με -4 εκατ. ευρώ το ίδιο διάστημα του 2024. Από την άλλη πλευρά, η μέση μηνιαία ακαθάριστη ροή τραπεζικών δανείων καθορισμένης διάρκειας (δηλαδή τακτής λήξης) προς τις ΜΧΕ το α' τετράμηνο του 2025 διαμορφώθηκε σε 1,2 δισεκ. ευρώ, έναντι 1,5 δισεκ. ευρώ το α' τετράμηνο του 2024.² Τα δάνεια προς μεγάλες επιχειρήσεις αποτελούσαν το 65% της συνολικής ακαθάριστης ροής προς τις ΜΧΕ – μερίδιο μειωμένο έναντι του 2024 (α' τετράμηνο 2024: 71%).

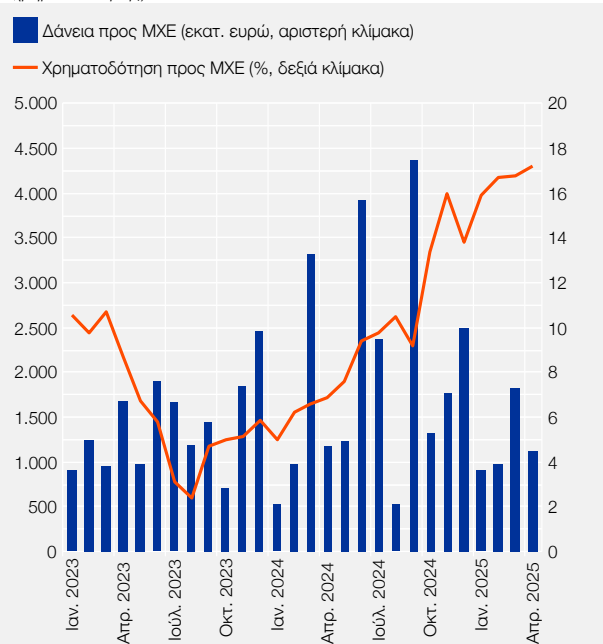
Το μέσο μηνιαίο υπόλοιπο της τραπεζικής χρηματοδότησης χωρίς καθορισμένη διάρκεια (δηλ. των πιστωτικών γραμμών και άλλων διευκολύνσεων των οποίων έχουν κάνει χρήση οι ΜΧΕ), αυξήθηκε κατά 15,9% το α' τετράμηνο του 2025 σε σύγκριση με το ίδιο τετράμηνο του 2024.

Η επιτάχυνση του ετήσιου ρυθμού της τραπεζικής πιστωτικής επέκτασης προς τις ΜΧΕ το τετράμηνο Ιανουαρίου-Απριλίου 2025 αντικατοπτρίζει την ενίσχυση της ζήτησης χορηγήσεων λόγω της μείωσης των τραπεζικών επιτοκίων δανεισμού και της θετικής εξέλιξης της οικονομικής δραστηριότητας. Από την πλευρά της προσφοράς, η ρευστότητα των ελληνικών τραπεζών διατηρήθηκε σε επίπεδα που ευνοούν την απρόσκοπτη παροχή πιστώσεων προς την οικονομία. Τα ελληνικά πιστωτικά ιδρύματα συγκέντρωσαν σημαντικά κεφάλαια κυρίως από τη διατραπεζική αγορά του εξωτερικού και, σε μικρό βαθμό, μέσω έκδοσης ομολόγων, ενώ η χρηματοδότηση από το Ευρωσύστημα έμεινε αμετάβλητη. Αντίθετα, η σωρευτική καθαρή ροή καταθέσεων λιανικής ήταν αρνητική το α' τετράμηνο του 2025.

Τα πιστωτικά ιδρύματα συγχρηματοδοτούν κάποιες πιστώσεις, όπως για μεγάλα έργα, μαζί με τον Όμιλο ΕΤΕπ, τον RRF και την ΕΑΤ (στην περίπτωση των νοικοκυριών, μέσω του προγράμματος “Σπίτι μου II”) (βλ. σχετικά στοιχεία στην Ενότητα 1). Το μέρος της χρηματοδότησης που προέρχεται από τους εν λόγω οργανισμούς (δηλαδή η συνεισφορά τους στο συνολικό δάνειο) δεν περιλαμβάνεται στην πιστωτική επέκταση. Ως εκ τούτου, η πιστωτική επέκταση υποεκτιμά τη συνολική προσφορά δανειακών κεφαλαίων προς την πραγματική οικονομία. Το μέρος ωστόσο της χρηματοδότησης που προέρχεται από τις εμπορικές τράπεζες, δηλαδή η συνεισφορά των εμπορικών τραπεζών από τους δικούς τους πόρους στη συνολική πίστωση προς

Διάγραμμα VI.4 Τραπεζική χρηματοδότηση και δάνεια με καθορισμένη διάρκεια προς ΜΧΕ (Ιανουάριος 2023-Απρίλιος 2025)

(ακαθάριστη ροή δανείων τακτής λήξης, ¹ ετήσιος ρυθμός μεταβολής της χρηματοδότησης)

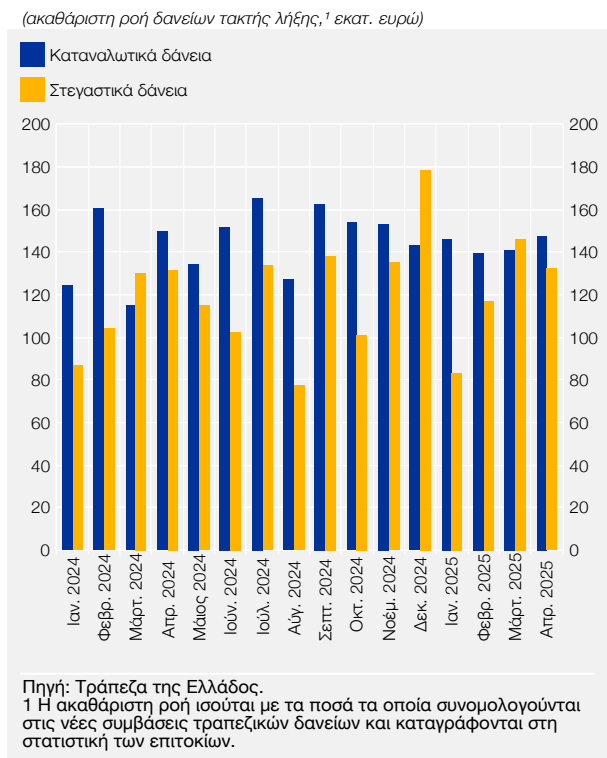


Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

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

² Το Μάρτιο του 2024 είχε καταγραφεί ιδιαίτερα υψηλή, για την εποχή, ακαθάριστη ροή δανείων (τακτής λήξης) προς τις ΜΧΕ, ύψους 3,3 δισεκ. ευρώ, ενισχυμένη από μεγάλα ποσά κοινοπρακτικών δανείων. Για το μεγαλύτερο από αυτά τα δανειακά ποσά, η εν λόγω δανειακή σύμβαση υπογράφηκε μεν το Μάρτιο του 2024 και επομένως καταγράφηκε στη μηνιαία ακαθάριστη ροή, αλλά δεν εκταμιεύθηκε τον ίδιο μήνα (ούτε και τον επόμενο) και επομένως δεν καταγράφηκε στη μηνιαία καθαρή ροή. Αυτή η υψηλή μηνιαία παρατήρηση εξηγεί τη διαφοροποίηση μεταξύ καθαρής και ακαθάριστης ροής στη σύγκριση των μέσων όρων τετραμήνου για το 2024-2025.

Διάγραμμα VI.5 Τραπεζικά δάνεια με καθορισμένη διάρκεια προς νοικοκυριά (Ιανουάριος 2024-Απρίλιος 2025)



τον τελικό δανειολήπτη, περιλαμβάνεται στην πιστωτική επέκταση.³

Ο ρυθμός μεταβολής του υπολοίπου των τραπεζικών πιστώσεων προς τα νοικοκυριά διαμορφώθηκε οριακά αρνητικός το α' τετράμηνο του 2025. Ο ρυθμός ανόδου των καταναλωτικών δανείων το α' τετράμηνο του 2025 σημείωσε μικρή επιβράδυνση (Απρίλιος: 5,4%). Αντίθετα, ο ρυθμός συρρίκνωσης των στεγαστικών δανείων περιορίστηκε (Απρίλιος: -2,2%). Η μέση μηνιαία ακαθάριστη ροή τόσο των καταναλωτικών δανείων καθορισμένης διάρκειας όσο και των στεγαστικών αυξήθηκε το α' τετράμηνο του 2025 έναντι του ίδιου διαστήματος του 2024 (καταναλωτικά δάνεια: 143 εκατ. ευρώ, έναντι 137 εκατ. ευρώ, στεγαστικά δάνεια: 120 εκατ. ευρώ, έναντι 113 εκατ. ευρώ, βλ. Διάγραμμα VI.5).

Η ετήσια μείωση των τραπεζικών επιτοκίων για στεγαστικά δάνεια συμβάλλει θετικά στη ζήτηση πιστώσεων, η οποία ενισχύεται και από την άνοδο του δείκτη τιμών των κατοικιών. Τα προγράμματα "Σπίτι μου II" και "Αναβαθμίζω το Σπίτι μου" επίσης στηρίζουν τη χορήγηση στεγαστικών δανείων από τις εγχώριες τράπεζες.

Ως προς τη μελλοντική πορεία, η αναμενόμενη άνοδος του ΑΕΠ το 2025 πρόκειται να συνεχίσει να στηρίζει τον ετήσιο ρυθμό μεταβολής των τραπεζικών πιστώσεων προς τις ΜΧΕ. Εξάλλου, το χαμηλότερο επίπεδο των επιτοκίων στα τραπεζικά δάνεια θα ασκήσει θετικές επιδράσεις στην πιστωτική επέκταση. Η απορρόφηση δανειακών πόρων στο πλαίσιο του RRF αναμένεται να είναι υψηλότερη το 2025-2026, συμβάλλοντας στην ενίσχυση της χρηματοδότησης προς τις ΜΧΕ, καθώς (α) ήδη έχουν συμβασιοποιηθεί αρκετά δάνεια, τα οποία επίκειται να εκταμιευθούν, και (β) αναμένονται νέες υπογραφές συμβάσεων, εν όψει και του τέλους του ορίζοντα του προγράμματος (το 2026 όσον αφορά τις συμβάσεις). Τέλος, τη χορήγηση νέων πιστώσεων από τις τράπεζες θα υποβοηθήσουν τα προγράμματα του Ομίλου ΕΤΕπ που εντάσσονται στο πλαίσιο του ΕΣΠΑ (2021-2027), καθώς και τα προγράμματα της ΕΑΤ.

³ Ομοίως περιλαμβάνονται στην πιστωτική επέκταση δάνεια των εμπορικών τραπεζών προς την πραγματική οικονομία τα οποία έχουν καλύψει με εγγύησή τους η ΕΑΤ ή ο Όμιλος ΕΤΕπ.

Πλαίσιο VI.1

ΤΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΗΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΚΑΤΑ ΤΟ 2024 ΑΠΟ ΤΗ ΒΑΣΗ ΑΝΑΛΥΤΙΚΩΝ ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ ANACREDIT

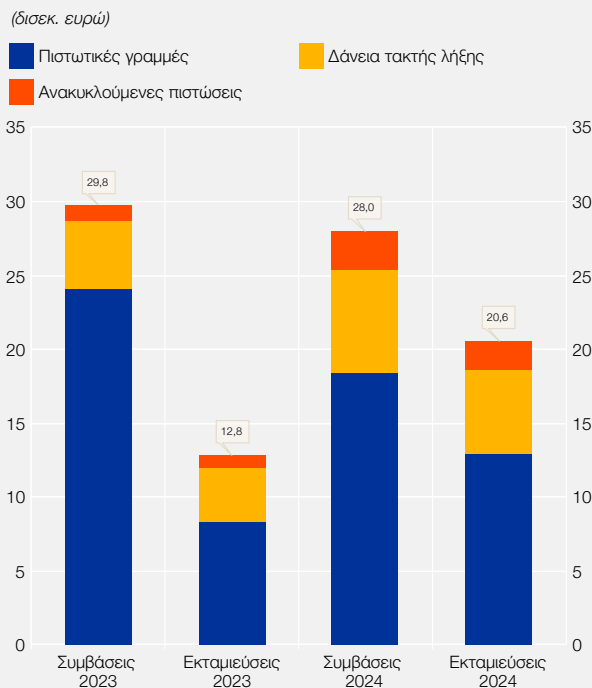
Το παρόν πλαίσιο αναδεικνύει τα βασικά χαρακτηριστικά του χαρτοφυλακίου νέων τραπεζικών επιχειρηματικών δανείων που χορηγήθηκαν κατά το 2024, όπως καταγράφονται στη στατιστική βάση αναλυτικών πιστωτικών δεδομένων AnaCredit, η οποία περιλαμβάνει μικροδεδομένα για τραπεζικές χρηματοδοτήσεις προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (ΜΧΕ) ελάχιστου συνολικού ύψους 5.000 ευρώ ανά οφειλέτη και ανά πιστωτικό ίδρυμα. Σύμφωνα με τα στοιχεία της στατιστικής βάσης, στη διάρκεια του 2024 η τραπεζική χρηματοδότηση των ΜΧΕ

ενισχύθηκε έναντι του 2023 και οι όροι δανεισμού βελτιώθηκαν σε συνέπεια με την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος.

Υπόλοιπα δανείων¹

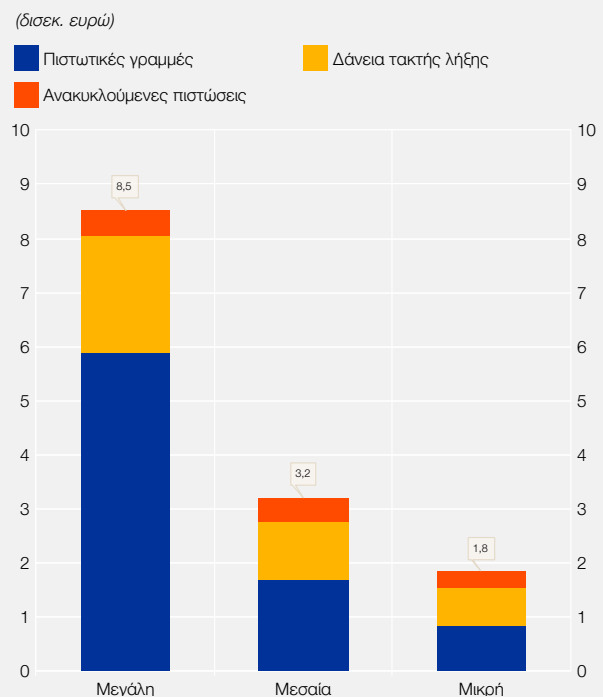
Η αξία των νέων συμβάσεων επιχειρηματικών πιστώσεων που συνήφθησαν κατά το 2024 ανήλθε σε 28 δισεκ. ευρώ, ελαφρώς μειωμένη έναντι του 2023.² Ωστόσο, οι οφειλές των ΜΧΕ προς τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα που αντιστοιχούσαν στις εν λόγω συμβάσεις, δηλ. η αξία των δανείων που όχι απλώς συνομολογήθηκαν αλλά και εκταμιεύθηκαν το έτος αυτό, ενισχύθηκαν σημαντικά σε 20,6 δισεκ. ευρώ, από 12,8 δισεκ. ευρώ ένα έτος νωρίτερα (βλ. Διάγραμμα Α).

Διάγραμμα Α Συμβάσεις και εκταμιεύσεις νέων δανείων προς ΜΧΕ



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Διάγραμμα Β Εκταμιεύσεις νέων δανείων προς ΜΧΕ ανά μέγεθος επιχείρησης, 2024



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Μεταξύ των επιμέρους κατηγοριών πιστωτικών προϊόντων, μεγαλύτερο μερίδιο ως προς την αξία των εκταμιευμένων νέων δανείων (62%) αντιστοιχούσε σε “πιστωτικές γραμμές”,³ οι οποίες κατά βάση αφορούν δάνεια τακτής λήξης τμηματικών εκταμιεύσεων επί μια περίοδο που δύναται να υπερβαίνει το ένα έτος. Ακολουθούν, με μερίδιο 28%, τα δάνεια τακτής λήξης, που στην πράξη περιλαμβάνουν δάνεια καθορισμένης διάρκειας εκταμιευόμενα εφάπαξ, και τέλος, με μερίδιο περίπου 9%, οι ανακυκλούμενες πιστώσεις, δηλ. οι πιστώσεις που παρέχουν στο δανειολήπτη τη δυνατότητα επαναλαμβανόμενων αναλήψεων. Οι τρεις αυτές κατηγορίες κάλυψαν σχεδόν το σύνολο των εκταμιεύσεων νέων τραπεζικών δανείων προς τις εγχώριες μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις για το 2024, με τις εναπομένουσες μορφές δανεισμού (πιστωτικές κάρτες, υπεραναλήψεις, χρηματο-

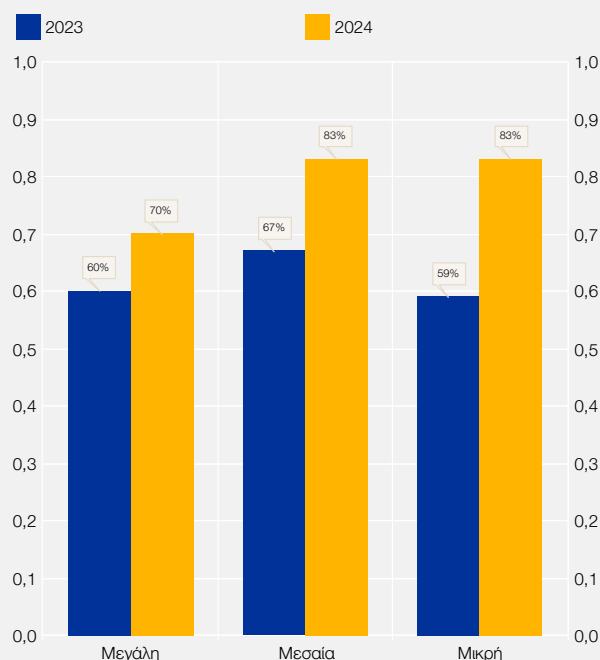
- 1 Στα αναγραφόμενα ποσά περιλαμβάνονται οι εντός ισολογισμού απαιτήσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων από εγχώριες ΜΧΕ, όπως καταγράφηκαν στη στατιστική βάση για το μήνα αναφοράς Φεβρουάριο του 2025. Δεν περιλαμβάνονται δανειακές υποχρεώσεις των ΜΧΕ προς τρίτους εκτός τραπεζών (π.χ. εταιρίες διαχείρισης απαιτήσεων, Δημόσιο κ.ά.).
- 2 Τα ποσά ελαφρώς υποεκτιμούν τη συνολικά αξία των νέων συμβάσεων, καθώς στη στατιστική βάση περιλαμβάνεται μόνον περίπου το 90% του πληθυσμού των συμβάσεων επιχειρηματικών δανείων για τα έτη υπό εξέταση.
- 3 Πρόκειται για πιστώσεις τακτής λήξης στις οποίες η οφειλέτρια επιχείρηση δύναται να αντλήσει ή να εξοφλήσει χρηματοδότηση μέχρι ένα προεγκεκριμένο πιστωτικό όριο, χωρίς η πίστωση να έχει μορφή ανακυκλούμενης πίστωσης, πιστωτικής κάρτας ή υπερανάληψης.

Διάγραμμα Γ Μερίδια νέων δανείων προς ΜΧΕ ανά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας, 2024

(ποσοστά % του συνόλου)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Διάγραμμα Δ Ποσοστό της αξίας συμβάσεων νέων δανείων προς ΜΧΕ που εκταμιεύθηκαν εντός του έτους ανά μέγεθος επιχείρησης

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

δότηση με εκχώρηση εμπορικών απαιτήσεων κ.ά.) να αναλογούν σε λιγότερο από 1% της αξίας των εκταμιευμένων νέων δανείων κατά το 2024.

Από τη συνολική αξία των εκταμιευμένων νέων δανείων, το μεγαλύτερο μερίδιο (δάνεια ύψους 8,5 δισεκ. ευρώ) κατευθύνθηκε σε επιχειρήσεις μεγάλου μεγέθους⁴ (βλ. Διάγραμμα Β). Οι μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις και οι μικρές επιχειρήσεις έλαβαν 3,2 δισεκ. ευρώ και 1,8 δισεκ. ευρώ αντιστοίχως. Σημαντικό ύψος χρηματοδοτικών πόρων (αξίας περίπου 3 δισεκ. ευρώ) αφορούσε επιχειρήσεις που συστάθηκαν εντός του 2024 για τις οποίες δεν υπήρχαν έως το μήνα αναφοράς (Φεβρουάριο 2025) δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία ή αριθμός εργαζομένων προκειμένου για την κατά μέγεθος ταξινόμησή τους.⁵ Επιπρόσθετα, αξιόλογο ύψος δανείων συνδεόταν με εταιρίες οι οποίες ταξινομούνται μεν στις πολύ μικρού μεγέθους επιχειρήσεις, δεν είναι ωστόσο αντιπροσωπευτικές της τυπικής πολύ μικρής επιχείρησης. Οι μη αντιπροσωπευτικές αυτές επιχειρήσεις, λόγω της φύσης της δραστηριότητάς τους, απασχολούν μικρό αριθμό εργαζομένων (π.χ. εταιρίες holding) ή παρουσιάζουν πολύ χαμηλό κύκλο εργασιών. Όσον αφορά το πλήθος δανείων, πάνω από το ήμισυ αναλογούσε στις πολύ μικρές επιχειρήσεις, το οποίο εύλογα αποδίδεται στο μεγάλο αριθμό επιχειρήσεων που ανήκουν σε αυτήν την κατηγορία και στα κατά κανόνα μικρότερου μεγέθους δάνεια που λαμβάνουν.

Σύμφωνα με τα στοιχεία της στατιστικής βάσης, οι νέες δανειακές συμβάσεις που συνήφθησαν με ΜΧΕ κατά το 2024 αφορούσαν κυρίως επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στον κλάδο της βιομηχανίας και μεταποίησης και στην παραγωγή ηλεκτρισμού ή εκμετάλλευση ανανεώσιμων πηγών ενέργειας. Ειδικότερα, σε όρους αξίας δανειακών συμβάσεων: 21% συνδεόταν με επιχειρήσεις βιομηχανίας και μεταποίησης, 20% ηλεκτρισμού, φυσικού αερίου, νερού και λυμάτων, 12% χονδρικού και λιανικού εμπορίου, 12% μεταφορών και αποθήκευσης και 10% καταλυμάτων και εστίασης (βλ. Διάγραμμα Γ).

Η κάλυψη αναγκών κεφαλαίου κίνησης αναλογούσε σε 45% της αξίας των εκταμιεύσεων, με τις μικρές επιχειρήσεις να εμφανίζουν ελαφρώς υψηλότερες ανάγκες για κεφάλαιο κίνησης αναλογικά με το σύνολο της δανειοδότησής τους.

4 Για τον ορισμό του μεγέθους των επιχειρήσεων, βλ. Σύσταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής 2003/361/ΕΚ.

5 Οι χορηγήσεις αυτές αφορούσαν κυρίως μεμονωμένες μεγάλες συναλλαγές απλών και κοινοπρακτικών δανείων.

Κατά το 2024, το ποσοστό της αξίας των συναφθεισών νέων συμβάσεων οι οποίες ακολούθως εκταμιεύθηκαν εντός του έτους αυξήθηκε σημαντικά έναντι του 2023, ανεξαρτήτως μεγέθους επιχείρησης (βλ. Διάγραμμα Δ). Οι εκταμιεύσεις ως ποσοστό της αξίας των αναλογουσών συμβάσεων παρέχουν χρήσιμη πληροφόρηση για την πιστωτική επέκταση στο μέλλον, καθώς όσο μικρότερο είναι αυτό το ποσοστό, τόσο μεγαλύτερο το ποσό που αναμένεται να εκταμιευθεί κατά τα επόμενα έτη. Κατά το 2024, οι εκταμιεύσεις ως ποσοστό της αξίας των συμβάσεων ανήλθαν σε ή και υπερέβησαν το 70% σε όλες τις κατηγορίες μεγέθους επιχειρήσεων. Ελαφρώς μικρότερο ποσοστό παρατηρήθηκε στις επιχειρήσεις μεγάλου μεγέθους, η χρηματοδότηση των οποίων κατά κανόνα συνδέεται με δάνεια επενδυτικού σκοπού, μεγάλου ύψους και τμηματικών εκταμιεύσεων. Σε σύγκριση με το 2023, τα ποσοστά ήταν σημαντικά υψηλότερα σε όλες τις κατηγορίες μεγέθους των επιχειρήσεων. Στην εξέλιξη αυτή εκτιμάται ότι συνέβαλε το γεγονός πως κατά το 2023 είχε συνομολογηθεί αξιόλογος αριθμός δανειακών συμβάσεων στο πλαίσιο του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, οι οποίες χαρακτηρίζονται από σταδιακές εκταμιεύσεις ανάλογα με την πρόοδο των χρηματοδοτούμενων επενδυτικών σχεδίων.

Ονομαστικό επιτόκιο δανείων

Το κόστος τραπεζικού δανεισμού των εγχώριων ΜΧΕ μειώθηκε κατά τη διάρκεια του 2024, σε συνέπεια με τις μειώσεις των επιτοκίων νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος και των επιτοκίων της διατραπεζικής αγοράς του ευρώ. Σε αυτό συνέβαλε και το γεγονός ότι σχεδόν το σύνολο των νέων συμβάσεων αφορούσε δάνεια σε ευρώ, καθώς και ότι η πλειονότητα των νέων συμβάσεων συνδεόταν με κυμαινόμενο επιτόκιο. Ειδικότερα, η διάμεσος της κατανομής των επιτοκίων νέων δανείων του 2024 διαμορφώθηκε σε 5,0%, έναντι διαμέσου 5,5% το 2023 (βλ. Διάγραμμα Ε). Το ενδοεταρτημοριακό εύρος της κατανομής των επιτοκίων – δηλ. το εύρος μεταξύ ελάχιστου και μέγιστου επιτοκίου δανεισμού για το ήμισυ των δανείων που χορηγήθηκαν (αφού αποκλειστεί το 25% των φθηνότερων δανείων και το 25% των ακριβότερων δανείων) – ήταν 160 μονάδες βάσης με όρια 4,3%-5,9%. Τα αντίστοιχα όρια για το 2023 ήταν 4,6%-6,8%.

Οι υψηλές τιμές επιτοκίων που καταγράφονται στην κατανομή επιτοκίων δανεισμού των ΜΧΕ αφορούν κυρίως εταιρικές πιστωτικές κάρτες, των οποίων η συμβολή στην εταιρική χρηματοδότηση είναι αμελητέα. Αν εξαιρεθούν οι πιστωτικές κάρτες, παρατηρείται ότι συνολικά η κατανομή των επιτοκίων δανεισμού των επιχειρήσεων κατά το 2024 είναι μετατοπισμένη προς τα αριστερά σε σύγκριση με το 2023, δηλ. καταγράφεται γενικευμένη μείωση των επιτοκίων χορηγήσεων το 2024 έναντι του προηγούμενου έτους. Ταυτόχρονα, σημειώνεται μικρότερη διασπορά, καθώς, εξαιρουμένων των ακραίων δεκατημορίων της κατανομής (του 10% των φθηνότερων και του 10% των ακριβότερων δανείων), το υπόλοιπο 80% των δανείων που συνομολογήθηκαν είχε επιτόκια μεταξύ 3,8% και 7,3%, έναντι 4%-8,2% κατά το 2023.

Ανά μέγεθος επιχείρησης, μικρότερα επιτόκια χορηγήσεων καταγράφηκαν στις μεγάλες επιχειρήσεις (βλ. Διάγραμμα ΣΤ). Είναι γνωστό από τη βιβλιογραφία ότι οι εν λόγω επιχειρήσεις διαθέτουν μεταξύ άλλων υψηλότερη πιστοληπτική ικανότητα συγκριτικά με τις επιχειρήσεις μικρότερου μεγέθους και μεγαλύτερη διαπραγματευτική δύναμη όσον αφορά τους όρους δανεισμού. Σύμφωνα με τα στοιχεία της στατιστικής βάσης AnaCredit, η διάμεσος του ονομαστικού επιτοκίου νέου δανεισμού το 2024 ήταν: 4,5% στις επιχειρήσεις μεγάλου μεγέθους, 4,7% στις επιχειρήσεις μεσαίου μεγέθους, 5,0% και 5,2% στις μικρές και πολύ μικρές επιχειρήσεις αντίστοιχα. Βεβαίως, στην πραγματικότητα πολλές εγχώριες επιχειρήσεις έλαβαν πιο βελτιωμένους όρους τιμολόγησης έναντι των προαναφερθέντων, λόγω της υπαγωγής τους σε προγράμματα στο πλαίσιο των σύγχρονων χρηματοδοτικών εργαλείων του Ομίλου της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων και της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας ή της δανειοδότησής τους μέσω του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF). Τα χαμηλότοκα ή και άτοκα δάνεια που συνδέονται με προγράμματα συγχρηματοδότησης των αναπτυξιακών φορέων ή του Μηχανισμού κατά το μέρος που προσφέρονται από δημόσιους πόρους δεν θεωρούνται απαίτηση των πιστωτικών ιδρυμάτων και δεν περιλαμβάνονται στα εντός ισολογισμού στοιχεία απαιτήσεων της στατιστικής βάσης δεδομένων AnaCredit.

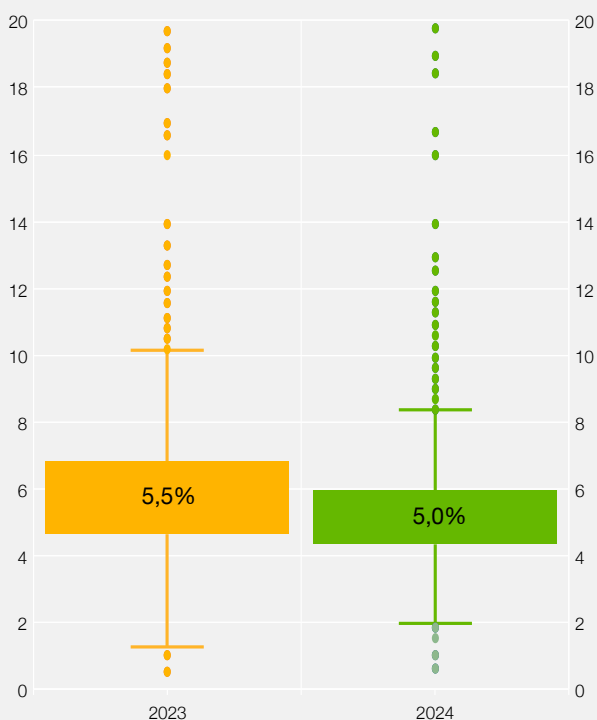
Όσον αφορά το επιτόκιο δανεισμού ανά κατηγορία προϊόντος για τις τρεις σημαντικότερες σε όρους όγκου κατηγορίες προϊόντων, υπήρξε διαφοροποίηση στην τιμολόγηση των δανείων χωρίς καθορισμένη διάρκεια έναντι των πιστωτικών γραμμών και των δανείων τακτής λήξης, πιθανώς λόγω του υψηλότερου πιστωτικού κινδύνου στα δάνεια αυτής της κατηγορίας και του αυξημένου για τις τράπεζες διαχειριστικού κόστους. Έτσι,

Διάγραμμα Ε Επιτόκια νέων δανείων προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις

(ποσοστά %)

— 2023

— 2024



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Διάγραμμα ΣΤ Επιτόκια νέων δανείων προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις ανά μέγεθος επιχείρησης

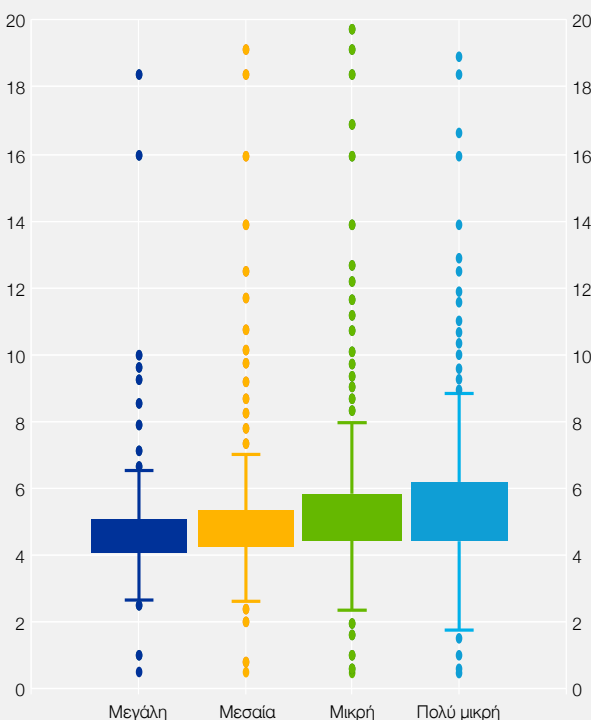
(2024, ποσοστά %)

— Μεγάλη

— Μικρή

— Μεσαία

— Πολύ μικρή



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

η διάμεσος του επιτοκίου ήταν στις πιστωτικές γραμμές 4,7% και στα δάνεια τακτής λήξης 5,3%, ενώ στις ανακυκλούμενες πιστώσεις διαμορφώθηκε κατά περίπου 80 μονάδες βάσης υψηλότερα έναντι των πιστωτικών γραμμών, σε 5,5%.

Συμπεράσματα

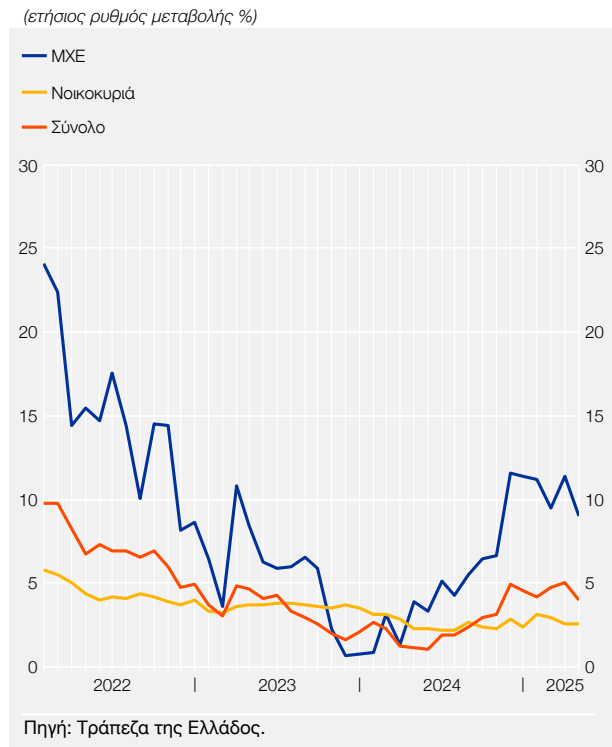
Συμπερασματικά, οι νέες χορηγήσεις προς ΜΧΕ κατά το 2024 σε σύγκριση με το 2023 ήταν ελαφρώς μειωμένες σε όρους αξίας υπογραφεισών συμβάσεων, αλλά σημαντικά υψηλότερες σε όρους αξίας εκταμιεύσεων. Περίπου το 40% της αξίας των εκταμιεύσεων κατευθύνθηκε σε επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στους κλάδους της βιομηχανίας και μεταποίησης και της παραγωγής ενέργειας. Το μεγαλύτερο μερίδιο των χρηματοδοτικών πόρων λήφθηκε από επιχειρήσεις μεγάλου μεγέθους, ενώ σχεδόν το ήμισυ των πόρων αφορούσε κάλυψη αναγκών για κεφάλαιο κίνησης. Τα επιτόκια δανεισμού των επιχειρήσεων υπήρξαν χαμηλότερα σε σύγκριση με το 2023 ανεξαρτήτως μεγέθους επιχείρησης, ενώ παράλληλα διαφαίνεται αντίστροφη σχέση μεταξύ ονομαστικού επιτοκίου δανεισμού και μεγέθους επιχείρησης.

3 ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ

Μετά από συνολική ετήσια αύξηση κατά 8,6 δισεκ. ευρώ το 2024, κατά τους τέσσερις πρώτους μήνες του 2025 το απόθεμα των καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα κατέγραψε σωρευτική υποχώρηση κατά 4,9 δισεκ. ευρώ, η οποία ήταν εντονότερη σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο πέρυσι (4,2 δισεκ. ευρώ), και το υπόλοιπο των ιδιωτικών καταθέσεων διαμορφώθηκε τον Απρίλιο του 2025 σε 198,4 δισεκ. ευρώ.

Την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2025 οι καταθέσεις των νοικοκυριών κατέγραψαν σωρευτική μείωση κατά 1,2 δισεκ. ευρώ,⁴ έναντι μείωσης κατά 1,5 δισεκ. ευρώ το ίδιο διάστημα πέρυσι. Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου⁵ των καταθέσεων αυτών επιταχύνθηκε ελαφρά σε σχέση με τα τέλη του 2024, αλλά γενικά διατηρήθηκε χαμηλός (Απρίλιος 2025: 2,6%, Δεκέμβριος 2024: 2,4%, Δεκέμβριος 2023: 3,5%, βλ. Διάγραμμα VI.6). Η εξέλιξη των καταθέσεων των νοικοκυριών είναι συνεπής με τη σημαντική επιβράδυνση της ανόδου του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών το προηγούμενο έτος. Επιπλέον, η διατήρηση του πραγματικού επιτοκίου καταθέσεων σε αρνητικό επίπεδο τα τελευταία τρία και πλέον έτη έχει ενθαρρύνει τη μετατόπιση σημαντικού ύψους αποταμιευτικών πόρων από λογαριασμούς καταθέσεων προς άλλες αποταμιευτικές επιλογές, οι οποίες προσφέρουν καλύτερες αποδόσεις. Ενδεικτικά, σύμφωνα με στοιχεία από τους χρηματοπιστωτικούς λογαριασμούς, οι καθαρές τοποθετήσεις από εγχώρια νοικοκυριά σε έντοκα γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου και σε μερίδια επενδυτικών οργανισμών⁶ το 2024 ανήλθαν σε 9 δισεκ. ευρώ περίπου.

Διάγραμμα VI.6 Καταθέσεις στις εγχώριες τράπεζες (Ιανουάριος 2022-Απρίλιος 2025)



Οι επιχειρηματικές καταθέσεις μειώθηκαν κατά 3,8 δισεκ. ευρώ τους τέσσερις πρώτους μήνες του 2025, έναντι μείωσης κατά 2,6 δισεκ. ευρώ το αντίστοιχο διάστημα του 2024, κυρίως λόγω της έντονης αρνητικής εποχικότητας που χαρακτηρίζει τις καταθέσεις αυτές στις αρχές κάθε έτους. Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου των επιχειρηματικών καταθέσεων, ο οποίος επιταχύνθηκε στη διάρκεια του 2024, διατηρήθηκε τους πρώτους μήνες του 2025 σε υψηλά επίπεδα (Απρίλιος 2025: 9,0%, Δεκέμβριος 2024: 11,4%, Δεκέμβριος 2023: 0,7%, βλ. Διάγραμμα VI.6). Η επιτάχυνση αυτή αντανάκλα τη σημαντική ενίσχυση της πιστωτικής επέκτασης προς τις ΜΧΕ το διάστημα αυτό. Εξάλλου, τα ταμειακά διαθέσιμα των επιχειρήσεων υποστηρίχθηκαν από την αύξηση του κύκλου εργασιών των επιχειρήσεων και των ταξιδιωτικών εισπράξεων το 2024, που διατηρήθηκε και τους πρώτους μήνες του 2025.

Ο κύριος όγκος της καταθετικής βάσης των τραπεζών απαρτίζεται από ρευστά διαθέσιμα που τηρούνται σε λογαριασμούς διάρκειας μίας ημέρας (75% των καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα). Κατά τους τέσσερις πρώτους μήνες του 2024 η υποχώρηση των καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα προήλθε, όπως και την αντίστοιχη περίοδο του 2024, ως επί το πλείστον από τις καταθέσεις μίας ημέρας (-2,8 δισεκ. ευρώ), αντανakλώντας κυρίως την εποχικότητα των επιχειρηματικών καταθέσεων, και, σε μικρότερο βαθμό, από τις καταθέσεις προθεσμίας (-2,1 δισεκ. ευρώ). Σε ετήσια βάση ωστόσο, ο δωδεκάμηνος ρυθμός μεταβολής των καταθέσεων μίας ημέρας, που από τα μέσα του 2024 λαμβάνει θετικές τιμές, επιταχύνθηκε το α' τετράμηνο του 2025 (Απρίλιος 2025: 6,2%, Δεκέμβριος 2024: 5,8%), ενώ ο αντίστοιχος ρυθμός των καταθέσεων

4 Δηλ. το άθροισμα των τεσσάρων μηνιαίων καθαρών ροών καταθέσεων κατά την επισκοπούμενη περίοδο ήταν αρνητικό.

5 Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής ορίζεται ως το άθροισμα των δώδεκα τελευταίων μηνιαίων καθαρών ροών καταθέσεων προς το αρχικό τους υπόλοιπο ένα χρόνο πριν.

6 Στα μερίδια αυτά περιλαμβάνονται τα αμοιβαία κεφάλαια, τα κεφάλαια των εταιριών επενδύσεων χαρτοφυλακίου, καθώς και τα κεφάλαια των εταιριών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία. Σύμφωνα με τα ίδια στοιχεία, για τις εγχώριες ΜΧΕ οι αντίστοιχες τοποθετήσεις το 2024 αφορούσαν κυρίως έντοκα γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου και μακροπρόθεσμα χρεόγραφα, ανερχόμενες σε 1,9 δισεκ. ευρώ.

προθεσμίας υποχώρησε, με αποτέλεσμα το Μάρτιο και τον Απρίλιο του 2025 να γίνει αρνητικός (Απρίλιος 2025: -1,5%, Δεκέμβριος 2024: 0,7%).

Το α' τετράμηνο του 2025 οι καταθέσεις της κεντρικής κυβέρνησης στις εμπορικές τράπεζες σημείωσαν μικρή άνοδο κατά 0,2 δισεκ. ευρώ, ενώ ταυτόχρονα άνοδο κατά 3,1 δισεκ. ευρώ κατέγραψαν οι καταθέσεις της κεντρικής κυβέρνησης στην Τράπεζα της Ελλάδος. 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, υποχώρησαν ελαφρά κατά 0,1 δισεκ. ευρώ την επισκοπούμενη περίοδο. Όσον αφορά τους λοιπούς τομείς, οι καταθέσεις των ασφαλιστικών επιχειρήσεων και των λοιπών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων ενισχύθηκαν οριακά κατά 0,2 δισεκ. ευρώ και οι καταθέσεις συνολικά των μη κατοίκων και των κατοίκων λοιπών χωρών της ζώνης του ευρώ υποχώρησαν κατά 0,6 δισεκ. ευρώ.

Ο ρυθμός αύξησης της ζήτησης καταθέσεων αναμένεται να ακολουθήσει την εξέλιξη του ρυθμού ανόδου του ΑΕΠ και, ειδικότερα για τα νοικοκυριά, την πορεία του διαθέσιμου εισοδήματος. Από την άλλη πλευρά, αν τα επιτόκια καταθέσεων συνεχίσουν να υποχωρούν, η ελκυστικότητα των τραπεζικών καταθέσεων ως μέσου διακράτησης πλούτου θα παραμείνει χαμηλή και η αυξανόμενη εξοικείωση των αποταμιευτών με εναλλακτικές χρηματοοικονομικές τοποθετήσεις θα επιδράσει αρνητικά στην εξέλιξη των καταθέσεων, ιδίως αν, εξαιτίας της αύξησης της κλίσης της καμπύλης αποδόσεων διεθνώς, οι αποδόσεις των εν λόγω τοποθετήσεων βελτιωθούν συγκριτικά.

4 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΟΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΤΟΜΕΑ

Η επιδείνωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών διεθνώς τους πρώτους μήνες του 2025 αυξάνει την αβεβαιότητα για τις οικονομικές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ και κατ' επέκταση για τις επιδόσεις του ευρωπαϊκού τραπεζικού κλάδου. Βέβαια, τα τελευταία χρόνια οι ελληνικές τράπεζες έχουν ενισχύσει σημαντικά την ανθεκτικότητά τους, γεγονός στο οποίο έχουν συμβάλει οι αναβαθμίσεις στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις τους, σε μεγάλο βαθμό λόγω των αναβαθμίσεων της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης της ελληνικής οικονομίας, αλλά και της βελτίωσης στα θεμελιώδη μεγέθη τους. Η εξέλιξη αυτή επιφέρει αύξηση της ζήτησης ελληνικών τραπεζικών ομολόγων, με αποτέλεσμα καθοδικές πιέσεις στο κόστος δανεισμού των ελληνικών τραπεζών, παρά την αυξημένη αβεβαιότητα στις διεθνείς αγορές. Η πρόσφατη συμφωνία για αύξηση του ποσοστού της UniCredit στο μετοχικό κεφάλαιο της Alpha Bank αποτελεί μια ακόμη ένδειξη εμπιστοσύνης των διεθνών επενδυτών στις προοπτικές του ελληνικού τραπεζικού τομέα.

Οι οίκοι αξιολόγησης S&P (Ιανουάριος 2025), Morningstar DBRS (Μάρτιος και Απρίλιος 2025), Moody's (Μάρτιος 2025) και Fitch (Απρίλιος 2025) προχώρησαν σε αναβαθμίσεις των ελληνικών τραπεζών, οι οποίες αντανakλούν αφενός τις εκτιμήσεις τους για διατηρήσιμους ρυθμούς κερδοφορίας, που θα επηρεάσουν θετικά τους δείκτες κεφαλαίου, καθώς και τις επιδόσεις στους δείκτες ρευστότητας και ποιότητας ενεργητικού, και αφετέρου τη θέσπιση, από την Τράπεζα της Ελλάδος, μέτρων μακροπροληπτικής πολιτικής που εφαρμόζονται σε επίπεδο δανειολήπτη. Μετά τις αναβαθμίσεις, η βέλτιστη πιστοληπτική αξιολόγηση των τεσσάρων συστημικά σημαντικών τραπεζών βρίσκεται πλέον εντός της επενδυτικής κατηγορίας.

Η βελτίωση των θεμελιωδών μεγεθών των ελληνικών τραπεζών δημιουργεί ευνοϊκές προϋποθέσεις προκειμένου να επιτύχουν τους επιχειρησιακούς τους στόχους για τη χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας στο μεσοπρόθεσμο διάστημα και, εξαιτίας αυτού, περαιτέρω αναβαθμίσεις στο αξιόχρεό τους. Το 2024 τα καθαρά κέρδη του συνόλου των ελληνικών τραπεζών (συστημικά σημαντικές και λιγότερο σημαντικές) βελτιώθηκαν, λόγω της αύξησης στα καθαρά έσοδα από τόκους, σε συνάφεια με την αυξημένη καθαρή χρηματοδότηση προς την πραγματική οικονομία, αλλά και λόγω της ενίσχυσης της διαφοροποίησης των εσόδων και των μειωμένων προ-

Πίνακας VI.1 Αποτελέσματα χρήσεως των ελληνικών τραπεζών

(ποσά σε εκατ. ευρώ)

	2023	2024	Μεταβολή (%)	α' τρίμηνο 2024	α' τρίμηνο 2025	Μεταβολή (%)
Λειτουργικά έσοδα	11.013	11.820	7,3	2.832	2.887	1,9
Καθαρά έσοδα από τόκους	8.511	9.002	5,3	2.234	2.170	-2,9
– Έσοδα από τόκους	14.203	16.279	14,6	4.023	3.838	-4,6
– Έξοδα τόκων	-5.692	-7.277	27,8	-1.789	-1.668	-6,8
Καθαρά έσοδα από μη τοκοφόρες εργασίες	2.502	2.818	12,6	598	717	19,9
– Καθαρά έσοδα από προμήθειες	1.801	2.137	18,6	467	540	15,7
– Έσοδα από χρηματοοικονομικές πράξεις	306	421	37,7	150	133	-11,4
– Λοιπά έσοδα	395	260	-34,3	-19	44	-
Λειτουργικά έξοδα	-3.901	-4.270	9,5	-957	-1.083	13,2
Δαπάνες προσωπικού	-1.923	-2.177	13,2	-493	-552	11,9
Διοικητικά έξοδα	-1.363	-1.425	4,6	-303	-363	19,8
Αποσβέσεις	-616	-667	8,4	-161	-168	4,5
Καθαρά έσοδα (λειτουργικά έσοδα – λειτουργικά έξοδα)	7.112	7.550	6,2	1.875	1.804	-3,8
Προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο	-1.689	-1.216	-28,0	-255	-230	-9,8
Λοιπές ζημιές απομείωσης ¹	-386	-803	>100	-79	-32	-59,7
Μη επαναλαμβανόμενα κέρδη/ζημιές	97	108	11,5	-72	-17	-76,5
Κέρδη/ζημιές προ φόρων	5.134	5.638	9,8	1.469	1.525	3,8
Φόροι	-1.212	-1.313	8,3	-371	-373	0,5
Κέρδη/ζημιές από διακοπτόμενες δραστηριότητες	-89	50	-	19	4	-78,9
Κέρδη/ζημιές μετά από φόρους	3.832	4.375	14,2	1.117	1.156	3,5

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

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

βλέψεων για πιστωτικό κίνδυνο. Αντίστοιχα, το 2024 καταγράφηκε άνοδος της κερδοφορίας και της αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων για τις συστημικά σημαντικές τράπεζες της ευρωζώνης.

Το α' τρίμηνο του 2025 η κερδοφορία όσων ελληνικών τραπεζών έχουν ήδη δημοσιεύσει στοιχεία αυξήθηκε σε ετήσια βάση, αντιστακώνοντας κυρίως την άνοδο των εσόδων από προμήθειες και τη μείωση των προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο, παράγοντες που είχαν επίσης συμβάλει θετικά στα οικονομικά αποτελέσματα του 2024 (βλ. Πίνακα VI.1). Το α' τρίμηνο του 2025 τα καθαρά έσοδα από τόκους παρέμειναν σχεδόν αμετάβλητα, παρά τις μειώσεις στα βασικά επιτόκια του Ευρωσυστήματος, λόγω της αύξησης της καθαρής χρηματοδότησης. Σημειώνεται βέβαια ότι, αν εξαιρεθεί η συμβολή της Ελληνικής Τράπεζας στα καθαρά έσοδα από τόκους ώστε να είναι συγκρίσιμα τα στοιχεία, παρατηρείται μείωση σε σχέση με το α' τρίμηνο του 2024. Η κερδοφορία των ελληνικών τραπεζών αναμένεται να διατηρηθεί ισχυρή κατά το 2025, με τις συστημικά σημαντικές τράπεζες να στοχεύουν σε σημαντική αύξηση των χρηματοδοτήσεων τους προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις μεσοπρόθεσμα, γεγονός που θα συμβάλει στη βελτίωση της ποιότητας των ιδίων κεφαλαίων και στην υποστήριξη των σχεδίων τους για επιτάχυνση της απόσβεσης των οριστικών και εκκαθαρισμένων αναβαλλόμενων φορολογικών απαιτήσεων (deferred tax credits – DTCs).

Από τα στοιχεία που περιλαμβάνονται στις ανακοινώσεις των τραπεζών για το α' τρίμηνο του 2025 φαίνεται ότι συνεχίζεται η ενίσχυση των δεικτών κεφαλαιακής επάρκειας των ελληνικών τραπεζών. Η εξέλιξη αυτή, εφόσον επιβεβαιωθεί από τα στοιχεία σε επίπεδο τραπεζικού κλάδου, θα υποστηρίξει την περαιτέρω σύγκλιση προς τους αντίστοιχους ευρωπαϊκούς δείκτες. Στην κεφαλαιακή επάρκεια των ελληνικών τραπεζικών ομίλων επιδρούν θετικά τόσο οι εκδόσεις χρεο-

Πίνακας VI.2 Δείκτες βασικών χρηματοοικονομικών μεγεθών

(ποσοστά %)

		α' τρίμ. 2024	Έτος 2024	α' τρίμ. 2025
Κερδοφορία				
Δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων	Ελλάδα	13,6	12,2	12,5
	Ευρωζώνη	9,7	9,5	-
Δείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού	Ελλάδα	1,4	1,3	1,3
	Ευρωζώνη	0,7	0,7	-
Ποιότητα δανειακού χαρτοφυλακίου				
Δείκτης μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων (ΜΕΑ)	Ελλάδα	7,5	3,8	3,8
	Ευρωζώνη	2,3	2,3	-
Δείκτης ΜΕΑ στο Στάδιο 2 (ΔΠΧΑ 9)	Ελλάδα	9,2	7,3	7,1
	Ευρωζώνη	9,5	9,9	-
Κεφαλαιακή επάρκεια				
Δείκτης CET1	Ελλάδα	15,4	16,0	-
	Ευρωζώνη	15,7	15,9	-
Συνολικός δείκτης κεφαλαίου	Ελλάδα	18,9	19,7	-
	Ευρωζώνη	19,8	20,0	-
Ρευστότητα				
Δείκτης κάλυψης ρευστότητας	Ελλάδα	215,9	218,3	208,1
	Ευρωζώνη	158,0	158,0	-
Δείκτης καθαρής σταθερής χρηματοδότησης	Ελλάδα	134,2	138,5	136,3
	Ευρωζώνη	126,9	126,9	-
Λόγος δανείων προς καταθέσεις	Ελλάδα	67,9	67,1	69,2
	Ευρωζώνη	102,8	100,4	-

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΚΤ.

Σημείωση: Οι δείκτες αφορούν ενοποιημένα στοιχεία σημαντικών και λιγότερο σημαντικών ελληνικών τραπεζών και στοιχεία σημαντικών τραπεζών ευρωζώνης, με εξαίρεση τους δείκτες ποιότητας δανειακού χαρτοφυλακίου για τις ελληνικές τράπεζες που είναι σε ατομική βάση.

γράφων πρόσθετων κεφαλαίων Κατηγορίας 1 (Additional Tier 1, AT1) όσο και οι εκδόσεις ομολόγων μειωμένης εξασφάλισης (Tier 2). Το 2024 πραγματοποιήθηκαν εκδόσεις χρεογράφων πρόσθετων κεφαλαίων Κατηγορίας 1 ύψους 300 εκατ. ευρώ και ομολόγων μειωμένης εξασφάλισης (ονομαστικής αξίας 2,5 δισεκ. ευρώ), ενώ το 2025 έως τις 30.5.2025 έχουν πραγματοποιηθεί επιπλέον εκδόσεις χρεογράφων πρόσθετων κεφαλαίων Κατηγορίας 1 ύψους 500 εκατ. ευρώ και ομολόγων μειωμένης εξασφάλισης ύψους 590 εκατ. ευρώ. Στην ενίσχυση της κεφαλαιακής επάρκειας του ελληνικού τραπεζικού συστήματος έχει συνεισφέρει θετικά και η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, κατά 735 εκατ. ευρώ, στο πλαίσιο της συγχώνευσης της Τράπεζας Αττικής με την Παγκρήτια.

Η ποιότητα του δανειακού χαρτοφυλακίου του συνόλου των συστημικά σημαντικών τραπεζών στην ευρωζώνη παρέμεινε αμετάβλητη το 2024 σε σύγκριση με το τέλος του 2023, ενώ αυτή των ελληνικών τραπεζών βελτιώθηκε περαιτέρω κατά το ίδιο διάστημα. Ως εκ τούτου, οι ελληνικές τράπεζες έχουν συγκλίνει σε σημαντικό βαθμό ως προς την ποιότητα του ενεργητικού τους με τις υπόλοιπες ευρωπαϊκές τράπεζες, κατά μέσο όρο. Αναλυτικότερα, ο δείκτης μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων (ΜΕΑ) σε επίπεδο ευρωζώνης διατηρήθηκε κοντά στα ιστορικά χαμηλά το Δεκέμβριο του 2024. Για τις ελληνικές τράπεζες ο δείκτης ΜΕΑ σε ατομική βάση υποχώρησε σημαντικά το 2024 σε σχέση με το 2023, φθάνοντας σε ιστορικώς χαμηλά επίπεδα στα οποία παρέμεινε και το α' τρίμηνο του 2025 (βλ. Πίνακα VI.2). Σε αυτό συνέβαλε

η τιτλοποίηση μη εξυπηρετούμενων δανείων, στο πλαίσιο του προγράμματος κρατικών εγγυήσεων "Ηρακλής", της τράπεζας που προέκυψε από τη συγχώνευση της Τράπεζας Αττικής και της Παγκρήτιας Τράπεζας. Επίσης, βελτίωση παρουσίασε και το ποσοστό των δανείων Stage 2 ως προς το σύνολο των δανείων (σε ατομική βάση).

Όσον αφορά τη ρευστότητα των τραπεζών, αυτή εξακολούθησε να βρίσκεται σε υψηλά επίπεδα για τις τράπεζες της ευρωζώνης και της Ελλάδος. Ειδικότερα, για τις ελληνικές τράπεζες ο δείκτης κάλυψης ρευστότητας (Liquidity Coverage Ratio – LCR) μειώθηκε, ενώ ο δείκτης καθαρής σταθερής χρηματοδότησης (Net Stable Funding Ratio – NSFR) αυξήθηκε σε ετήσια βάση. Αμφότεροι οι δείκτες διατηρήθηκαν σε επίπεδα πολύ υψηλότερα από την υποχρεωτική εποπτική απαίτηση και από τους αντίστοιχους δείκτες των τραπεζών της ευρωζώνης. Επίσης, ο λόγος δανείων προς καταθέσεις παραμένει σημαντικά χαμηλότερος στις ελληνικές τράπεζες σε σύγκριση με τις τράπεζες της ευρωζώνης.

Η ενίσχυση της ανθεκτικότητας των ελληνικών τραπεζών δημιουργεί προϋποθέσεις για την επέκταση των δραστηριοτήτων τους. Έτσι, παρατηρούνται ήδη νέες συνεργασίες με τράπεζες του εξωτερικού και με άλλους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς. Συγκεκριμένα, η Eurobank ανακοίνωσε τον Ιούνιο του 2024 την απόκτηση ποσοστού 55,3% της Ελληνικής Τράπεζας στην

Κύπρο και την υποβολή δημόσιας πρότασης για την απόκτηση του 100% του μετοχικού της κεφαλαίου, η οποία ολοκληρώθηκε το β' τρίμηνο του 2025. Επίσης, η Alpha Bank ολοκλήρωσε το Νοέμβριο του 2024 την πώληση του 90,1% της θυγατρικής της στη Ρουμανία στην UniCredit, στο πλαίσιο της συνεργασίας των δύο τραπεζών. Το 2025 η Alpha Bank ανακοίνωσε την εξαγορά της τράπεζας AstroBank στην Κύπρο, καθώς και εξειδικευμένων χρηματοοικονομικών εταιριών (FlexFin και Axia Ventures). Τέλος, το τρέχον έτος ανακοινώθηκε από την Τράπεζα Πειραιώς η σύναψη σύμβασης αγοραπωλησίας μετοχών για την εξαγορά του 90,01% της Εθνικής Ασφαλιστικής, ενώ στα τέλη Μαΐου η UniCredit αύξησε τη συμμετοχή της στην Alpha Holdings σε περίπου 20%, από 9,7% προηγουμένως. Οι εξελίξεις αυτές έρχονται σε συνέχεια της εξυγίανσης της μετοχικής βάσης των ελληνικών τραπεζών μετά την ολοκλήρωση του μεγαλύτερου μέρους της αποεπένδυσης του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας από το μετοχικό τους κεφάλαιο.

Συνοπτικά, ο ελληνικός τραπεζικός τομέας εξακολουθεί να ενισχύει την κερδοφορία και την ανθεκτικότητά του. Το α' τρίμηνο του 2025 οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας βελτιώθηκαν περαιτέρω, σε συνέχεια της καλής επίδοσης του 2024, και η ρευστότητα διατηρήθηκε σε υψηλά επίπεδα, ενώ παράλληλα συνεχίζεται η βελτίωση της ποιότητας του δανειακού χαρτοφυλακίου. Οι εξελίξεις αυτές συνέβαλαν στις περαιτέρω αναβαθμίσεις των ελληνικών τραπεζών από τους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης. Έτσι, το αξιόχρεο των συστημικά σημαντικών ελληνικών τραπεζών έχει βελτιωθεί σημαντικά και όλες έχουν ήδη πιστοληπτική αξιολόγηση στην επενδυτική κατηγορία. Ωστόσο, η επιδείνωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών διεθνώς αποτελεί σημαντική πρόκληση για το ελληνικό τραπεζικό σύστημα, όπως και για τις τράπεζες της ευρωζώνης. Κατά συνέπεια, είναι σημαντικό να συνεχιστεί η θετική πορεία των ελληνικών τραπεζών, ώστε οι διαρκείς βελτιώσεις και ενδεχόμενες περαιτέρω αναβαθμίσεις να λειτουργήσουν ως ανάχωμα στο περιβάλλον αυξημένης αβεβαιότητας.

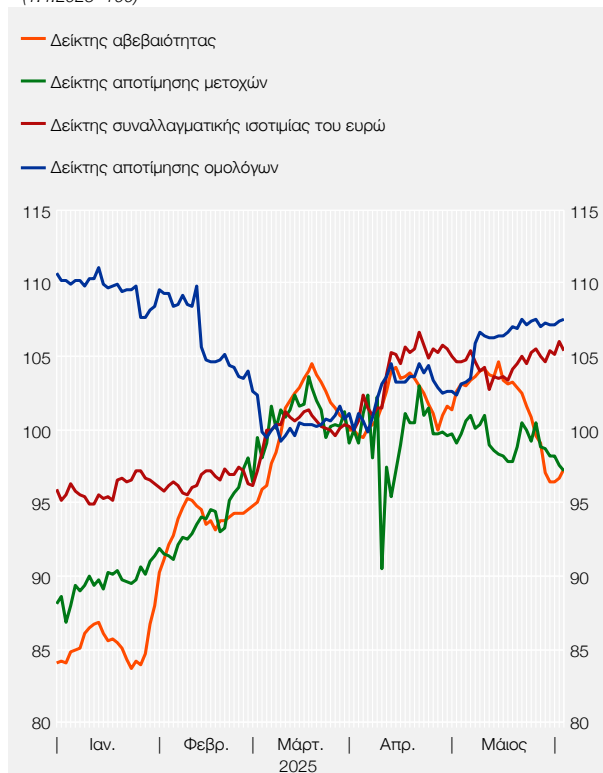
Η συνεχιζόμενη μείωση των επιτοκίων από τις κεντρικές τράπεζες ασκεί θετική επίδραση στις χρηματοπιστωτικές συνθήκες διεθνώς. Όμως, συνολικά οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές συνθήκες έχουν επιδεινωθεί τους πρώτους μήνες του 2025, σε συνάφεια με την όξυνση της αβεβαιότητας για την οικονομική πολιτική των ΗΠΑ. Οι ανακοινώσεις επιβολής δασμών από τις ΗΠΑ σε εμπορικούς εταίρους τους, στις αρχές Φεβρουαρίου και ιδιαίτερα αυτή στις αρχές Απριλίου, προκάλεσαν έντονη άνοδο της αβεβαιότητας και αναταραχή στις αγορές μετοχών και ομολόγων, με επίκεντρο τις ΗΠΑ. Έτσι, η αβεβαιότητα παραμένει αυξημένη και το επενδυτικό κλίμα έχει επιδεινωθεί, επιφέροντας σημαντική αναθεώρηση των προσδοκιών των επενδυτών, προς τα κάτω για την οικονομική δραστηριότητα, κυρίως στις ΗΠΑ, και προς τα πάνω για τον πληθωρισμό. Σε αυτό το περιβάλλον, οι αποδόσεις των αμερικανικών ομοσπονδιακών ομολόγων κατέγραψαν σημαντική άνοδο, η οποία αντανάκλα την αυξημένη αβεβαιότητα για την οικονομική πολιτική των ΗΠΑ, καθώς και τη ρευστοποίηση επενδυτικών θέσεων και την εκροή κεφαλαίων.

Βέβαια, ενώ οι πραγματικές αποδόσεις των ομολόγων των ΗΠΑ έχουν μειωθεί εντός του 2025, εκείνες της ζώνης του ευρώ έχουν αυξηθεί, ειδικά αφότου ανακοινώθηκε η πρόθεση μεταβολής των δημοσιονομικών κανόνων της ΕΕ με σκοπό την αύξηση των αμυντικών δαπανών. Η εξέλιξη αυτή υποδεικνύει επιδείνωση των προσδοκιών των επενδυτών για τη δραστηριότητα στην οικονομία των ΗΠΑ, ενώ δεν παρατηρείται αντίστοιχη επιδείνωση στη ζώνη του ευρώ. Ταυτόχρονα, είναι αξιοσημείωτο το γεγονός ότι κατά τη διάρκεια της αναταραχής του Απριλίου οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ μειώθηκαν, αντισταθμίζοντας στα επενδυτικά χαρτοφυλάκια τις σημαντικές πιέσεις που ασκούσαν οι υψηλότερες αποδόσεις των αμερικανικών ομολόγων και η πτώση των τιμών των μετοχών (βλ. Πλαίσιο VII. 1). Η εξέλιξη αυτή εξηγείται από σημαντικές εισροές επενδυτικών κεφαλαίων σε ομόλογα κυρίως της ευρωζώνης καθώς και αντίστοιχες εκροές από τη ρευστοποίηση επενδυτικών θέσεων στις ΗΠΑ, γεγονός που οδήγησε και σε ανατίμηση του ευρώ έναντι του δολαρίου (βλ. Διάγραμμα VII. 1).

Οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων έχουν ακολουθήσει σε μεγάλο βαθμό εκείνες των υπόλοιπων κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ, ενώ οι αποδόσεις των ελληνικών τραπεζικών και λοιπών εταιρικών ομολόγων μειώθηκαν. Στη θετική αυτή εξέλιξη συμβάλλουν οι συ-

Διάγραμμα VII.1 Αποδόσεις αξιογράφων στην ευρωζώνη σε σχέση με τις ΗΠΑ

(1.4.2025=100)



Πηγή: Υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος, με στοιχεία από LSEG και www.policyuncertainty.com.
Σημειώσεις: Το διάγραμμα δείχνει την εξέλιξη της ισοτιμίας του ευρώ με το δολάριο (κόκκινη γραμμή), του δείκτη οικονομικής αβεβαιότητας για τις ΗΠΑ (πορτοκαλί γραμμή) και της αποτίμησης των ομολόγων (μπλε γραμμή) και μετοχών (πράσινη γραμμή) της ευρωζώνης σε σχέση με τα αντίστοιχα αξιόγραφα από τις ΗΠΑ. Οι ανοδικές κινήσεις του δείκτη της ισοτιμίας απεικονίζουν ανατιμήσεις του ευρώ έναντι του δολαρίου. Για το δείκτη οικονομικής αβεβαιότητας στις ΗΠΑ λαμβάνονται τιμές σε λογαρίθμους. Για τον υπολογισμό του δείκτη ομολόγων της ευρωζώνης έχουν ληφθεί υπόψη οι καθαρές τιμές των γερμανικών ομολόγων (10ετές Bund) και υπολογίζεται ο λόγος τους προς τις καθαρές τιμές του αμερικανικού ομοσπονδιακού ομολόγου 10ετούς διάρκειας. Για τις μετοχές υπολογίζεται ο λόγος των τιμών του δείκτη Euro Stoxx για τις μετοχές της ευρωζώνης προς το δείκτη S&P 500 για τις μετοχές των ΗΠΑ. Όλοι οι δείκτες είναι σταθμισμένοι ως προς την τιμή τους την 1.4.2025 (τιμή=100).

νεχιζόμενες αναβαθμίσεις των πιστοληπτικών αξιολογήσεων του Ελληνικού Δημοσίου, κυρίως ως αποτέλεσμα των ισχυρών επιδόσεων των δημόσιων οικονομικών, της οικονομικής δραστηριότητας, αλλά και των ελληνικών τραπεζών. Έτσι, γίνεται σαφές ότι οι θετικές εγχώριες εξελίξεις λειτουργούν ως ανάχωμα απέναντι στην αυξημένη αβεβαιότητα που επικρατεί στο διεθνές χρηματοπιστωτικό περιβάλλον.¹

1 ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΑΓΟΡΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες είχαν σημειώσει βελτίωση από το τέλος του πρώτου εξαμήνου του 2024 έως και τις αρχές του 2025, η οποία αντανάκλα κυρίως τις προσδοκίες των επενδυτών για περαιτέρω μειώσεις επιτοκίων από τις κεντρικές τράπεζες στις μεγάλες προηγμένες οικονομίες. Στις προσδοκίες για περαιτέρω μειώσεις επιτοκίων συμβάλλει το γεγονός ότι τόσο ο τρέχων πληθωρισμός όσο και οι αναμενόμενοι ρυθμοί πληθωρισμού στην ευρωζώνη και στις ΗΠΑ (βλ. Διάγραμμα VII.2) έχουν μειωθεί, ως αποτέλεσμα της αύξησης των βασικών επιτοκίων από τις μεγάλες κεντρικές τράπεζες κατά το προηγούμενο διάστημα. Βέβαια, από τις αρχές του 2025 και ιδίως από τα μέσα Φεβρουαρίου, οι αλληπάλληλες ανακοινώσεις επιβολής δασμών από τις ΗΠΑ σε εμπορικούς εταίρους τους, όπως οι δασμοί στις εισαγωγές χάλυβα και αλουμινίου, οδήγησαν σε αύξηση των προσδοκιών για τον πληθωρισμό στις ΗΠΑ σε μεσομακροπρόθεσμο διάστημα (βλ. Διάγραμμα VII.2, δεξιό γράφημα, πορτοκαλί περιοχή). Από την άλλη πλευρά, οι προσδοκίες για τον πληθωρισμό στην ευρωζώνη (βλ. Διάγραμμα VII.2, αριστερό γράφημα, πορτοκαλί περιοχή) δεν μεταβλήθηκαν, παραμένοντας σε επίπεδα χαμηλότερα του στόχου της ΕΚΤ για πληθωρισμό 2% σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα.²

Το α' τρίμηνο του 2025 οι δείκτες προσδοκιών για τον πληθωρισμό, ειδικά στις ΗΠΑ, παρουσίασαν έντονη μεταβλητότητα, επειδή η αρχική άνοδος, μετά την ανακοίνωση των δασμών από τις ΗΠΑ, αντιστράφηκε στη συνέχεια καθώς αναβαλλόταν η εφαρμογή των μέτρων. Όμως, συνολικά οι αγορές ομολόγων αναμένουν σταθερά ότι ο πληθωρισμός στις ΗΠΑ θα αποκλίνει σημαντικά προς τα πάνω από το στόχο της Fed για πληθωρισμό 2%. Αντίθετα, για την ευρωζώνη αναμένεται ότι ο πληθωρισμός θα κυμανθεί περίπου στο επίπεδο-στόχο της ΕΚΤ όχι μόνο μεσοπρόθεσμο αλλά και στο μακροπρόθεσμο διάστημα.³ Δηλαδή, παρατηρείται σημαντική διαφοροποίηση στις προσδοκίες των επενδυτών για τους ρυθμούς πληθωρισμού στις ΗΠΑ και στη ζώνη του ευρώ (βλ. επίσης Διάγραμμα VII.3, άνω γράφημα).

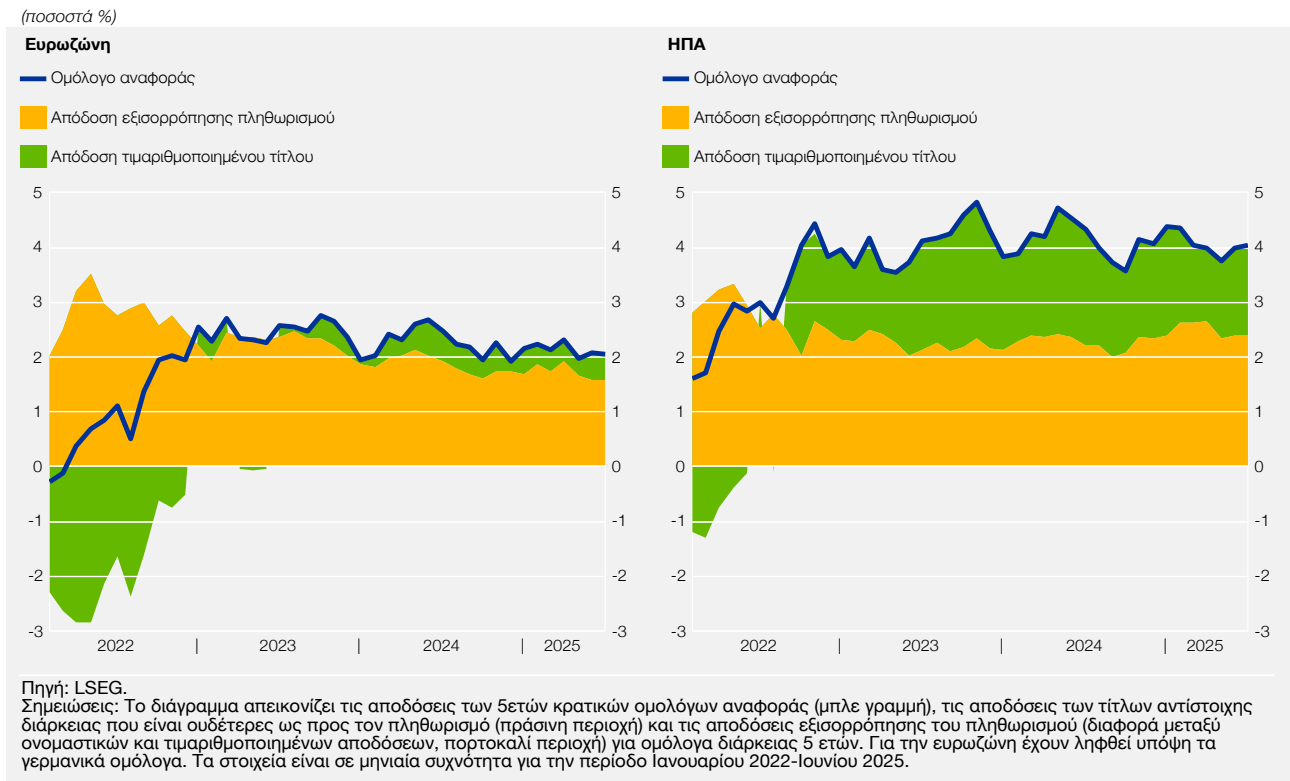
Ως προς την οικονομική δραστηριότητα, καθώς η οικονομία των ΗΠΑ έχει παρουσιάσει ισχυρότερους ρυθμούς ανάπτυξης από εκείνη της ζώνης του ευρώ, οι πραγματικές αποδόσεις των αμερικανικών ομοσπονδιακών ομολόγων βρίσκονται σε πολύ υψηλότερα επίπεδα σε σχέση με τις πραγματικές αποδόσεις στη ζώνη του ευρώ (βλ. Διάγραμμα VII.2, πράσινη περιοχή στο αριστερό γράφημα για την ευρωζώνη και στο δεξιό γράφημα για τις ΗΠΑ). Όμως, από τις αρχές του 2025 παρατηρείται σημαντική μείωση στις πραγματικές αποδόσεις των ΗΠΑ, ενώ στη ζώνη του ευρώ η μείωση των πραγματικών αποδόσεων έχει αντιστραφεί αφότου ανακοινώθηκε η πρόθεση ενεργοποίησης της εθνικής ρήτρας διαφυγής που προβλέπεται στους

1 Το κείμενο βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία που ήταν διαθέσιμα μέχρι τις 6.6.2025.

2 Στις 5.6.2025 ο αναμενόμενος, από τις αγορές ομολόγων, πληθωρισμός στην ευρωζώνη για χρονικό ορίζοντα 5ετίας (5-year breakeven inflation rate) ήταν 1,58%, δηλαδή οριακά χαμηλότερος σε σχέση με τις αρχές του έτους (διαφορά έναντι 1.1.2025: -10 μ.β.). Αντίστοιχα, ο αναμενόμενος πληθωρισμός στις ΗΠΑ για χρονικό ορίζοντα 5ετίας ήταν 2,32% στις 5.6.2025 (διαφορά έναντι 1.1.2025: -8 μ.β.).

3 Στις 5.6.2025 στην ευρωζώνη ο αναμενόμενος πληθωρισμός από τις αγορές ομολόγων για χρονικό ορίζοντα 10ετίας (10-year breakeven inflation rate) ήταν 1,84%, περίπου στα επίπεδα όπου είχε διαμορφωθεί στα τέλη του 2024 (ο αναμενόμενος μέσος πληθωρισμός για χρονικό ορίζοντα 5ετίας αφότου παρέλθουν 5 έτη από σήμερα (5-year, 5-year forward inflation-linked swap rate) ήταν 2,14%). Την ίδια ημερομηνία στις ΗΠΑ ο αναμενόμενος πληθωρισμός από τις αγορές ομολόγων για χρονικό ορίζοντα 10ετίας ήταν 2,31%, περίπου αμετάβλητος ως προς την τιμή του στα τέλη του 2024 (ο αναμενόμενος μέσος πληθωρισμός για χρονικό ορίζοντα 5ετίας αφότου παρέλθουν 5 έτη από σήμερα ήταν 2,39%).

Διάγραμμα VII.2 Χρηματοπιστωτικοί δείκτες για τον αναμενόμενο πληθωρισμό και τα πραγματικά επιτόκια



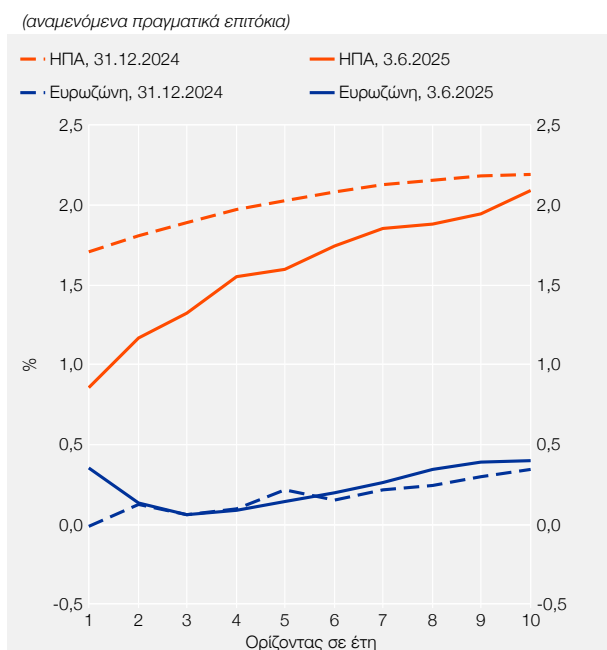
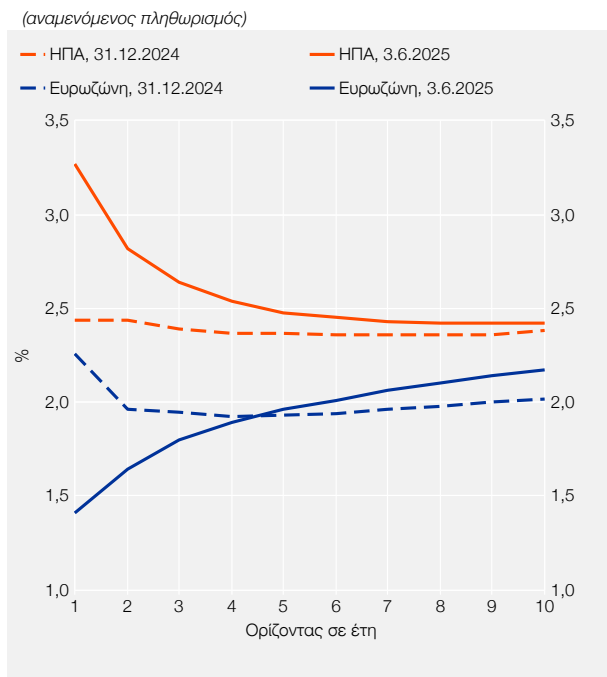
νέους δημοσιονομικούς κανόνες της ΕΕ με σκοπό την αύξηση των αμυντικών δαπανών.⁴ Μάλιστα, η μείωση των πραγματικών αποδόσεων στις ΗΠΑ εντάθηκε μετά την ανακοίνωση περί επιβολής δασμών σε εμπορικούς εταίρους τους στις αρχές Φεβρουαρίου.

Συγκεκριμένα, όπως φαίνεται στο κάτω γράφημα του Διαγράμματος VII.3, η μείωση των πραγματικών αποδόσεων των ομολόγων στις ΗΠΑ είναι μεγάλη για τους ομολογιακούς τίτλους βραχυπρόθεσμης διάρκειας (1 έως 3 έτη), φθάνοντας τις 70 μονάδες βάσης (μ.β.) σε σχέση με τις αρχές του έτους. Βέβαια, και στις πιο μακροπρόθεσμες διάρκειες παρατηρείται σημαντική μείωση (της τάξεως των 20-40 μ.β. για τους τίτλους 7 έως 10 ετών). Αντίθετα, οι πραγματικές αποδόσεις των ομολόγων αναφοράς της ευρωζώνης αυξήθηκαν στις αρχές Μαρτίου, όταν ανακοινώθηκε η πρόθεση μεταβολής των δημοσιονομικών κανόνων της ΕΕ με σκοπό την αύξηση των αμυντικών δαπανών, καθώς και λόγω της χαλάρωσης των δημοσιονομικών κανόνων στη Γερμανία.

Η πρόσφατη αυτή εξέλιξη υποδηλώνει ότι οι αναμενόμενοι, από τους επενδυτές, ρυθμοί ανάπτυξης στις ΗΠΑ αναθεωρούνται προς τα κάτω και περισσότερο από ό,τι οι αναμενόμενοι ρυθμοί ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ. Δηλαδή, τα πραγματικά επιτόκια για τις ΗΠΑ υποδεικνύουν αρκετά μειωμένους ρυθμούς ανάπτυξης στο βραχυπρόθεσμο διάστημα, ενώ η μείωση αυτή παραμένει, έστω και σε μικρότερο βαθμό, σε βάθος χρόνου. Μάλιστα, το γεγονός ότι η εξέλιξη αυτή έχει επέλθει κατά κύριο λόγο μετά την ανακοίνωση των δασμών από τις ΗΠΑ το Φεβρουάριο είναι συνεπές και με τις εκτιμήσεις διεθνών οργανισμών και επενδυτικών οίκων για την αρνητική επίδραση του μέτρου αυτού στην οικονομική δραστηριότητα στις ΗΠΑ.

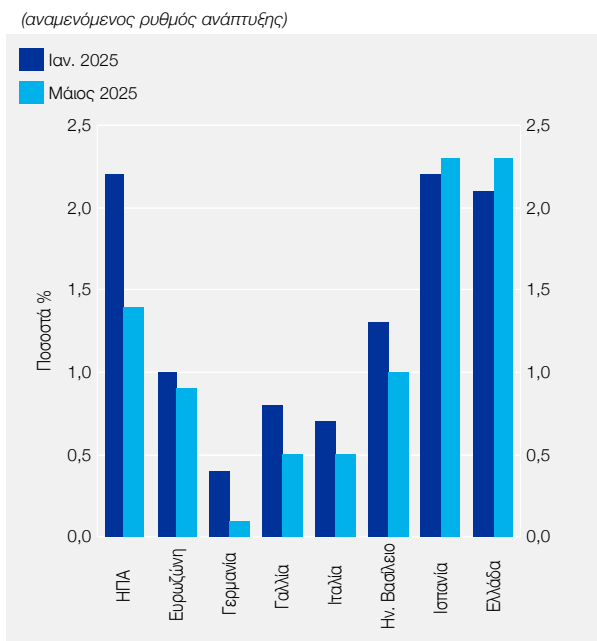
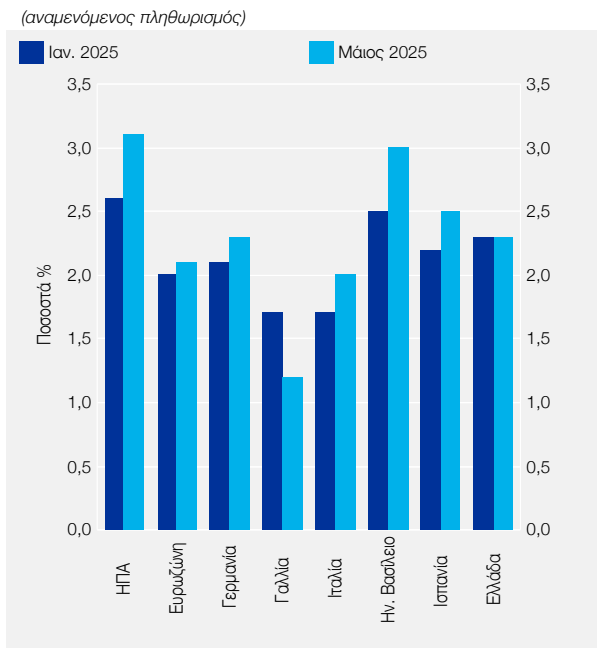
⁴ Οι αποδόσεις των ομοσπονδιακών ομολόγων των ΗΠΑ 5ετούς διάρκειας που είναι ουδέτερες ως προς τον πληθωρισμό βρίσκονταν στις 31.12.2024 στο 1,99% και στις 5.6.2025 στο 1,67%, ενώ οι αντίστοιχες αποδόσεις για την ευρωζώνη ήταν 0,46% στις 31.12.2024 και 0,59% στις 5.6.2025. Με βάση τη διεθνή βιβλιογραφία, οι καμπύλες των πραγματικών αποδόσεων αντανακλούν κυρίως προσδοκίες σχετικές με τους ρυθμούς ανάπτυξης της υποκείμενης οικονομίας (βλ. π.χ. Bauer, M.D. and G.D. Rudebusch (2020), "Interest rates under falling stars", *American Economic Review*, 110(5), 1316-1354).

Διάγραμμα VII.3 Αναμενόμενος πληθωρισμός και πραγματικά επιτόκια



Πηγή: LSEG και υπολογισμοί Τράπεζας της Ελλάδος.
Σημείωση: Ο αναμενόμενος πληθωρισμός για οριζοντας από ένα έως και δέκα έτη συνάγεται από τις αγορές παραγώγων (inflation-linked swaps) και τα πραγματικά επιτόκια υπολογίζονται αφαιρώντας τον αναμενόμενο πληθωρισμό από τις ονομαστικές αποδόσεις των κρατικών ομολόγων.

Διάγραμμα VII.4 Προσδοκίες για τον πληθωρισμό και το ρυθμό ανάπτυξης για το έτος 2025



Πηγή: LSEG.
Σημείωση: Το άνω γράφημα απεικονίζει τις εκτιμήσεις των αναλυτών για τον πληθωρισμό σε χώρες της ευρωζώνης (HICP), στις ΗΠΑ (PCE) και στο Ην. Βασίλειο (CPI) σε δύο ημερομηνίες για το 2025. Το κάτω γράφημα απεικονίζει τις εκτιμήσεις των αναλυτών για το ρυθμό ανάπτυξης στις ίδιες χώρες σε δύο ημερομηνίες για το 2025. Πηγή των στοιχείων είναι έρευνες γνώμης της Reuters σε αναλυτές του χρηματοπιστωτικού τομέα (Reuters Polls).

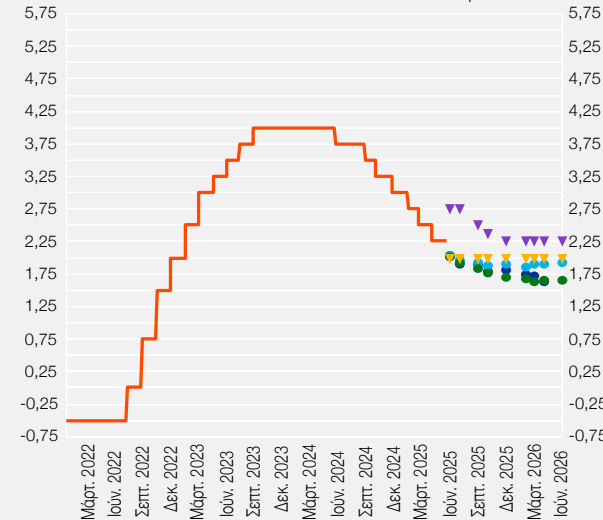
Επίσης, σε συνδυασμό με την άνοδο στους δείκτες αναμενόμενου πληθωρισμού, διαφαίνεται ότι οι ανακοινώσεις δασμών από τις ΗΠΑ επιφέρουν στασιμοπληθωριστικές επιδράσεις στην οικονομία αυτή, ιδίως στο βραχυπρόθεσμο διάστημα (βλ. και Πλαίσιο VII.2). Από την άλλη πλευρά, η αποπληθωριστική επίδραση που ενδέχεται να επιφέρουν οι αμερικανικοί δασμοί στην οικονομία της ευρωζώνης έχει αντισταθμιστεί σε μεγάλο βαθμό από τις προαναφερθείσες εξελίξεις στα πραγματικά επιτόκια. Η βαρύτητα της εξέλιξης αυτής είναι μεγάλη, καθώς η διαφορά

Διάγραμμα VII.5 Προσδοκίες για τα βασικά επιτόκια στην ευρωζώνη και στις ΗΠΑ

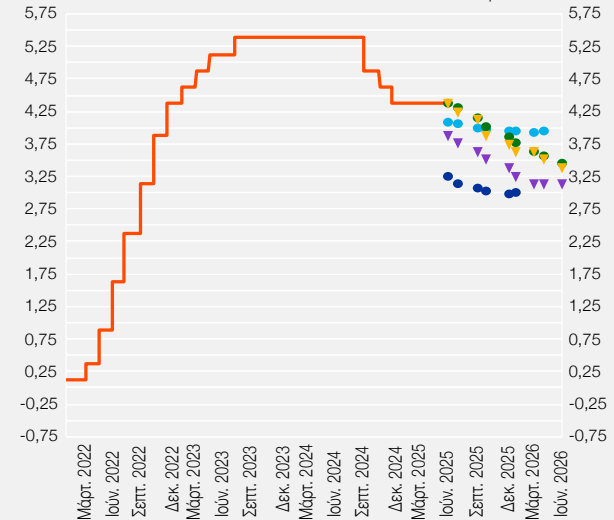
(ποσοστά %)

Ευρωζώνη (deposit facility rate)

— Τρέχον επιτόκιο
● 3 Ιουν. 2025
● 30 Σεπτ. 2024
● Αναλυτές Σεπτ. 2024
● 31 Δεκ. 2024
● Αναλυτές Απρ. 2025

**ΗΠΑ (federal funds rate)**

— Τρέχον επιτόκιο
● 3 Ιουν. 2025
● 30 Σεπτ. 2024
● Αναλυτές Σεπτ. 2024
● 31 Δεκ. 2024
● Αναλυτές Μάιος 2025



Πηγές: EKT, Federal Reserve Bank of New York και LSEG.

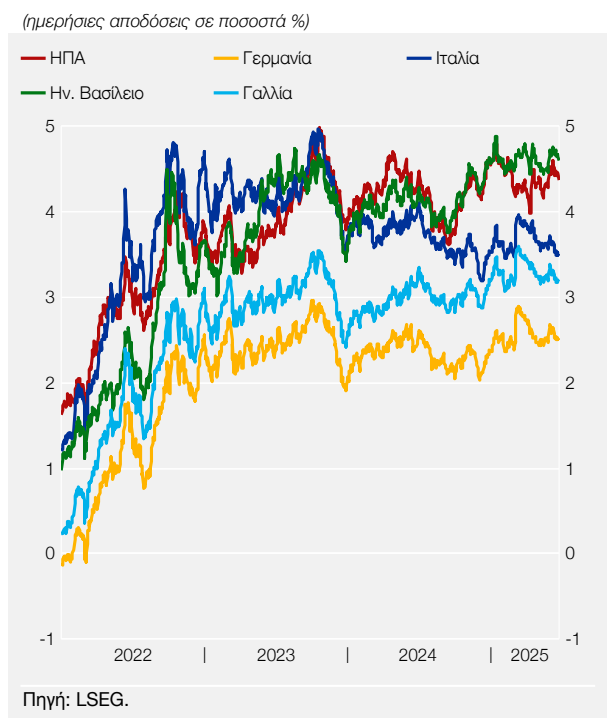
Σημείωση: Τα γραφήματα απεικονίζουν τις προσδοκίες για τα βασικά επιτόκια στην ευρωζώνη και στις ΗΠΑ, οι οποίες προέρχονται από χρηματοπιστωτικούς δείκτες και έρευνες γνώμης των αναλυτών. Τα αναμενόμενα επιτόκια των αγορών συνάγονται για την ευρωζώνη από τις συμφωνίες ανταλλαγής επιτοκίων (overnight index swap rates) που βασίζονται στο βραχυπρόθεσμο επιτόκιο του ευρώ (€STR) και για τις ΗΠΑ από τα προθεσμιακά συμβόλαια (CME's futures contracts). Αντίστοιχα, οι προσδοκίες των αναλυτών για τα βασικά επιτόκια των δύο κεντρικών τραπεζών συλλέγονται από τις έρευνες γνώμης που διεξάγει η EKT (ECB Survey of Monetary Analysts) και η Ομοσπονδιακή Τράπεζα της Νέας Υόρκης (FED Survey of Market Expectations).

των πραγματικών ρυθμών ανάπτυξης θεωρείται ότι προσδιορίζει τις ροές κεφαλαίων μεταξύ δύο οικονομιών, αλλά και τη μακροχρόνια ισοτιμία των νομισμάτων τους.

Οι εκτιμήσεις που προκύπτουν από τους χρηματοπιστωτικούς δείκτες συνάδουν και με τις εκτιμήσεις των αναλυτών μεγάλων διεθνών χρηματοπιστωτικών οργανισμών για τους αναμενόμενους ρυθμούς πληθωρισμού και ανάπτυξης σε οικονομίες της ζώνης του ευρώ, το Ηνωμένο Βασίλειο και τις ΗΠΑ (βλ. Διάγραμμα VII.4). Συγκεκριμένα, ο τελευταίος γύρος, δηλ. του Μαΐου, εκτιμήσεων των αναλυτών για τις οικονομικές εξελίξεις στις ΗΠΑ για το έτος 2025 έδειξε σημαντική αναθεώρηση, σε σχέση με τις αρχές του έτους, προς τα πάνω για τον πληθωρισμό (κατά 0,6 ποσ. μον.) και προς τα κάτω για το ρυθμό ανάπτυξης (κατά 0,5 ποσ. μον.). Στην ευρωζώνη η αναθεώρηση ήταν προς την ίδια κατεύθυνση αλλά πολύ μικρότερη, καθώς οι αναλυτές αναμένουν πληθωρισμό υψηλότερο κατά 0,1 ποσ. μον. και ισόποση μείωση για το ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης.

Όσον αφορά τα βασικά επιτόκια, οι προσδοκίες των επενδυτών έχουν αναθεωρηθεί προς τα κάτω, δηλ. προς χαμηλότερο επίπεδο επιτοκίων, τόσο για την ευρωζώνη όσο και για τις ΗΠΑ (βλ. Διάγραμμα VII.5, αριστερό γράφημα για τη ζώνη του ευρώ και δεξιό γράφημα για τις ΗΠΑ). Συγκεκριμένα, για την ευρωζώνη, επιπλέον των μειώσεων κατά συνολικά 100 μ.β. που έλαβαν χώρα από τον Ιανουάριο έως και τον Ιούνιο του 2025, οι επενδυτές αναμένουν στις 5.6.2025 ότι το επιτόκιο στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων της EKT στο τέλος του έτους δεν θα υπερβεί το 1,75%, δηλ. έχουν αναθεωρήσει τις προσδοκίες τους κατά 25 μ.β. χαμηλότερα σε σχέση με τις προσδοκίες που είχαν διαμορφωθεί στις αρχές του έτους (βλ. Διάγραμμα VII.5, αριστερό γράφημα). Για τις ΗΠΑ οι επενδυτές αναμένουν ότι το βασικό επιτόκιο της Fed θα βρίσκεται στο 3,875% ή και χαμηλότερα στο τέλος του 2025. Σημειώνεται βέβαια ότι σύμφωνα με τις προσδοκίες των επενδυτών στις αρχές του έτους, η Fed θα είχε ήδη προβεί σε μειώσεις επιτοκίων κατά 25 μ.β. έως το Μάιο, γεγονός που δεν συνέβη λόγω της δημοσίευσης υψηλότερων των αναμενόμε-

Διάγραμμα VII.6 Αποδόσεις 10ετών κρατικών ομολόγων (Ιανουάριος 2022-Ιούνιος 2025)



νων στοιχείων πληθωρισμού ενδιάμεσα. Άρα, οι προσδοκίες για τις μειώσεις επιτοκίων από τη Fed έχουν μετατοπιστεί στο δεύτερο εξάμηνο του 2025, σε συνάφεια με την αναμενόμενη επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας. Έτσι, οι μειώσεις των επιτοκίων αυτές καθαυτές ασκούν μειωτική επίδραση στις ομολογιακές αποδόσεις και συνεπώς στο κόστος δανεισμού του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα.

Ωστόσο, η αβεβαιότητα σχετικά με την οικονομική πολιτική οδηγεί σε αύξηση της απαιτούμενης από τους επενδυτές απόδοσης, ωθώντας τις αποδόσεις των ομολόγων προς τα πάνω. Η επίδραση της αβεβαιότητας έγινε ιδιαίτερα εμφανής τον Απρίλιο του τρέχοντος έτους, οπότε σημειώθηκε αναταραχή στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές με σημαντική πτώση των τιμών των μετοχών και αύξηση των αποδόσεων των ομολόγων (βλ. Διάγραμμα VII.6). Η ταυτόχρονη πτώση των τιμών των μετοχών και αύξηση των αποδόσεων των ομοσπονδιακών ομολόγων στις ΗΠΑ αποτέλεσε μια ιδιαίτερη εξέλιξη. Συγκεκριμένα, δεδομένου ότι τα ομοσπονδιακά ομόλογα των ΗΠΑ θεωρούνται παραδοσιακά ένα ασφαλές επενδυτικό καταφύγιο,

ανέκυψε ένας επιπλέον παράγοντας ανησυχίας στις αγορές, καθώς οι επενδυτές διεθνώς εκδήλωσαν ασυνήθιστη επιφυλακτικότητα απέναντι στα αμερικανικά ομοσπονδιακά ομόλογα.

Από την άλλη πλευρά, οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ, οι οποίες αυξήθηκαν σε σχέση με το επίπεδό τους στις αρχές του έτους, κυρίως λόγω της αύξησης των γερμανικών πραγματικών αποδόσεων το Μάρτιο, δεν παρουσίασαν περαιτέρω άνοδο. Αντίθετα, κατά τη διάρκεια της αναταραχής του Απριλίου υπήρξε διαφοροποίηση σε σχέση με τα ομοσπονδιακά ομόλογα των ΗΠΑ, καθώς οι αποδόσεις των ευρωπαϊκών κρατικών ομολόγων μειώθηκαν, ενώ εκείνες των αμερικανικών ομολόγων αυξήθηκαν σημαντικά (αναλυτικότερα βλ. Πλαίσιο VII.1).

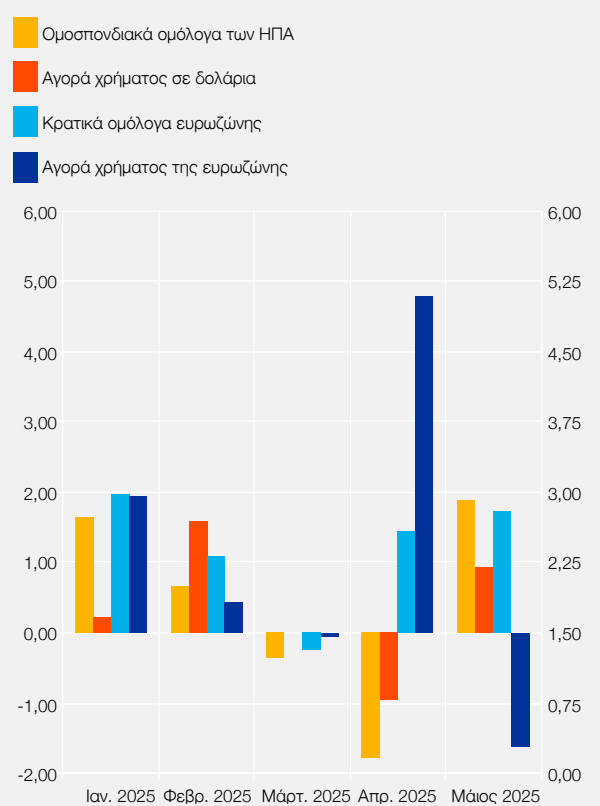
Παράλληλα, κατά τη διάρκεια της αναταραχής του Απριλίου στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές, παρατηρήθηκαν εκροές κεφαλαίων από τις ΗΠΑ λόγω ρευστοποίησης επενδυτικών θέσεων και αντίστοιχα εισροές και αύξηση επενδυτικών θέσεων σε ομόλογα της ευρωζώνης κυρίως υψηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης. Η διαπίστωση αυτή επιβεβαιώνεται από τα στοιχεία για τις τοποθετήσεις (ροές) επενδυτικών κεφαλαίων της ζώνης του ευρώ και των ΗΠΑ που επενδύουν στην αγορά χρήματος (money market funds), σε ομόλογα (bond funds) και σε μετοχές (equity funds). Ενδεικτικά, όπως φαίνεται στο Διάγραμμα VII.7, καταγράφηκαν καθαρές εκροές από ρευστοποιήσεις επενδυτικών θέσεων σε μακροχρόνια ομόλογα των ΗΠΑ και στην αγορά χρήματος. Ταυτόχρονα, καταγράφηκαν καθαρές εισροές σε επενδυτικά κεφάλαια που επενδύουν σε μακροχρόνια ομόλογα της ζώνης του ευρώ και στην αντίστοιχη αγορά χρήματος. Κατά συνέπεια, συμπεραίνεται ότι οι εισροές και η επαύξηση θέσεων σε προϊόντα αφενός της αγοράς χρήματος και αφετέρου της αγοράς ομολόγων στη ζώνη του ευρώ αντιδιαστέλλονται προς εκροές από αντίστοιχες θέσεις στις ΗΠΑ. Διαφαίνεται επομένως ότι οι ευρωπαϊκοί χρηματοοικονομικοί τίτλοι μπορούν να αποτελέσουν ένα σταθερό και ασφαλές επενδυτικό καταφύγιο ακόμη και σε περιόδους έντονης διεθνούς οικονομικής αβεβαιότητας, αναδεικνύοντας μια σημαντική ευκαιρία για την ευρωπαϊκή οικονομία. Οι εξελίξεις αυτές συνοδεύθηκαν και από την ανατίμηση κατά 4,6% του ευρώ έναντι του δολαρίου την ίδια περίοδο.

Οι τιμές των ευρωπαϊκών μετοχών παρουσιάζουν επίσης ισχυρή υπερβάλλουσα απόδοση συγκριτικά με τις τιμές των αμερικανικών μετοχών, σε αντίθεση με τα προηγούμενα έτη όταν οι μετοχές στις ΗΠΑ παρουσίαζαν σημαντικά ισχυρότερες αποδόσεις, στηριζόμενες κυρίως από τις μετοχές του τεχνολογικού κλάδου.⁵ Η εξέλιξη αυτή έχει επέλθει επειδή αντιστράφηκε η αρχικά θετική τάση των τιμών των μετοχών στις ΗΠΑ. Ιδίως κατά την αναταραχή του Απριλίου, οι τιμές των μετοχών στις ΗΠΑ μειώθηκαν σημαντικά: ενδεικτικά, στις 10.4.2025, δηλ. λίγο πριν τη συμφωνία ΗΠΑ και Κίνας να αναστείλουν για 90 ημέρες την αμοιβαία επιβολή δασμών, ο δείκτης S&P 500 σημείωνε πτώση κατά 7,2% σε σχέση με το επίπεδό του στις 2.4.2025. Η πτώση αυτή όμως αντιστράφηκε μετά την ανακοίνωση της αναστολής των δασμών, εξέλιξη στην οποία έχουν συμβάλει και οι σημαντικές ανακοινώσεις για επαναγορές μετοχών από αμερικανικές εισηγμένες εταιρίες.

Συνοπτικά, διαμορφώνεται ένα περιβάλλον όπου οι μακροοικονομικές παραδοχές που ενσωματώνονται στις αποτιμήσεις μετοχών και ομολόγων ενέχουν σημαντική αβεβαιότητα. Στο πλαίσιο αυτό, η αβεβαιότητα σχετικά με την ασκούμενη οικονομική πολιτική και η συνεπαγόμενη χειροτέρευση του οικονομικού και επενδυτικού κλίματος στις ΗΠΑ έχουν αυξήσει τις πιθανότητες για επιβράδυνση της δραστηριότητας στην αμερικανική οικονομία (βλ. Πλαίσιο VII.2). Έτσι, οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες είναι ιδιαίτερα ευάλωτες και το επενδυτικό κλίμα έχει επιδεινωθεί διεθνώς. Από την άλλη πλευρά, το περιβάλλον αυτό ανέδειξε την ευκαιρία να αυξηθούν οι εισροές επενδυτικών κεφαλαίων στην ευρωζώνη, ενισχύοντας έτσι τη διαθεσιμότητα κεφαλαίων και μειώνοντας το κόστος χρηματοδότησης για την οικονομία της.

Διάγραμμα VII.7 Ροές σε επενδυτικές θέσεις στη ζώνη του ευρώ και τις ΗΠΑ

(% της συνολικής αξίας ενεργητικού των επενδυτικών κεφαλαίων)



Πηγές: LSEG-Lipper και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος. Σημειώσεις: Οι ράβδοι δείχνουν τις εισροές (τιμές με θετικό πρόσημο) και εκροές (τιμές με αρνητικό πρόσημο) προς και από επενδυτικά κεφάλαια που επενδύουν σε αγορές των ΗΠΑ και της ζώνης του ευρώ. Η πορτοκαλί ράβδος απεικονίζει τις ροές σε επενδυτικά κεφάλαια που επενδύουν σε ομοσπονδιακά ομόλογα των ΗΠΑ, η κόκκινη ράβδος σε εκείνα που επενδύουν στην αγορά χρήματος σε δολάρια ΗΠΑ, η γαλάζια ράβδος απεικονίζει τις ροές προς τα επενδυτικά κεφάλαια που επενδύουν σε κρατικά ομόλογα της ζώνης του ευρώ και η μπλε ράβδος σε εκείνα που επενδύουν στην αγορά χρήματος του ευρώ. Οι τιμές αφορούν τις μηνιαίες καθαρές ροές (δηλ. εισροές μείον εκροές) ως ποσοστό της καθαρής αξίας του ενεργητικού των επενδυτικών κεφαλαίων στις 31.12.2024.

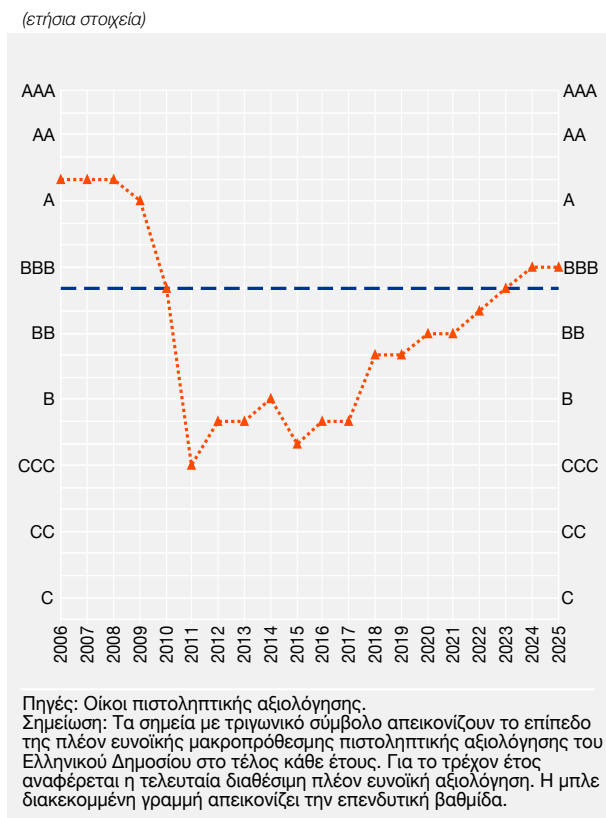
2 ΟΜΟΛΟΓΑ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ

2.1 Εξελίξεις στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις

Η κρατική πιστοληπτική αξιολόγηση της Ελλάδος έχει αναβαθμιστεί σημαντικά τα τελευταία χρόνια, με περαιτέρω θετικές εξελίξεις να συντελούνται το 2024 και το 2025. Συγκεκριμένα, όλοι οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης που είναι αποδεκτοί με βάση το πλαίσιο εφαρμογής της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος (δηλ. οι Fitch, Moody's, Morningstar DBRS, Scope

⁵ Ενδεικτικά, στις 5.6.2025 ο δείκτης των ευρωπαϊκών μετοχών Euro Stoxx παρουσίασε άνοδο κατά 12,8% και ο γερμανικός δείκτης DAX κατά 22,2% από τις αρχές του 2025, ενώ ο δείκτης των μετοχών στις ΗΠΑ S&P 500 παρέμεινε περίπου στα ίδια επίπεδα με τις αρχές του έτους (+1%) μετά από έντονες διακυμάνσεις και ο δείκτης MSCI World αυξήθηκε κατά 4,9%. Ταυτόχρονα, οι δείκτες μεταβλητότητας VIX και VDAX καταγράφουν σημαντική άνοδο τους πρώτους μήνες του 2025 σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2024.

Διάγραμμα VII.8 Πιστοληπτική αξιολόγηση του Ελληνικού Δημοσίου (2006-2025)



Ratings και S&P) έχουν πλέον αποδώσει κρατική πιστοληπτική αξιολόγηση για την Ελλάδα εντός της επενδυτικής κατηγορίας (βλ. Διάγραμμα VII.8). Μετά την αναβάθμιση από τον οίκο Scope Ratings στο τέλος του 2024 της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης (από BBB- σε BBB), στις αρχές Μαρτίου του 2025 ο οίκος Morningstar DBRS αναβάθμισε την ελληνική οικονομία σε BBB από BBB (low), ενώ στα μέσα Μαρτίου του 2025 ο οίκος Moody's προέβη σε αναβάθμιση, από Ba1 (ισοδύναμη της BB+) σε Baa3 (ισοδύναμη της BBB-). Τέλος, τον Απρίλιο του 2025 ο οίκος S&P αναβάθμισε περαιτέρω την ελληνική οικονομία σε BBB από BBB-.

Σύμφωνα με τους διεθνείς οίκους αξιολόγησης, οι παράγοντες που οδήγησαν στις αναβαθμίσεις είναι η ισχυρότερη του αναμενομένου ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας, η υπεραπόδοση των δημοσιονομικών μεγεθών έναντι των στόχων και η σημαντική μείωση του δημόσιου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ. Οι αναβαθμίσεις της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος έχουν ευρύτερες θετικές επιδράσεις, όπως φαίνεται τόσο από τις αναβαθμίσεις πιστοληπτικών αξιολογήσεων ελληνικών τραπεζών και επιχειρήσεων, που συντελούν στη μείωση του κόστους δανεισμού

στην ελληνική οικονομία συνολικά, όσο και από την αύξηση των θέσεων των διεθνών επενδυτικών κεφαλαίων σε ελληνικά ομόλογα και μετοχές. Η περαιτέρω βελτίωση των δημόσιων οικονομικών, η συνέχιση της ισχυρής επίδοσης της ελληνικής οικονομίας και η προώθηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων εκτιμάται ότι θα στηρίξουν τις πιστοληπτικές αξιολογήσεις και θα οδηγήσουν σε περαιτέρω αναβαθμίσεις.

2.2 Εξελίξεις στις αγορές

Οι πιστοληπτικές αξιολογήσεις διαδραματίζουν ιδιαίτερα σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση των τοποθετήσεων από μεγάλους διεθνείς επενδυτές. Έτσι, η ζήτηση ελληνικών κρατικών ομολόγων εκ μέρους διεθνών επενδυτών έχει ενισχυθεί, ήδη από το διαφάνηκε η προοπτική αναβάθμισης της ελληνικής οικονομίας στην επενδυτική κατηγορία, με αποτέλεσμα τη μεγάλη αύξηση των επενδυτικών θέσεων σε ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου (ΟΕΔ).⁶ Ειδικότερα, με βάση τα στοιχεία της Διεθνούς Επενδυτικής Θέσης, από το α' τρίμηνο του 2023, δηλ. λίγο πριν την πρώτη αναβάθμιση στη επενδυτική κατηγορία, έως το δ' τρίμηνο του 2024, οι θέσεις διεθνών επενδυτών σε ελληνικά κρατικά ομόλογα έχουν αυξηθεί κατά 5,5 δισεκ. ευρώ.

Συνεπώς, οι αναβαθμίσεις, καθώς αυξάνουν τη ζήτηση ελληνικών τίτλων, ασκούν μειωτική επίδραση στις αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων, μέσω της μείωσης της συνιστώσας πιστωτικού κινδύνου των ελληνικών ομολόγων.⁷ Αυτό φαίνεται από το γεγονός ότι οι διαφορές αποδόσεων των ΟΕΔ έναντι άλλων κρατικών ομολόγων της ευρωζώνης έχουν περιοριστεί και

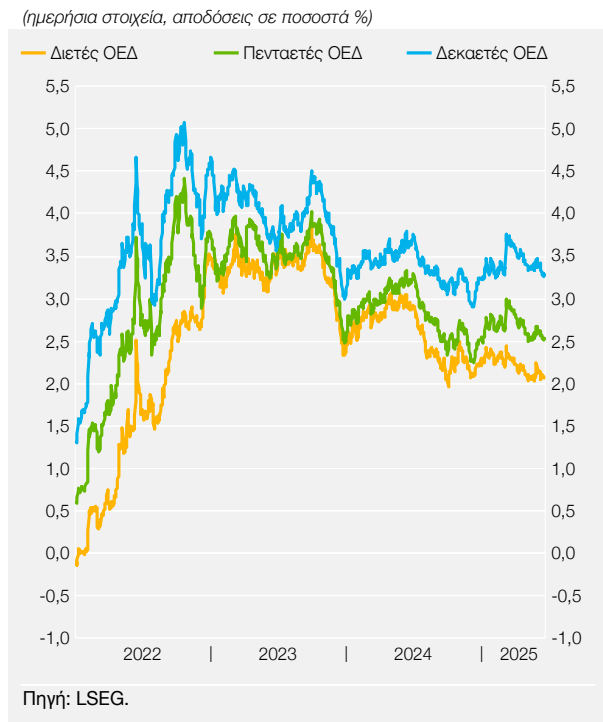
6 Βλ. Giannakidis, C., A. Kontinopoulos, L. Karathanos, A. Lampousis and P. Migiakis (2024), "The investment grade and funds' portfolio allocation in Greek assets", Bank of Greece, *Economic Bulletin*, No. 59, 7-24.

7 Βλ. Πλαίσιο VII.1 "Οι επιδράσεις των αυξήσεων των επιτοκίων και των αναβαθμίσεων στις αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων", Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική 2022-2023*, Ιούνιος 2023.

**Διάγραμμα VII.9 Διαφορές αποδόσεων 10ετών
κρατικών ομολόγων
(Ιανουάριος 2022-Ιούνιος 2025)**



**Διάγραμμα VII.10 Αποδόσεις ελληνικών κρατικών
ομολόγων
(Ιανουάριος 2022-Ιούνιος 2025)**



βρίσκονται σε επίπεδα συγκρίσιμα με εκείνα προ της κρίσης χρέους (βλ. Διάγραμμα VII.9).⁸ Συγκεκριμένα, η διαφορά αποδόσεων (spread) του ελληνικού 10ετούς ομολόγου έναντι του αντίστοιχου γερμανικού τίτλου ήταν 73 μ.β. στις 5.6.2025, περίπου 125 μ.β. χαμηλότερη σε σχέση με το μέσο επίπεδό της το α' τρίμηνο του 2023, δηλ. πριν από τη διαμόρφωση προσδοκιών για επικείμενη αναβάθμιση στην επενδυτική κατηγορία. Επίσης, οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων συνεχίζουν να είναι μειωμένες και έναντι άλλων ομολόγων της ευρωζώνης με συγκρίσιμη πιστοληπτική αξιολόγηση, όπως τα ιταλικά κρατικά ομόλογα.

Το 2025 οι αποδόσεις των ΟΕΔ έχουν ακολουθήσει τις εξελίξεις στις αποδόσεις των άλλων κρατικών ομολόγων της ευρωζώνης. Έτσι, αυξήθηκαν στα μέσα Μαρτίου, καθώς η αύξηση των αποδόσεων των γερμανικών ομολόγων άσκησε ανοδική επίδραση και στις αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων. Όμως, κατά τη διάρκεια της αναταραχής του Απριλίου στις διεθνείς αγορές μειώθηκαν, σε στενή συνάφεια με εκείνες των υπόλοιπων κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ. Έτσι, στις 5.6.2025 οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων σε όλο το εύρος της καμπύλης αποδόσεων βρίσκονταν περίπου στα ίδια επίπεδα όπως στις αρχές του έτους (βλ. Διάγραμμα VII.10).

Το Ελληνικό Δημόσιο (ΕΔ) αύξησε την άντληση κεφαλαίων με μεσομακροπρόθεσμη διάρκεια από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές το 2024, ενώ η ισχυρή ζήτηση που εκδηλώθηκε για τις εκδόσεις του 2024 συνεχίστηκε στις αρχές του 2025. Οι εκδόσεις ομολόγων που έχουν πραγματοποιηθεί ήδη εντός του 2025 έχουν καλύψει σχεδόν το σύνολο του χρηματοδοτικού προγράμματος του ΕΔ, με μεσοσταθμική απόδοση 3,8% και μεσοσταθμική διάρκεια 13,5 έτη. Πιο αναλυτικά, τον Ιανουάριο του 2025 το ΕΔ εξέδωσε ομόλογο 10ετούς διάρκειας, αντλώντας 4 δισεκ. ευρώ, με τις προσφορές να υπερκαλύπτουν κατά 10 φορές το ύψος της έκδοσης και την απόδοση να

8 Ο μέσος όρος των τιμών της διαφοράς αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων 10ετούς διάρκειας έναντι των αντίστοιχων γερμανικών για την περίοδο από την 1.1.2007 έως το τέλος Σεπτεμβρίου του 2009 ήταν 87 μ.β.

διαμορφώνεται σε 3,637%. Στις 12.2.2025 έγινε επανέκδοση του ομολόγου του Ιανουαρίου, ύψους 250 εκατ. ευρώ και με απόδοση 3,24%. Επιπλέον, στα μέσα Μαρτίου του 2025 το ΕΔ προχώρησε σε επανεκδόσεις των ΟΕΔ 15ετούς και 30ετούς διάρκειας, με απόδοση 4,057% και 4,408% αντίστοιχα, αντλώντας συνολικά 3 δισεκ. ευρώ. Οι εκδόσεις αυτές υπερκαλύφθηκαν κατά 17 και 20 φορές αντίστοιχα από τις προσφορές των επενδυτών.

Η ρευστότητα στη δευτερογενή αγορά ομολόγων του ΕΔ παρουσιάζεται αυξημένη την περίοδο υπό επισκόπηση για το 2025, σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2024. Συγκεκριμένα, τους πέντε πρώτους μήνες του 2025 η μέση ημερήσια αξία συναλλαγών στην Ηλεκτρονική Δευτερογενή Αγορά Τίτλων (ΗΔΑΤ) διαμορφώθηκε σε 187,3 εκατ. ευρώ μεσοσταθμικά, έναντι 80,2 εκατ. ευρώ το αντίστοιχο διάστημα του 2024. Τέλος, στο Σύστημα Άυλων Τίτλων (ΣΑΤ), μέσω του οποίου διακανονίζονται τόσο εγχώριες όσο και διεθνείς συναλλαγές σε ομόλογα του ΕΔ, η μέση ημερήσια αξία αγοραπωλησιών τους πέντε πρώτους μήνες του 2025 διαμορφώθηκε σε 756 εκατ. ευρώ, ενώ το αντίστοιχο διάστημα του 2024 η μέση ημερήσια αξία αγοραπωλησιών ήταν 557 εκατ. ευρώ αντίστοιχα.

3 ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ

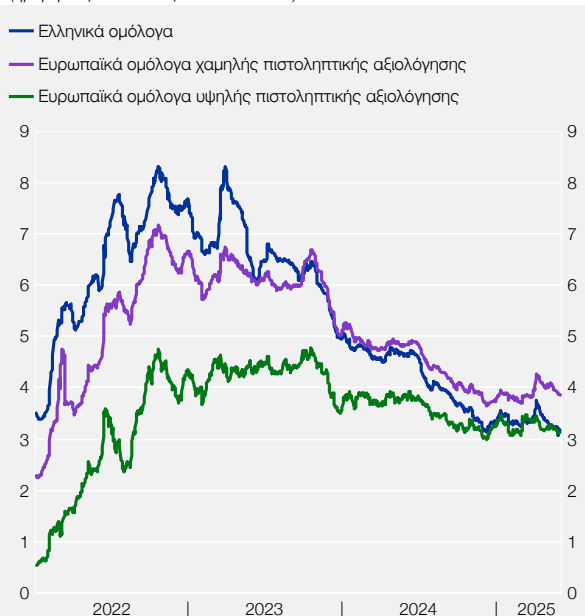
3.1 Ομόλογα ελληνικών τραπεζών

Σε συνάφεια με τις αναβαθμίσεις της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης, συνεχίστηκαν οι αναβαθμίσεις των πιστοληπτικών αξιολογήσεων των σημαντικών ελληνικών τραπεζών. Συγκεκριμένα, τον Ιανουάριο του 2025 ο οίκος S&P προχώρησε σε αναβάθμιση, κατά μία βαθμίδα, της πιστοληπτικής αξιολόγησης της Εθνικής (σε BBB από BB+), της Eurobank (σε BBB από BB+) και της Πειραιώς (σε BB+ από BB). Επίσης, ο οίκος Morningstar DBRS αναβάθμισε το Μάρτιο τις αξιολογήσεις που δίνει για τις καταθέσεις στην Εθνική και τη Eurobank σε BBB από BBB (low) και τον Απρίλιο την αντίστοιχη αξιολόγηση της Πειραιώς ομοίως σε BBB. Παράλληλα, ο οίκος Moody's αναβάθμισε τις αξιολογήσεις για τις καταθέσεις στην Εθνική και τη Eurobank σε Baa1 από Baa2, στην Alpha Bank και την Πειραιώς σε Baa2 από Baa3, καθώς και στην Τράπεζα Αττικής σε Ba2 από B1. Σε αναβαθμίσεις προχώρησε και ο οίκος Fitch κατά μία βαθμίδα (Εθνική και Eurobank σε BBB- και Alpha Bank και Πειραιώς σε BB+, με θετικές προοπτικές για τις τελευταίες). Έτσι, όλες οι ελληνικές σημαντικές τράπεζες αξιολογούνται πλέον στην επενδυτική κατηγορία.

Οι συνεχιζόμενες αναβαθμίσεις των τραπεζών ασκούν μειωτική επίδραση στο κόστος χρηματοδότησής τους από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Έτσι, οι αποδόσεις των ομολόγων τους στη δευτερογενή αγορά συνεχίζουν την καθοδική τους πορεία, παρά την πρόσφατη αύξηση των αποδόσεων στην ευρωπαϊκή αγορά τραπεζικών ομολόγων. Ως αποτέλεσμα, οι αποδόσεις των τραπεζικών ομολόγων υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας έχουν μειωθεί, κατά μέσο όρο, κατά περίπου 440 μ.β. από τον Απρίλιο του 2023,

Διάγραμμα VII.11 Αποδόσεις ελληνικών και ευρωπαϊκών τραπεζικών ομολόγων υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας (Ιανουάριος 2022-Ιούνιος 2025)

(ημερήσιες αποδόσεις σε ποσοστά %)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και LSEG.

Σημείωση: Η μπλε γραμμή απεικονίζει τη διαχρονική εξέλιξη της μέσης απόδοσης των ομολόγων υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας (senior) των ελληνικών τραπεζών, σταθμισμένων ως προς την αξία της έκδοσης. Η πράσινη γραμμή απεικονίζει την απόδοση του δείκτη iBoxx για τα ευρωπαϊκά τραπεζικά ομόλογα υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας που ανήκουν στην επενδυτική κατηγορία (investment grade-IG) και η μωβ γραμμή την απόδοση του δείκτη iBoxx για τα ευρωπαϊκά ομόλογα υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας με αξιολόγηση κάτω από το όριο της επενδυτικής κατηγορίας (non-IG).

όταν ο οίκος S&P σηματοδότησε την επικείμενη αναβάθμιση της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης για την ελληνική οικονομία στην επενδυτική κατηγορία (βλ. Διάγραμμα VII.11).

Σε συνάφεια με τη μείωση των αποδόσεων στη δευτερογενή αγορά, συνεχίζεται η τάση μείωσης του κόστους δανεισμού των ελληνικών τραπεζών στην πρωτογενή αγορά. Έτσι το 2025, παρά την πρόσφατη αύξηση των αποδόσεων στην ευρωπαϊκή αγορά τραπεζικών ομολόγων, παρατηρείται περαιτέρω μείωση του κόστους δανεισμού στις νέες εκδόσεις ομολόγων των σημαντικών ελληνικών τραπεζών.⁹ Το 2025 η εκδοτική δραστηριότητα συνεχίζεται, αν και πιο περιορισμένη σε σχέση με πέρυσι, και επί του παρόντος ανέρχεται σε 1,9 δισεκ. ευρώ.¹⁰

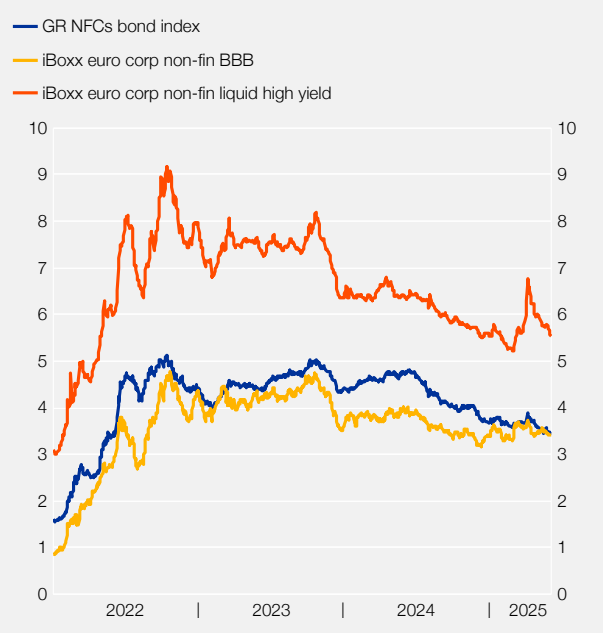
3.2 Ομόλογα ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων

Οι ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις τους πέντε πρώτους μήνες του 2025 δεν έχουν προχωρήσει σε νέες εκδόσεις σε συνάφεια με τις περιορισμένες ανάγκες αναχρηματοδότησης ομολόγων που λήγουν.¹¹ Από το δεύτερο εξάμηνο του 2024 οι αποδόσεις των ομολόγων μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων ακολουθούν πτωτική τάση, με αποτέλεσμα τη σύγκλισή τους με τις αποδόσεις ευρωπαϊκών ομολόγων κοντά στο όριο της επενδυτικής κατηγορίας (BBB). Μάλιστα, η εξέλιξη αυτή συνεχίζεται και τους πέντε πρώτους μήνες του 2025, παρά την αναταραχή που σημειώθηκε στις διεθνείς αγορές. Έτσι, οι αποδόσεις των ομολόγων ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων μειώθηκαν, υπεραποδίδοντας σε σχέση με τα ευρωπαϊκά εταιρικά ομόλογα, καθώς τα οφέλη από τις διαδοχικές θετικές εξελίξεις στην κρατική πιστοληπτική αξιολόγηση, σε συνδυασμό με τις προσδοκίες για μείωση των βασικών επιτοκίων, αντιστάθμισαν για τα ελληνικά εταιρικά ομόλογα τις ανοδικές επιδράσεις στις αποδόσεις άλλων ευρωπαϊκών εταιρικών ομολόγων.

Συγκεκριμένα, η μεσοσταθμική απόδοση των ομολόγων ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων ήταν κατά μέσο όρο 3,65% το διάστημα 1.1-5.6.2025, περίπου 15 μ.β. υψηλότερη από την αντίστοιχη απόδοση των ευρωπαϊκών ομολόγων κοντά στο όριο της επενδυτικής κα-

Διάγραμμα VII.12 Αποδόσεις ομολόγων ελληνικών και λοιπών ευρωπαϊκών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (Ιανουάριος 2022-Ιούνιος 2025)

(ημερήσια στοιχεία, αποδόσεις σε ποσοστά %)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και LSEG.

Σημειώσεις: Ο δείκτης GR NFCs bond index απεικονίζει τη μεσοσταθμική απόδοση των ομολόγων των ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων που έχουν εκδώσει τίτλους (Eurobonds) από το Δεκέμβριο του 2012 και εξής. Οι δείκτες iBoxx είναι μεσοσταθμικοί δείκτες για εταιρικά ομόλογα μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων σε ευρώ. Ο δείκτης "iBoxx euro corp non-fin BBB" περιέχει ομόλογα εταιριών με πιστοληπτική διαβάθμιση BBB και ο δείκτης "iBoxx euro corp non-fin liquid high yield" ομόλογα εταιριών με πιστοληπτική διαβάθμιση κάτω από το όριο της επενδυτικής βαθμίδας (high yield/non-investment grade).

- 9 Από την αρχή του έτους, η απόδοση για τα νεοεκδοθέντα ομόλογα υψηλής και χαμηλής εξοφλητικής προτεραιότητας από τις τέσσερις σημαντικές ελληνικές τράπεζες ανέρχεται σε 3,4% και 5,3% αντίστοιχα. Το κόστος αυτό είναι μειωμένο σε σχέση με το μεσοσταθμικό κόστος έκδοσης ομολόγων από τις ίδιες τράπεζες το 2024 (απόδοση στην έκδοση: 4,3% για τα ομόλογα υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας και 6,2% για τα ομόλογα χαμηλής εξοφλητικής προτεραιότητας, δηλ. χαμηλότερα κατά περίπου 90 μ.β. αντίστοιχα από ό,τι το προηγούμενο έτος).
- 10 Οι σημαντικές ελληνικές τράπεζες έχουν εκδώσει ομόλογα συνολικής αξίας περίπου 22,6 δισεκ. ευρώ από το 2018. Από τα υφιστάμενα ομόλογα, 12,4 δισεκ. ευρώ αφορούν ομόλογα υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας και 7,1 δισεκ. ευρώ χαμηλής εξοφλητικής προτεραιότητας.
- 11 Το 2024 άντλησαν χρηματοδότηση ύψους 2,13 δισεκ. ευρώ μέσω της έκδοσης πέντε ομολόγων. Από το 2013, ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις έχουν εκδώσει σε διεθνείς αγορές, μέσω θυγατρικών τους, ομόλογα συνολικής αξίας περίπου 14,5 δισεκ. ευρώ, με υφιστάμενο υπόλοιπο 4,9 δισεκ. ευρώ. Στην εγχώρια αγορά, από το 2016 έχουν εκδοθεί ομόλογα συνολικού ύψους περίπου 4,9 δισεκ. ευρώ, με υφιστάμενο υπόλοιπο 3,8 δισεκ. ευρώ.

τηγορίας (BBB). Στις 5.6.2025 οι αποδόσεις των ομολόγων ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων κατέγραψαν μείωση της τάξεως των 20 μ.β. σε σχέση με τις αρχές του έτους, ενώ εκείνες των ευρωπαϊκών εταιρικών ομολόγων κοντά στο όριο της επενδυτικής κατηγορίας (BBB) αυξήθηκαν κατά 7 μ.β. και εκείνες των ομολόγων κάτω από το όριο της επενδυτικής κατηγορίας (high-yield bonds) μειώθηκαν κατά 9 μ.β. (βλ. Διάγραμμα VII.12).

4 ΑΓΟΡΑ ΜΕΤΟΧΩΝ

4.1 Τιμές μετοχών

Οι τιμές των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών ακολούθησαν σε σημαντικό βαθμό τις διεθνείς εξελίξεις, συνεχίζοντας την ανοδική τους πορεία στις αρχές του 2025, ενώ η σημαντική υποχώρηση που καταγράφηκε στις αρχές Απριλίου, λόγω της αναταραχής στις διεθνείς αγορές, αντιστράφηκε στη συνέχεια σε μεγάλο βαθμό (μεταβολή γενικού δείκτη από την αρχή του 2025: +25,1%, βλ. Διάγραμμα VII.13). Σε αυτό το περιβάλλον έντονης αβεβαιότητας στις διεθνείς αγορές κεφαλαίων, το επίπεδο της μεταβλητότητας τους πέντε πρώτους μήνες του 2025 αυξήθηκε, με την ετησιοποιημένη μεταβλητότητα των ημερήσιων αποδόσεων το διάστημα 1.1-5.6.2025 να βρίσκεται στο 23%, καταγράφοντας αύξηση κατά 10 ποσ. μον. σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του 2024. Σε κλαδικό επίπεδο, τη θετική επίδοση του γενικού δείκτη από την αρχή του 2025 στήριξαν οι μετοχές των ελληνικών τραπεζών, ενώ οι περισσότεροι κλάδοι κατέγραψαν θετικές αποδόσεις.

Η σημαντική ενίσχυση της ζήτησης ελληνικών αξιογράφων εκ μέρους διεθνών επενδυτών έχει οδηγήσει σε αύξηση των επενδυτικών θέσεων σε ελληνικές μετοχές κατά 11 δισεκ. ευρώ από το α' τρίμηνο του 2023, σύμφωνα

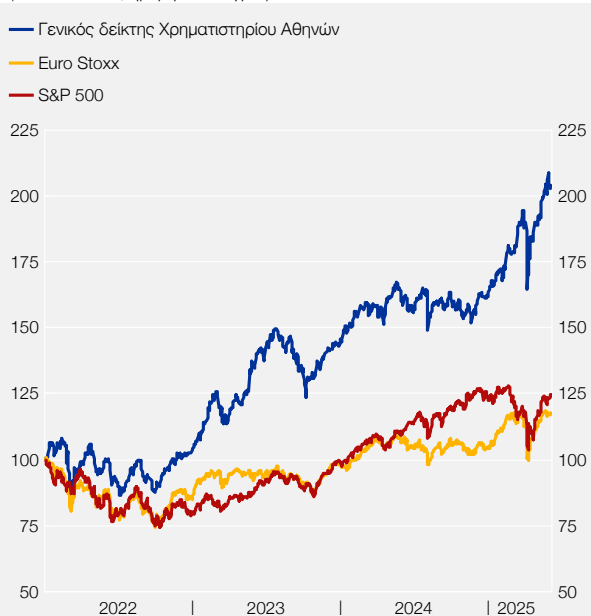
με τα στοιχεία της Διεθνούς Επενδυτικής Θέσης, διευκολύνοντας μεταξύ άλλων τη χρηματοδότηση ελληνικών εταιριών μέσω του χρηματιστηρίου. Έτσι, από τις αρχές του 2025 καταγράφηκαν τρεις εισαγωγές και τρεις διαγραφές στην κύρια αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών, ενώ πραγματοποιήθηκε μεγαλύτερο ύψος αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου από εισηγμένες εταιρίες του μη χρηματοπιστωτικού τομέα. Συμπεριλαμβανομένων των νέων εισαγωγών, το συνολικό ύψος των κεφαλαίων που αντλήθηκαν το διάστημα Ιανουαρίου-Μαΐου 2025 ήταν 531,4 εκατ. ευρώ, έναντι 240,8 εκατ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2024. Τέλος, η συναλλακτική δραστηριότητα στο Χρηματιστήριο Αθηνών (μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών) ανήλθε σε 196 εκατ. ευρώ από τις αρχές του 2025, ενισχυμένη κατά 35% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2024.

4.2 Αποδοτικότητα εισηγμένων επιχειρήσεων

Τα αποτελέσματα των εισηγμένων μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων με έδρα την Ελλάδα δείχνουν αύξηση του κύκλου εργασιών, αλλά μείωση της κερδοφορίας το 2024. Σύμφωνα με τις μέχρι τώρα δημοσιεύσεις στοιχείων από τις οικονομικές καταστάσεις των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών επιχειρήσεων, ο κύκλος εργασιών αυξήθηκε κατά 3,3% έναντι του 2023, ωστόσο τα κέρδη προ φόρων υποχώρησαν (κατά 10,2%) καθώς επηρεάστηκαν αρνητικά, με-

Διάγραμμα VII.13 Δείκτες τιμών μετοχών (Ιανουάριος 2022-Ιούνιος 2025)

(1.1.2022=100, ημερήσια στοιχεία)



Πηγή: LSEG.

Σημείωση: Οι δείκτες έχουν επανυπολογιστεί με σημείο αναφοράς την αρχή του 2022 (1.1.2022=100) και οι υπόλοιπες παρατηρήσεις αποτυπώνουν την εξέλιξη των δεικτών σε σχέση με την τιμή αναφοράς.

ταξύ άλλων, από την αύξηση των αποσβέσεων (+11,2%) και των εξόδων δανείων (+12,2%).¹² Βέβαια, οι υψηλότερες αποσβέσεις υποδεικνύουν αυξημένες επενδύσεις (απόκτηση πάγιων περιουσιακών στοιχείων), ενώ και τα υπόλοιπα του δανεισμού των επιχειρήσεων έχουν αυξηθεί (+16,1%). Επίσης, σημειώνεται ότι τα αποτελέσματα για τον κύκλο εργασιών και τα κέρδη προ φόρων είναι ευνοϊκότερα (αύξηση κατά 6,5% και 0,2% αντίστοιχα) εάν εξαιρεθεί ο κλάδος των εταιριών ενέργειας και κοινής ωφέλειας. Τέλος, ο δείκτης περιθωρίου κέρδους, οι δείκτες αποδοτικότητας ενεργητικού και ιδίων κεφαλαίων και ο δείκτης ρευστότητας εμφάνισαν πτώση, ενώ ο δείκτης μόχλευσης αυξήθηκε.

- 12 Μεταβολή αριθμοδεικτών 2024 έναντι 2023: (α) λόγος “κέρδη προ φόρων προς πωλήσεις”: 9,4%, έναντι 10,3%, (β) δείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού (RoA): 5,6%, έναντι 7,3%, (γ) δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (RoE): 15,9%, έναντι 16,4% (αποκλείονται οι εταιρίες με αρνητικά ίδια κεφάλαια), (δ) διάμεσος του λόγου ρευστότητας “κυκλοφορούν ενεργητικό προς βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις”: 154,3%, έναντι 160,1%, και (ε) διάμεσος του λόγου μόχλευσης “συνολικός δανεισμός προς σύνολο ενεργητικού”: 33,1%, έναντι 32,0%.

Πλαίσιο VII.1

ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΜΕΤΑΔΟΣΗΣ ΣΤΑ ΚΡΑΤΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ ΤΩΝ ΗΠΑ ΚΑΙ ΤΗΣ ΖΩΝΗΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

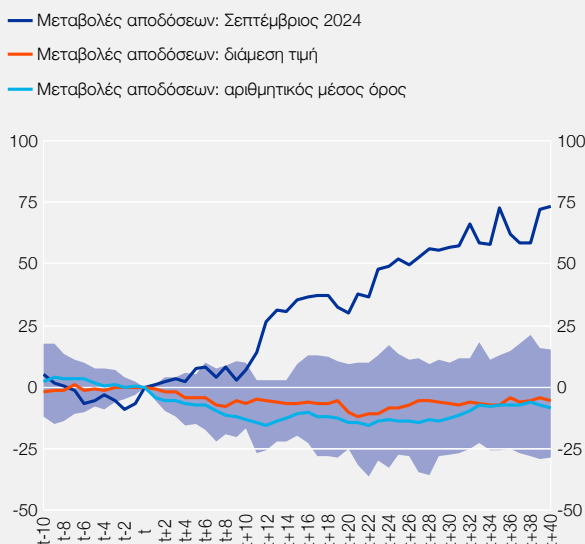
Τα ομοσπονδιακά ομόλογα των ΗΠΑ αποτελούν τα ομόλογα αναφοράς για τις διεθνείς αγορές ομολόγων. Λόγω της υψηλής ρευστότητας στην αγορά ομοσπονδιακών ομολόγων των ΗΠΑ και της ασφάλειας που αυτά προσφέρουν, οι αποδόσεις των ομολόγων των ΗΠΑ είναι χαμηλότερες εκείνων που δικαιολογούν οι πιστοληπτικές αξιολογήσεις τους και κατ' επέκταση τα θεμελιώδη μεγέθη της οικονομίας των ΗΠΑ.¹ Η ζήτηση για τα ομοσπονδιακά ομόλογα των ΗΠΑ, καθώς και η θέση τους ως ομολόγων αναφοράς στις διεθνείς κεφαλαιαγορές, ενισχύθηκαν μετά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-2009.² Σε συνάφεια με τα προαναφερθέντα, καταδεικνύεται ότι η νομισματική πολιτική της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ (Fed) ασκεί σημαντική επίδραση διεθνώς, διαμορφώνοντας σε μεγάλο βαθμό τις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές συνθήκες.³

Η νομισματική πολιτική της Fed μεταδίδεται στις αποδόσεις των ομοσπονδιακών ομολόγων μέσω του μηχανισμού διαμόρφωσης των προσδοκιών για τα επιτόκια πολιτικής, ο οποίος επηρεάζει την καμπύλη αποδόσεων.⁴ Βέβαια, η καμπύλη αποδόσεων αποτυπώνει και άλλους παράγοντες. Έτσι, πρόσφατες μελέτες σχετικές με τις παραμέτρους των αποδόσεων των ομολόγων σε όλο το εύρος των διαρκειών υποδεικνύουν την ύπαρξη δύο συνιστωσών: εκείνης των αναμενόμενων επιτοκίων πολιτικής που επηρεάζει τις ομολογιακές αποδόσεις (συνιστώσα προσδοκιών, *expectations component*) και της συνιστώσας που αντανάκλα την αβεβαιότητα για την πορεία των επιτοκίων πολιτικής μέχρι τη λήξη του ομολόγου (*term premium*). Η δεύτερη αυτή συνιστώσα αυξάνεται με τη διάρκεια του ομολόγου και επηρεάζεται από τις προτιμήσεις των επενδυτών σε σχέση με τη διάρκεια διακράτησης των ομολόγων.⁵

- 1 Οι αποδόσεις των ομοσπονδιακών ομολόγων των ΗΠΑ ενσωματώνουν μικρότερο premium, γνωστό στη διεθνή βιβλιογραφία και ως “convenience yield”, το οποίο είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν οι επενδυτές λόγω της ασφάλειας που προσφέρουν τα ομόλογα αυτά και της ρευστότητας στην αγορά ομολόγων των ΗΠΑ (βλ. Krishnamurthy, A. and A. Vissing-Jorgensen (2012), “[The aggregate demand for Treasury debt](#)”, *Journal of Political Economy*, 120(2), 233-267), με αποτέλεσμα οι αποδόσεις τους να είναι χαμηλότερες εκείνων που απαιτούν οι επενδυτές από άλλα ομόλογα με υψηλή διαβάθμιση. Μάλιστα, έχει υποστηριχθεί ότι τα χαρακτηριστικά ασφάλειας και ρευστότητας των ομολόγων των ΗΠΑ προσομοιάζουν σε εκείνα του χρήματος (βλ. Nagel, S. (2016), “[The liquidity premium of near-money assets](#)”, *The Quarterly Journal of Economics*, 131(4), 1927-1972).
- 2 Βλ. Du, W., J. Im and J. Schreger (2018), “[The U.S. Treasury premium](#)”, *Journal of International Economics*, 112, 167-181.
- 3 Βλ. Miranda-Agrippino, S. and H. Rey (2020), “[U.S. monetary policy and the global financial cycle](#)”, *The Review of Economic Studies*, 87(6), 2754-2776.
- 4 Βλ. μεταξύ άλλων Evans, C. and D. Marshall (1998), “[Monetary policy and the term structure of interest rates: evidence and theory](#)”, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 49, 53-111, και Ang, A., J. Boivin, S. Dong and R. Loo-Kung (2011), “[Monetary policy shifts and the term structure](#)”, *The Review of Economic Studies*, 78(2), 429-457.
- 5 Βλ. για παράδειγμα Adrian, T., R. Crump and E. Moench (2013), “[Pricing the term structure with linear regressions](#)”, *Journal of Financial Economics*, 110(1), 110-138, και Gürkaynak, R., B. Sack and J. Wright (2007), “[The U.S. Treasury yield curve: 1961 to the present](#)”, *Journal of Monetary Economics*, 54(8), 2291-2304.

Διάγραμμα Α Μεταβολές αποδόσεων του 10ετούς ομοσπονδιακού ομολόγου των ΗΠΑ σε περιπτώσεις μειώσεων επιτοκίων από τη Fed (1962-2025)

(ημέρες από τη μείωση επιτοκίων, μονάδες βάσης)



Πηγές: Federal Reserve Bank of Saint Louis και LSEG, υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.
Σημειώσεις: Το διάγραμμα απεικονίζει τις μεταβολές των αποδόσεων του 10ετούς ομοσπονδιακού ομολόγου των ΗΠΑ για περίοδο από 10 ημέρες πριν έως 40 ημέρες μετά από μια ανακοίνωση μείωσης του βασικού επιτοκίου από τη Fed. Η μπλε γραμμή είναι η μεταβολή των αποδόσεων γύρω από την ανακοίνωση του Σεπτεμβρίου του 2024, ενώ η γαλάζια και η πορτοκαλί γραμμή είναι ο αριθμητικός μέσος όρος και η διάμεση τιμή, αντίστοιχα, των ιστορικών στοιχείων. Η σκιασμένη περιοχή δείχνει το εύρος των τιμών των δύο ακραίων τεταρτημορίων (δηλ. τη διαφορά μεταξύ των 25% υψηλότερων και των 25% χαμηλότερων τιμών της κατανομής). Τα στοιχεία που χρησιμοποιήθηκαν αφορούν την περίοδο από 1.1.1962 έως 30.4.2025.

ήταν 3,91% (στις 2.9.2024), ενώ στις 5.6.2025 ήταν 4,40%, δηλ. 51 μ.β. υψηλότερα, παρά το γεγονός ότι στην ενδιάμεση περίοδο η Fed έχει μειώσει τα επιτόκιά της κατά 100 μ.β. Η παραμετροποίηση της καμπύλης αποδόσεων των ΗΠΑ παρέχει πληροφόρηση αναφορικά με τους λόγους για τους οποίους παρατηρήθηκε αυτό το φαινόμενο.⁶ Συγκεκριμένα, όπως φαίνεται στο Διάγραμμα Β, η συνιστώσα που αποτυπώνει τις προσδοκίες για την εξέλιξη των βασικών επιτοκίων έχει παραμείνει περίπου σταθερή από το Σεπτέμβριο του 2024. Αντίθετα, η συνιστώσα της αβεβαιότητας έχει αυξηθεί κατά 45 μ.β., δηλ. περίπου όσο έχουν αυξηθεί και οι αποδόσεις των ομολόγων των ΗΠΑ συνολικά την περίοδο αυτή. Η εξέλιξη αυτή έχει επέλθει, σε σημαντικό βαθμό, λόγω και της αβεβαιότητας για την ακολουθούμενη οικονομική πολιτική των ΗΠΑ, η οποία εντάθηκε με τις ανακοινώσεις για επιβολή δασμών και την εν γένει μεταστροφή στην πολιτική προσέγγιση που ορίζει το διεθνές οικονομικό περιβάλλον, επιδρώντας αυξητικά στις απαιτούμενες από τους επενδυτές αποδόσεις για τη διακράτηση αμερικανικών ομοσπονδιακών ομολόγων.⁷

Ταυτόχρονα, την ίδια περίοδο (δηλ. από τις 2.9.2024 έως τις 5.6.2025) παρατηρείται άνοδος των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ. Μάλιστα, συνολικά την περίοδο αυτή, η άνοδος των αποδόσεων

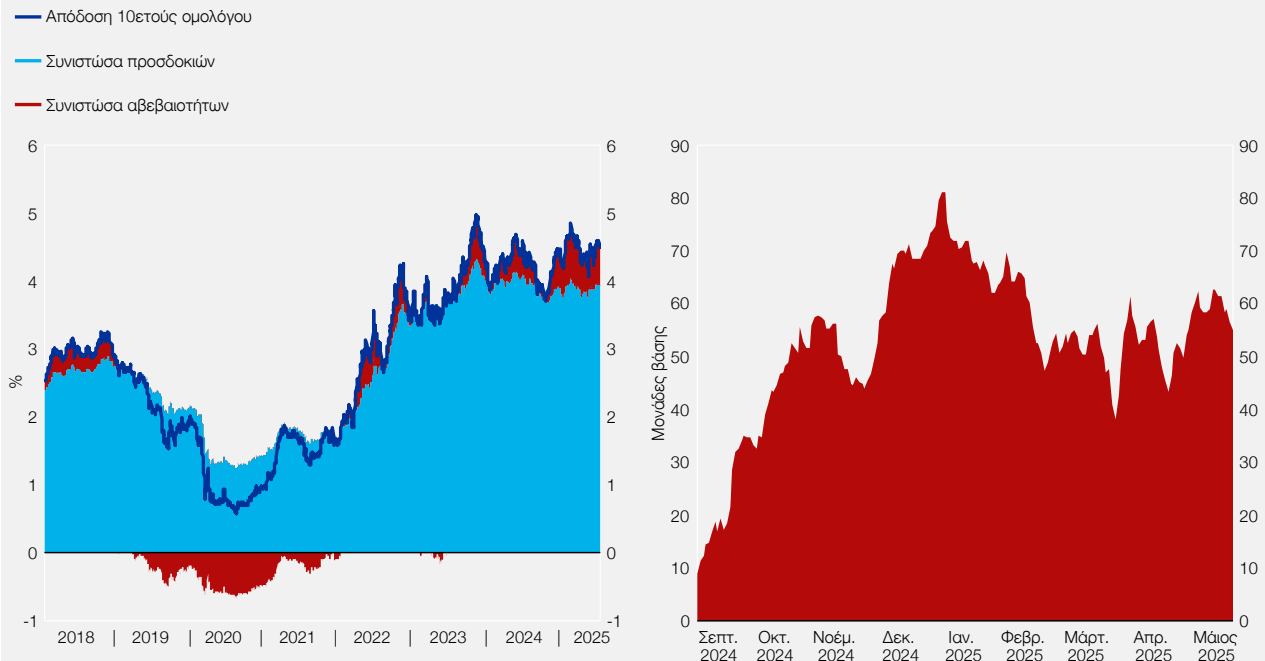
Με βάση τις παραπάνω παρατηρήσεις, αναμένεται ότι μια μείωση επιτοκίων από τη Fed, όπως αυτή που πραγματοποιήθηκε στις 18.9.2024, θα οδηγούσε τις αποδόσεις των ομοσπονδιακών ομολόγων των ΗΠΑ σε χαμηλότερο επίπεδο. Πράγματι, με βάση την προγενέστερη εμπειρία, όπως φαίνεται στο Διάγραμμα Α, από τη δεκαετία του 1960 και ύστερα, οι μειώσεις επιτοκίων από τη Fed κατά τουλάχιστον 25 μονάδες βάσης (μ.β.) ακολουθούνταν από πτώση των αποδόσεων των μακροπρόθεσμων ομολόγων κατά 10 έως 16 μ.β. κατά μέσο όρο, η οποία πραγματοποιούνταν εντός του επόμενου ημερολογιακού μήνα, και στη συνέχεια επερχόταν σταθεροποίηση των αποδόσεων στο χαμηλότερο αυτό επίπεδο. Όμως, όπως δείχνει το Διάγραμμα Α, πρόσφατα η έναρξη των μειώσεων επιτοκίων από τη Fed ακολουθήθηκε από σημαντική άνοδο των αποδόσεων των ομοσπονδιακών ομολόγων 10ετούς διάρκειας, η οποία ξεπέρασε τις 70 μ.β. εντός των επόμενων δύο μηνών. Το γεγονός αυτό είναι ιδιαίτερα σπάνιο με βάση την προγενέστερη εμπειρία, καθώς αντιστοιχεί στο ανώτερο δεκατημόριο της κατανομής των μεταβολών στις αποδόσεις των ομοσπονδιακών ομολόγων των ΗΠΑ λίγο πριν και μετά από ανακοινώσεις μειώσεων επιτοκίων από τη Fed (δηλ. σε τιμές υψηλότερες από το 90% των ιστορικών παρατηρήσεων).

Έκτοτε, η άνοδος των αποδόσεων των ομολόγων των ΗΠΑ, ειδικά εκείνων μεγαλύτερης διάρκειας, δεν αντιστράφηκε πλήρως: ενδεικτικά, στις αρχές Σεπτεμβρίου του 2024, δηλ. λίγο πριν η Fed ξεκινήσει να μειώνει τα επιτόκια, η απόδοση του 10ετούς ομολόγου των ΗΠΑ

6 Η εκτίμηση έχει γίνει με προσαρμογή των παραμέτρων ενός υποδείγματος Nelson-Siegel για την κατασκευή καμπύλης αποδόσεων με δυναμικές παραμέτρους (βλ. Nelson, C.R. and A.F. Siegel (1987), "Parsimonious modeling of yield curves", *The Journal of Business*, 60(4), 473-489, και Svensson, L.E.O. (1994), "Estimating and interpreting forward rates: Sweden 1992-1994", NBER Working Paper No. 4871), με δεδομένα σε ημερήσια συχνότητα για αποδόσεις έντοκων γραμματίων 3, 9 και 12 μηνών και ομολόγων μηδενικού τοκομεριδίου διάρκειας από 2 έως 30 έτη, για την περίοδο από 14.3.1990 έως 30.5.2025.

7 Βλ. Acharya, V. and T. Laarits (2025), "[Tariff war shock and the convenience yield of US Treasuries – a hedging perspective](#)", SSRN working paper.

Διάγραμμα Β Η εξέλιξη των συνιστωσών του 10ετούς ομολόγου των ΗΠΑ

Συνιστώσες καμπύλης αποδόσεων
(1.1.2018-30.5.2025)Συνιστώσα αβεβαιότητας
(18.9.2024-30.5.2025)

Πηγή: Οικονομικές εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, με στοιχεία από LSEG-Workspace.

Σημειώσεις: Η μπλε γραμμή είναι η απόδοση του ομοσπονδιακού ομολόγου δεκαετούς διάρκειας των ΗΠΑ. Η γαλάζια περιοχή αποτυπώνει τη συνιστώσα των προσδοκιών για την εξέλιξη των βασικών επιτοκίων (expectations component) και η κόκκινη περιοχή τη συνιστώσα της αβεβαιότητας (term premium).

στην ευρωζώνη είναι μεγαλύτερη για τα ομόλογα υψηλής διαβάθμισης, όπως τα γερμανικά και τα γαλλικά κρατικά ομόλογα 10ετούς διάρκειας, από ό,τι για τα ομόλογα χαμηλότερης πιστοληπτικής αξιολόγησης, όπως τα ιταλικά ή τα ελληνικά (μεταβολή αποδόσεων 10ετών κρατικών ομολόγων από 2.9.2024 έως 5.6.2025: γερμανικά: +25 μ.β., γαλλικά: +22 μ.β., ιταλικά: -16 μ.β., ελληνικά: -8 μ.β., ισπανικά: +2 μ.β. και πορτογαλικά: +14 μ.β.). Βέβαια, η περίοδος αυτή είναι αρκετά εκτεταμένη και χαρακτηρίζεται από σημαντικά γεγονότα, όπως μεταξύ άλλων οι εκλογές στις ΗΠΑ στις αρχές Νοεμβρίου του 2024, οι πολιτικές εξελίξεις σε διάφορες ευρωπαϊκές χώρες, η εφαρμογή του νέου πλαισίου δημοσιονομικής πολιτικής στις οικονομίες της ευρωζώνης και οι ανακοινώσεις επιβολής δασμών στις αρχές Φεβρουαρίου και Απριλίου από τον πρόεδρο των ΗΠΑ.

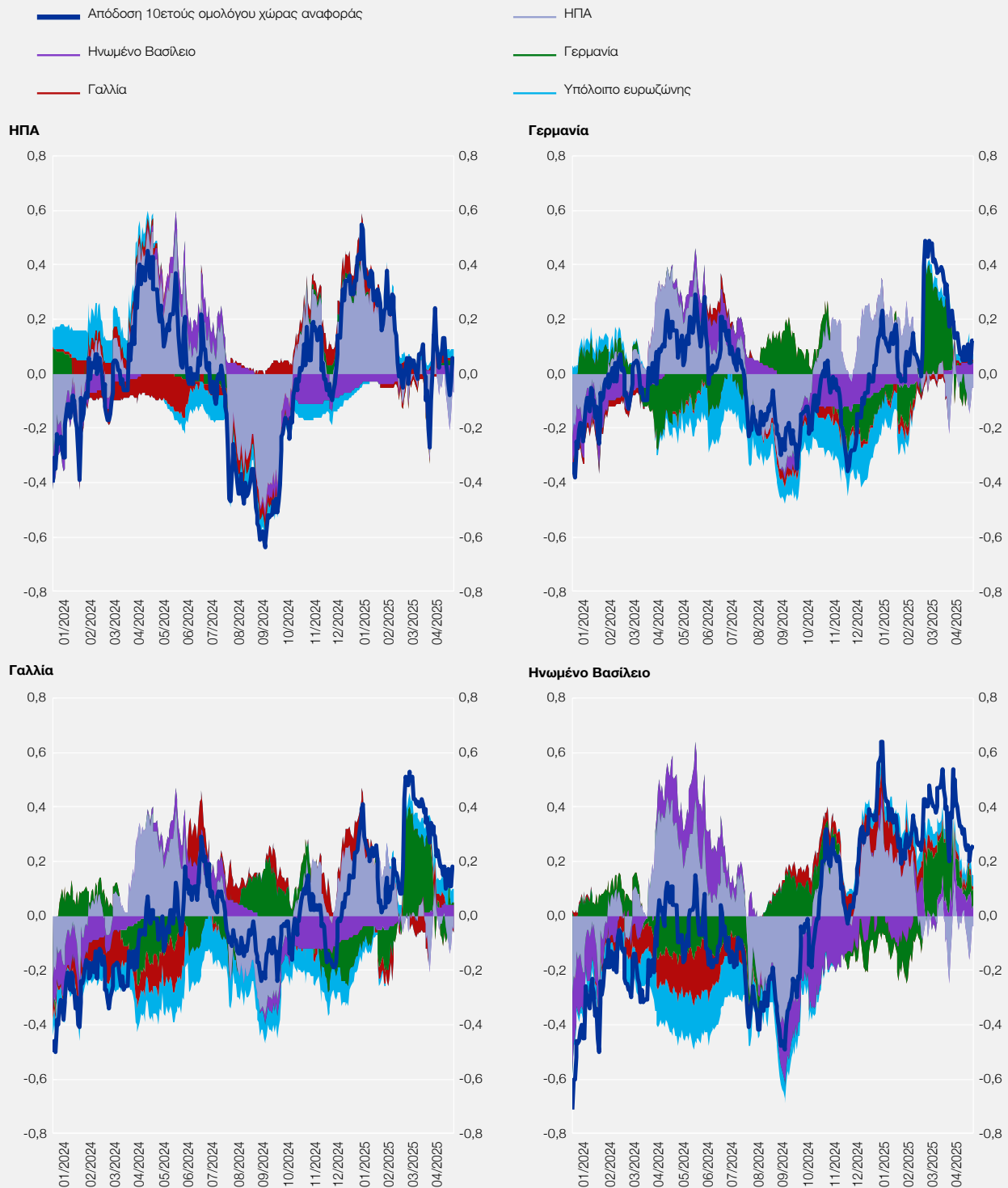
Προκειμένου να τεκμηριωθεί η ανάλυση των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων με βάση τις εγχώριες εξελίξεις στις υποκείμενες οικονομίες και με βάση τις επιδράσεις μετάδοσης, εκτιμήθηκε μια μήτρα αυτοπαλίνδρομων διανυσμάτων για επιλεγμένες οικονομίες της ζώνης του ευρώ, τις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο.⁸ Από τα αποτελέσματα της οικονομετρικής ανάλυσης (βλ. Διάγραμμα Γ) φαίνεται ότι η άνοδος των αποδόσεων των ομοσπονδιακών ομολόγων των ΗΠΑ έχει ασκήσει σημαντική αυξητική επίδραση και στις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ κατά 11-14 μ.β. Ταυτόχρονα, οι εξελίξεις στις χώρες της ευρωζώνης έχουν ασκήσει συνολικά αρνητική επίδραση στις αποδόσεις στη ζώνη του ευρώ κατά 10 έως 15 μ.β. την ίδια περίοδο, γεγονός που εξηγείται από τη σταδιακή μείωση των βασικών επιτοκίων από την ΕΚΤ. Βέβαια, στις αρχές Μαρτίου οι αποδόσεις των γερμανικών ομολόγων αυξήθηκαν σημαντικά, επιδρώντας αυξητικά και στις αποδόσεις των άλλων ομολόγων της ευρωζώνης. Η άνοδος αυτή όμως ήταν παροδική, καθώς προήλθε από την αύξηση των πραγματικών αποδόσεων, δηλ. από προσδοκίες για υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης, λόγω της χαλάρωσης του δημοσιονομικού πλαισίου της Γερμανίας.

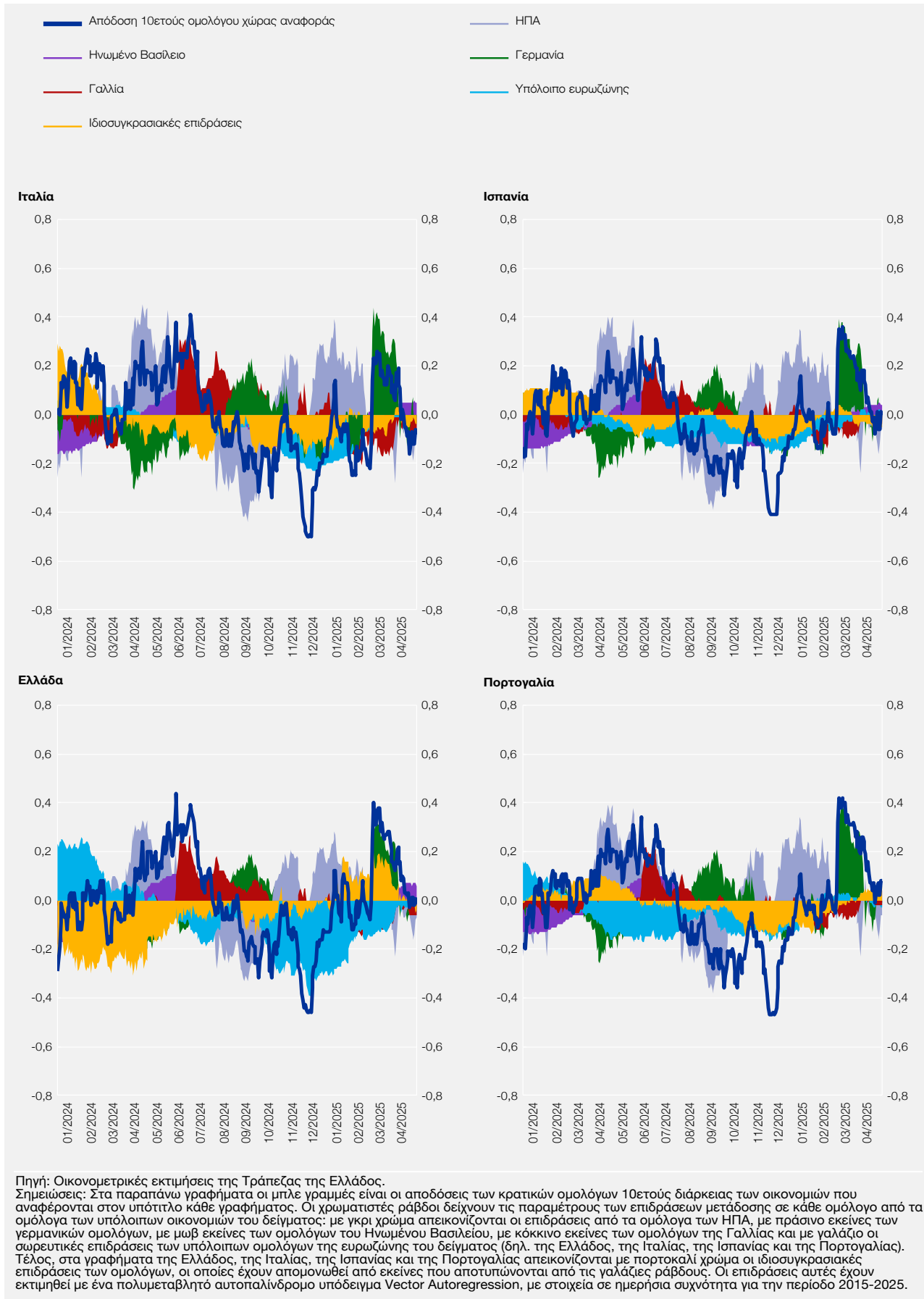
8 Βλ. Favero, C. (2013), "Modelling and forecasting government bond spreads in the euro area: A GVAR model", *Journal of Econometrics*, 177(2), 343-356. Τα δεδομένα είναι σε ημερήσια συχνότητα από 1.1.2022 έως 30.5.2025, πηγή: LSEG-Datastream.

Τέλος, κατά τη διάρκεια της αναταραχής στις αγορές τον Απρίλιο του τρέχοντος έτους, η άνοδος των αποδόσεων των ομοσπονδιακών ομολόγων των ΗΠΑ, η οποία έφθασε περίπου τις 35 μ.β. στις 11.4.2025 σε σύγκριση με την 1.4.2025, επέδρασε μειωτικά στις αποδόσεις των γερμανικών και (λιγότερο) των γαλλικών κρατικών ομολόγων. Η αντίθετη αυτή επίδραση των αμερικανικών αποδόσεων επί των ευρωπαϊκών, στη συγκεκριμένη συγκυρία, είναι συνεπής με την ανατίμηση του ευρώ έναντι του δολαρίου, καθώς οι επενδυτές ρευστοποιήσαν θέσεις σε

Διάγραμμα Γ Επίδρασεις μετάδοσης στις αποδόσεις των 10ετών κρατικών ομολόγων των ΗΠΑ και της ευρωζώνης

(αποδόσεις σε % και συμβολή στις αποδόσεις, δεξιά κλίμακα)





ομόλογα και μετοχές από τις ΗΠΑ, ενώ στη ζώνη του ευρώ πραγματοποιήθηκαν εισροές κεφαλαίων προς αναζήτηση ασφαλούς καταφυγίου. Έτσι, η σημαντική μείωση των ομολογιακών αποδόσεων στον πυρήνα της ευρωζώνης επέφερε μείωση των αποδόσεων και των υπόλοιπων κρατικών ομολόγων της ευρωζώνης.

Συμπεράσματα

Η αβεβαιότητα σχετικά με την οικονομική πολιτική των ΗΠΑ έχει επιδράσει αυξητικά στις αποδόσεις των αμερικανικών ομοσπονδιακών ομολόγων, αυξάνοντας τη συνιστώσα της αβεβαιότητας (term premium) στην καμπύλη αποδόσεων. Η αύξηση αυτή μεταδόθηκε και στα κρατικά ομόλογα της ευρωζώνης. Εξαιρέση αποτελεί η επίδραση κατά την πρόσφατη αναταραχή στις αγορές τον Απρίλιο του τρέχοντος έτους, εν μέσω υψηλής αβεβαιότητας για την ακολουθούμενη πολιτική στις ΗΠΑ, η οποία προκλήθηκε από την ανακοίνωση της επιβολής δασμών σε εμπορικούς εταίρους τους. Την περίοδο εκείνη, η άνοδος των αποδόσεων στα ομοσπονδιακά ομόλογα των ΗΠΑ συνοδεύθηκε από μείωση των αποδόσεων στα κρατικά ομόλογα της ευρωζώνης. Η εξέλιξη αυτή είναι απόρροια των εισροών κεφαλαίων στη ζώνη του ευρώ σε αντίστιξη με τις εκροές από επενδυτικές θέσεις στις ΗΠΑ, γεγονός το οποίο εξηγεί σε μεγάλο βαθμό την ανατίμηση του ευρώ έναντι του δολαρίου. Αναδεικνύεται λοιπόν μια ευκαιρία προσέλκυσης επενδυτικών κεφαλαίων για την ευρωπαϊκή οικονομία, ιδίως καθώς μειώνονται οι προορισμοί που προσφέρουν ικανοποιητικές προσαρμοσμένες στον κίνδυνο αποδόσεις (risk-adjusted returns) στους διεθνείς επενδυτές. Σε αυτό αναμένεται να συμβάλουν η ενδεχόμενη βελτίωση των προοπτικών της οικονομικής δραστηριότητας στις χώρες της ευρωζώνης, η βάθυνση της ενιαίας αγοράς και η ενοποίηση των κεφαλαιαγορών στην ΕΕ.

Πλαίσιο VII.2

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΜΕ ΠΡΟΔΡΟΜΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΤΩΝ ΗΠΑ

Η παγκόσμια οικονομία αντιμετωπίζει αυξανόμενες προκλήσεις, καθώς οι ανακοινώσεις της πρόθεσης για επιβολή εκτεταμένων δασμών από τις ΗΠΑ έχει οδηγήσει σε αύξηση της αβεβαιότητας και σε σημαντικές αναταράξεις στις αγορές. Η αβεβαιότητα που δημιουργείται από την εμπορική πολιτική επιβάρυνε περαιτέρω την ήδη μειούμενη, από τις αρχές του 2025, καταναλωτική και επιχειρηματική εμπιστοσύνη στις ΗΠΑ.¹ Το γεγονός αυτό δύναται να οδηγήσει σε καθυστερήσεις ή ακυρώσεις επενδυτικών σχεδίων, καθώς οι επιχειρήσεις δυσκολεύονται να προβλέψουν τις μελλοντικές εμπορικές και τιμολογιακές συνθήκες. Οι αναμενόμενες αρνητικές επιδράσεις στην οικονομική δραστηριότητα προστίθενται στις ενδείξεις επιβράδυνσης της οικονομίας των ΗΠΑ, που υπήρχαν πριν από την ανακοίνωση των εμπορικών μέτρων, όπως είχε φανεί από ανακοινώσεις χαμηλότερων των αναμενόμενων στοιχείων για τις λιανικές πωλήσεις και την καταναλωτική εμπιστοσύνη.² Έτσι, διεθνείς οργανισμοί και μεγάλες επενδυτικές τράπεζες αναμένουν επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας τόσο στις ΗΠΑ όσο και παγκοσμίως.³

Σε αυτό το περιβάλλον αυξημένης αβεβαιότητας, η ανάλυση πρόδρομων μακροχρηματοοικονομικών δεικτών αποκτά ιδιαίτερη σημασία για την αποτίμηση των μελλοντικών εξελίξεων στην οικονομική δραστηριότητα. Στο παρόν πλαίσιο χρησιμοποιούνται δείκτες που ενσωματώνουν πρόδρομη πληροφόρηση για την οικονομική δραστηριότητα, μέσω του μηχανισμού προεξόφλησης των αγορών και της αποτύπωσης της αβεβαιότητας των οικονομικών δρώντων, για να εκτιμηθούν οικονομικά οι επερχόμενες συνθήκες οικονομικής δραστηριότητας στις ΗΠΑ.

1 Για παράδειγμα, ο δείκτης καταναλωτικής εμπιστοσύνης του Conference Board στις ΗΠΑ υποχώρησε σε 98 το Μάιο του 2025 από 124,7 το Δεκέμβριο του 2024 και ο δείκτης επιχειρηματικής εμπιστοσύνης NFIB Small Business Optimism στις ΗΠΑ έπεσε σε 95,8 το Μάιο του 2025 από 105,1 το Δεκέμβριο του 2024.

2 Ενδεικτικά, στις 30.1.2025 η ανακοίνωση του ΑΕΠ για το δ' τρίμηνο του 2024 έδειξε ότι η οικονομική δραστηριότητα στις ΗΠΑ αρχικά επιβραδύνθηκε περισσότερο του αναμενομένου. Επίσης, ίδιες ενδείξεις παρείχαν οι δείκτες μεταποίησης (PMI manufacturing Φεβρουαρίου και Μαρτίου και FRB-NY Manufacturing Index Ιανουαρίου και Μαρτίου) και καταναλωτικής εμπιστοσύνης. Τέλος, η ανακοίνωση της εκτίμησης του ΑΕΠ για το α' τρίμηνο του 2025 έδειξε υποχώρηση κατά 0,3%, ενώ για το εν λόγω τρίμηνο αναμενόταν θετικός ετήσιος ρυθμός μεταβολής 0,3%.

3 Για παράδειγμα, βλ. IMF, [World Economic Outlook](#), Απρίλιος 2025.

Αποδόσεις μετοχών και ομολόγων στο τρέχον μακροοικονομικό περιβάλλον

Οι χρηματιστηριακοί δείκτες αντανakλούν συστηματικούς παράγοντες που σχετίζονται με την αναμενόμενη κερδοφορία των εισηγμένων επιχειρήσεων, με αποτέλεσμα να αποτυπώνουν σε πραγματικό χρόνο τις αναμενόμενες εξελίξεις στην οικονομική δραστηριότητα.⁴ Επίσης, η σχέση των τιμών των μετοχών με την οικονομική δραστηριότητα μπορεί να είναι αμφίδρομη, καθώς η αναμενόμενη κερδοφορία των εισηγμένων εταιριών επηρεάζει τις αποφάσεις τους για πραγματοποίηση επενδύσεων και, εν τέλει, επηρεάζει τους ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης.⁵

Στις αρχές του 2025, η ανοδική τάση στις αγορές μετοχών στις ΗΠΑ και την ευρωζώνη που καταγράφηκε κατά το 2024 συνεχιζόταν, όμως από τα μέσα Φεβρουαρίου οι αγορές μετοχών στις ΗΠΑ ξεκίνησαν να εμφανίζουν αρνητικές αποδόσεις, σε συνάφεια με την αυξανόμενη αβεβαιότητα σχετικά με την εμπορική πολιτική, αλλά και τη χειρότερη της αναμενόμενης εξέλιξη της οικονομικής δραστηριότητας στις ΗΠΑ, όπως φάνηκε από τους δείκτες PMI και καταναλωτικής εμπιστοσύνης. Η αβεβαιότητα σχετικά με την εμπορική πολιτική εντάθηκε στις αρχές Απριλίου του τρέχοντος έτους, όταν ανακοινώθηκε η επιβολή δασμών από τις ΗΠΑ σε ένα ευρύ φάσμα προϊόντων προερχόμενων από πολλές χώρες. Οι αγορές μετοχών υπέστησαν σημαντική πτώση τόσο στις ΗΠΑ όσο και στην ευρωζώνη (βλ. Διάγραμμα Α), ενώ οι δείκτες τεκμαρτής μεταβλητότητας κατέγραψαν ισχυρή άνοδο.⁶

Με βάση προγενέστερες μελέτες, ενδέχεται να υπάρχει συνάφεια μεταξύ της πτώσης των τιμών των μετοχών, καθώς και της σημαντικής αύξησης της μεταβλητότητας, και μιας επιβράδυνσης της οικονομικής δραστηριότητας.⁷ Ενδεικτικά, ήδη από τις αρχές Μαρτίου το υπόδειγμα πρόβλεψης σε πραγματικό χρόνο (nowcasting) της Ομοσπονδιακής Τράπεζας της Ατλάντα έδωσε πρόβλεψη για αρνητικό ρυθμό μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ στις ΗΠΑ για το α' τρίμηνο του 2025. Επίσης, οι επενδυτές αναθεωρούν, σταδιακά, προς τα κάτω τις προβλέψεις τους για τους ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης διεθνώς. Για παράδειγμα, όπως φαίνεται στο Διάγραμμα Β, το Μάιο του 2025 ο μέσος αναμενόμενος ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ στις ΗΠΑ ήταν 1,4% για το έτος 2025, σημαντικά αναθεωρημένος προς το δυσμενέστερο σε σχέση με το ρυθμό ανάπτυξης 2,2% που αναμενόταν τέσσερις μήνες νωρίτερα. Όσον αφορά την ευρωζώνη, η διάμεση πρόβλεψη για το μέσο ρυθμό ανάπτυξης για το

Διάγραμμα Α Δείκτες τιμών μετοχών

(1.1.2024=100, ημερήσια στοιχεία)



Πηγές: LSEG και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος. Σημείωση: Οι δείκτες έχουν επανυπολογιστεί με σημείο αναφοράς την αρχή του 2024 (1.1.2024=100) και οι υπόλοιπες παρατηρήσεις αποτυπώνουν την εξέλιξη των δεικτών σε σχέση με την τιμή αναφοράς.

4 Οι αποδόσεις των επιμέρους αξιογράφων θεωρείται ότι επηρεάζονται σημαντικά, με κάποιο συντελεστή ευαισθησίας β , από τις αποδόσεις της αγοράς και το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο. Εμπειρικές μελέτες δείχνουν ότι η σχέση αυτή, σε συνδυασμό με λογιστικά στοιχεία των επιμέρους εισηγμένων εταιριών, εξηγεί από 70% έως 90% των αποδόσεων των μετοχών (βλ. Fama, E.F. and K.R. French (1993), "Common risk factors in the returns on stocks and bonds", *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3-56, και Fama, E.F. and K.R. French (2015), "A five-factor asset pricing model", *Journal of Financial Economics*, 116(1), 1-22). Ταυτόχρονα, υποδεικνύεται ότι οι παράγοντες αποτίμησης που σχετίζονται με τα λογιστικά στοιχεία των επιμέρους εταιριών ενσωματώνουν κυρίως πληροφόρηση για τους αναμενόμενους ρυθμούς ανάπτυξης της οικονομίας (βλ. Vassalou, M. (2003), "News related to future GDP growth as a risk factor in equity returns", *Journal of Financial Economics*, 68(1), 47-73).

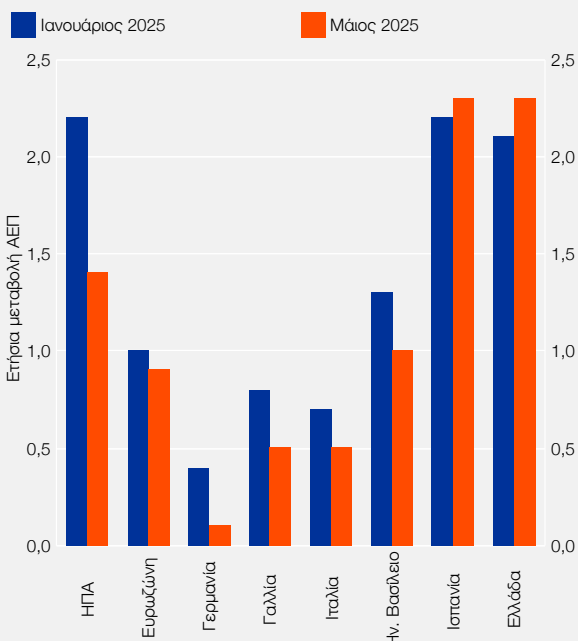
5 Βλ. Allen, F. (1993), "Stock markets and resource allocation", Chapter 4, 81-108, in: Mayer, C. and X. Vives (eds.), *Capital Markets and Financial Intermediation*, Cambridge University Press.

6 Ενδεικτικά, ο δείκτης S&P 500 κατέγραψε στις αρχές Απριλίου μία από τις μεγαλύτερες απώλειες στην ιστορία του, με πτώσεις των τιμών του άνω του 4% σε δύο συνεχόμενες ημέρες, γεγονός που είχε καταγραφεί μόλις άλλες τέσσερις φορές (Black Monday, δύο φορές κατά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση και μία κατά την πανδημία COVID-19).

7 Η εμπειρική βιβλιογραφία έχει δείξει ότι οι τιμές των μετοχών συχνά προηγούνται της μεταβολής του ΑΕΠ, καθώς αντανakλούν, μεταξύ άλλων παραμέτρων, διαταραχές που επηρεάζουν την πραγματική οικονομία (βλ. Claessens, S. and M.A. Kose (2018), "Frontiers of macrofinancial linkages", BIS Paper No. 95, Basel: Bank for International Settlements.).

Διάγραμμα Β Προσδοκίες για τον αναμενόμενο ρυθμό πραγματικής ανάπτυξης το 2025

(ποσοστά %)



Πηγή: Έρευνες γνώμης Reuters.

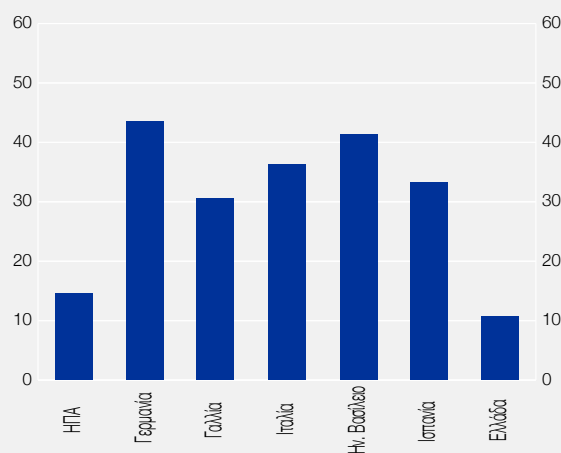
Επιπλέον της πληροφόρησης που μπορεί να εξαχθεί από τις αποδόσεις των μετοχών, οι αποδόσεις των ομολόγων επίσης ενσωματώνουν πληροφόρηση σχετική με τις αναμενόμενες από τους επενδυτές μελλοντικές οικονομικές συνθήκες. Ιδιαίτερα η κλίση της καμπύλης αποδόσεων, δηλαδή η διαφορά αποδόσεων μεταξύ των μακροπρόθεσμων και των βραχυπρόθεσμων ομολόγων, έχει τεκμηριωθεί ότι ενσωματώνει πρόδρομη πληροφόρηση για την οικονομική δραστηριότητα. Συγκεκριμένα, από προγενέστερες μελέτες έχει αποδειχθεί, κυρίως για τις ΗΠΑ και άλλες οικονομίες υψηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης, η σχέση μεταξύ αρνητικής κλίσης της καμπύλης αποδόσεων και επικείμενων αρνητικών ρυθμών ανάπτυξης των οικονομιών αυτών.¹⁰

2025, που εξάγεται από την έρευνα μεταξύ των αναλυτών του Μαΐου του τρέχοντος έτους, ήταν κατά 0,1% χαμηλότερη εκείνης του Ιανουαρίου (βλ. Διάγραμμα Β).

Έτσι, παρά το μετριασμό των απωλειών στις τιμές των μετοχών στις ΗΠΑ, λόγω και της αναβολής των 90 ημερών για την εφαρμογή των δασμών από τις ΗΠΑ, η αβεβαιότητα για την οικονομική πολιτική αναμένεται να επιδράσει αρνητικά στην οικονομική δραστηριότητα. Συγκεκριμένα, οι δείκτες αβεβαιότητας σχετικά με την ακολουθούμενη οικονομική πολιτική στις ΗΠΑ βρίσκονται, μετά τις αρχές Απριλίου, σε ιστορικά υψηλά επίπεδα.⁸ Σημαντική αύξηση του δείκτη αβεβαιότητας για την οικονομική πολιτική παρατηρείται και σε οικονομίες της ζώνης του ευρώ την τρέχουσα περίοδο και εκλαμβάνεται ως ένδειξη κλιμάκωσης των καθοδικών κινδύνων για την οικονομία, καθώς η αβεβαιότητα που αποτυπώνουν οι εν λόγω δείκτες αναμένεται να έχει σημαντική αρνητική επίδραση στη διαμόρφωση του επενδυτικού και οικονομικού κλίματος.⁹

Διάγραμμα Γ Διαφορά αποδόσεων 10ετών και 2ετών ομολόγων αναφοράς μεταξύ 31.12.2024 και 5.6.2025

(μονάδες βάσης)



Πηγές: LSEG και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.

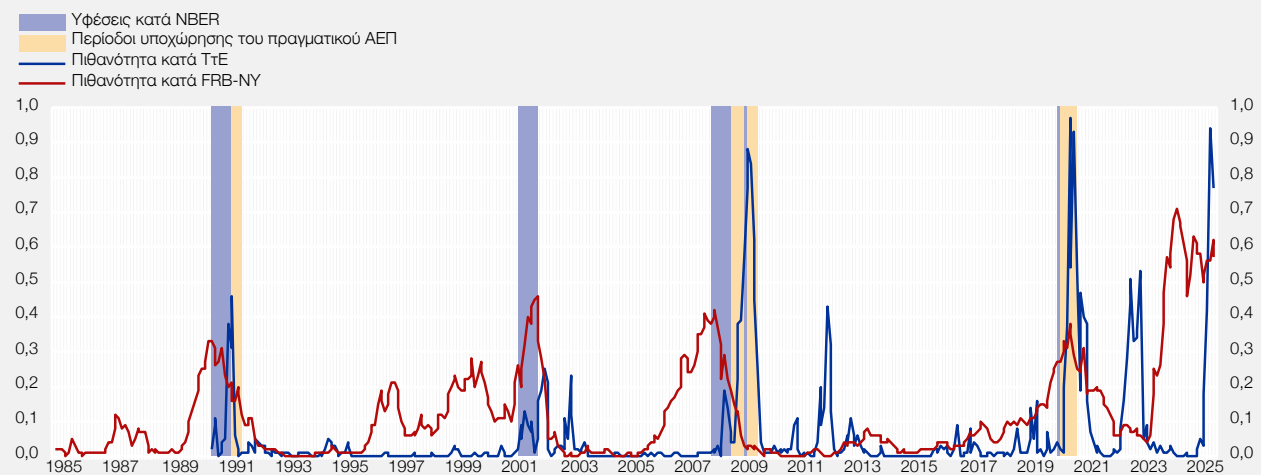
- 8 Ο δείκτης αβεβαιότητας για την οικονομική πολιτική στις ΗΠΑ (Economic Policy Uncertainty – EPU) κατέγραφε αύξηση ήδη από τον Ιανουάριο του 2025, η οποία εντάθηκε απότομα στα τέλη Μαρτίου και στις αρχές Απριλίου, μετά τις ανακοινώσεις για την επιβολή δασμών από τις ΗΠΑ. Βλ. Baker, S.R., N. Bloom and S.J. Davis (2016), “[Measuring economic policy uncertainty](#)”, *The Quarterly Journal of Economics*, 131(4), 1593-1636.
- 9 Η σχέση του δείκτη EPU με την οικονομική δραστηριότητα τεκμαίρεται ότι συνδέεται με την υιοθέτηση πιο αμυντικών στρατηγικών από τις επιχειρήσεις, καθώς αυτές αναθεωρούν επενδυτικά σχέδια και συμμετοχές (βλ. για παράδειγμα Gulen, H. and M. Ion (2016), “Policy uncertainty and corporate investment”, *The Review of Financial Studies*, 29(3), 523-564, και Bloom, N., S. Bond and J.V. Reenen (2007), “Uncertainty and investment dynamics”, *The Review of Economic Studies*, 74(2), 391-415) και αυξάνουν τη διακράτηση ρευστών διαθεσίμων (βλ. για παράδειγμα Demir, E. and O. Ersan (2017), “Economic policy uncertainty and cash holdings: Evidence from BRIC countries”, *Emerging Markets Review*, 33, 189-200).
- 10 Βλ. μεταξύ άλλων Estrella A. and G.A. Hardouvelis (1991), “The term structure as a predictor of real economic activity”, *The Journal of Finance*, 46(2), 555-576, και Estrella A. and F.S. Mishkin (1996), “The yield curve as a predictor of U.S. recessions”, Federal Reserve Bank of New York, *Current Issues in Economics and Finance*, 2(7).

Επί του παρόντος, οι επενδυτές αναμένουν μείωση επιτοκίων και στις ΗΠΑ. Συγκεκριμένα, οι αποδόσεις των 2ετών ομολόγων έχουν μειωθεί στις ΗΠΑ περισσότερο από αυτές των 10ετών εντός του 2025 (-33 μ.β. και -18 μ.β. αντίστοιχα), υποδεικνύοντας ότι οι αγορές ενσωματώνουν προσδοκίες για μείωση των βασικών επιτοκίων από τις κεντρικές τράπεζες (βλ. Διάγραμμα Γ).¹¹ Συγκρίσιμη εξέλιξη εμφανίζει και η αγορά ομολόγων στην ευρωζώνη, καθώς οι αποδόσεις των 2ετών ομολόγων αναφοράς έχουν μειωθεί εντός του 2025, ενώ αυτές των 10ετών ομολόγων έχουν αυξηθεί. Η πρόσφατη αύξηση της κλίσης των καμπυλών αποδόσεων όμως αντικατοπτρίζει εν μέρει μόνο τις προσδοκίες για μείωση των βασικών επιτοκίων, καθώς ενσωματώνει και παραμέτρους αβεβαιότητας, το λεγόμενο term premium, το οποίο έχει αυξηθεί σημαντικά (βλ. Πλαίσιο VII.1).¹²

Εκτίμηση της πιθανότητας υποχώρησης του πραγματικού ΑΕΠ

Προκειμένου να αναλυθεί η επίδραση των τρεχουσών εξελίξεων, εκτιμήθηκε υπόδειγμα για την πιθανότητα υποχώρησης, σε σχέση με 12 μήνες πριν, του πραγματικού ΑΕΠ στις ΗΠΑ για δύο τουλάχιστον τρίμηνα. Το υπόδειγμα αυτό παρέχει πρόδρομη πληροφόρηση για την πραγματοποίηση δύο συνεχόμενων τριμήνων με αρνητικούς ρυθμούς ανάπτυξης σε χρονικό ορίζοντα 9-12 μηνών. Για την εκτίμηση του υποδείγματος χρησιμοποιούνται η οικονομική πληροφόρηση που περιέχεται στις μετοχές και τα ομόλογα, καθώς και μεταβλητές σχετικές με τις αρχικές οικονομικές συνθήκες και την αβεβαιότητα για την ασκούμενη οικονομική πολιτική.¹³ Έτσι, το παρόν υπόδειγμα ενσωματώνει το σύνολο των αναμενόμενων επιδράσεων της δασμολογικής πολιτικής των ΗΠΑ, και της αβεβαιότητας γύρω από αυτή, μέσα από τις κινήσεις των χρηματοοικονομικών μεταβλητών.

Διάγραμμα Δ Πιθανότητα υποχώρησης του πραγματικού ΑΕΠ στις ΗΠΑ



Πηγές: Οικονομικές εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος και της FRB-NY.

Σημείωση: Η μπλε γραμμή είναι η εκτιμώμενη πιθανότητα καταγραφής αρνητικών ρυθμών ανάπτυξης για δύο συνεχόμενα τρίμηνα στις ΗΠΑ, με βάση το υπόδειγμα της Τράπεζας της Ελλάδος. Η κόκκινη γραμμή είναι η πιθανότητα για ύφεση στις ΗΠΑ, με βάση το υπόδειγμα της FRB-NY. Οι σκιασμένες περιοχές είναι οι υφέσεις κατά NBER (ανοικτό γκρι) και οι περιόδους δύο τριμήνων με αρνητικούς ρυθμούς μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ στις ΗΠΑ.

- 11 Επίσης, αντίστοιχη εικόνα προκύπτει και από χρηματοπιστωτικούς δείκτες που αντανακλούν τις προσδοκίες για τα βασικά επιτόκια στις ΗΠΑ και την ευρωζώνη (futures και OIS αντίστοιχα). Συγκεκριμένα, βάσει των δεικτών αυτών, οι επενδυτές ανέμεναν στις αρχές Ιουνίου μειώσεις επιτοκίων από τη Fed συνολικά κατά 50 μ.β. έως το τέλος του 2025.
- 12 Σημειώνεται ότι η συνιστώσα της αβεβαιότητας στις αποδόσεις των ομολόγων (term premium) διαμορφώνεται από αβεβαιότητες για την ακολουθούμενη νομισματική πολιτική, αλλά και από τις προτιμήσεις των επενδυτών (βλ. Gürkaynak, R., B. Sack and J. Wright (2007), "The U.S. Treasury yield curve: from 1961 to present", *Journal of Monetary Economics*, 54(8), 2291-2304, και Adrian, T., R.K. Crump and E. Moench (2013), "Pricing the term structure with linear regressions", *Journal of Financial Economics*, 110(1), 110-138).
- 13 Ως επεξηγηματικές μεταβλητές χρησιμοποιούνται οι πραγματικές μηνιαίες αποδόσεις των δεικτών των μετοχών, οι προσδοκίες για την εξέλιξη των επιτοκίων στο βραχυπρόθεσμο διάστημα (από 3 μήνες έως 2 χρόνια), ο δείκτης οικονομικής αβεβαιότητας και οι προγενέστεροι ρυθμοί αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ. Όλες οι μεταβλητές έχουν ορθογωνοποιηθεί ως προς το δείκτη αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής. Η εκτίμηση γίνεται με μηνιαία στοιχεία για το διάστημα από τον Ιανουάριο του 1985 έως το Μάιο του 2025 με βάση τις τεχνικές εκτίμησης Ordered Probit. Πηγή των στοιχείων για τις χρηματοοικονομικές μεταβλητές και τους ρυθμούς μεταβολής του ΑΕΠ σε σταθερές τιμές είναι η LSEG-Datastream και για το δείκτη αβεβαιότητας στην οικονομική πολιτική είναι ο δικτυακός τόπος www.policyuncertainty.com.

Από το Διάγραμμα Δ φαίνεται ότι υπάρχει ισχυρή πιθανότητα μείωσης του ΑΕΠ στις ΗΠΑ από το τέλος του γ' τριμήνου του 2025. Το αποτέλεσμα αυτό προέρχεται τόσο από τις αρνητικές επιδράσεις που είχε η ανακοίνωση των δασμών στις πραγματικές αποδόσεις των μετοχών στις ΗΠΑ όσο και από την πολύ σημαντική αύξηση της αβεβαιότητας για την οικονομική πολιτική των ΗΠΑ. Από την άλλη πλευρά, οι αναμενόμενες μειώσεις επιτοκίων ασκούν μειωτική επίδραση στην εκτιμώμενη πιθανότητα για υποχώρηση του ΑΕΠ στις ΗΠΑ. Κατά συνέπεια, εφόσον οι μειώσεις επιτοκίων υπερβούν τις επί του παρόντος αναμενόμενες, γεγονός που θα αποτυπωθεί και σε αναθεώρηση των προσδοκιών προς περισσότερες μειώσεις επιτοκίων, θα ασκηθεί μειωτική επίδραση στην πιθανότητα υποχώρησης του ΑΕΠ.

Οι παραπάνω εκτιμήσεις υπόκεινται σε αβεβαιότητες, καθώς σχετίζονται με μεταβλητές οι οποίες μπορεί να αλλάξουν σε μεγάλο βαθμό. Ειδικά στο ιδιαίτερα ευμετάβλητο τρέχον περιβάλλον, η παρατήρηση αυτή είναι σημαντική, καθώς ενδεχόμενες αλλαγές στην οικονομική πολιτική, που θα βελτιώσουν το επενδυτικό και οικονομικό κλίμα, είναι πιθανόν να μεταβάλουν τις προοπτικές που αποτυπώνονται στα αποτελέσματα της οικονομετρικής ανάλυσης στο παρόν πλαίσιο. Σε κάθε περίπτωση όμως, τα ευρήματα της ανάλυσης αυτής παρέχουν σαφείς ενδείξεις ότι οι πολιτικές των ΗΠΑ για την επιβολή δασμών στους εμπορικούς εταίρους τους, και κυρίως η επενδυτική αβεβαιότητα και η αναταραχή που προκάλεσαν αυτές, αποτελούν σημαντικό παράγοντα που επιδρά αρνητικά στην οικονομική δραστηριότητα των ΗΠΑ.

Συμπεράσματα

Η ανακοίνωση της επιβολής δασμών από τις ΗΠΑ στους εμπορικούς εταίρους τους, στις αρχές Φεβρουαρίου και στη συνέχεια στις αρχές Απριλίου του 2025, επέτεινε την αβεβαιότητα σχετικά με την ακολουθούμενη οικονομική πολιτική, η οποία οδήγησε σε αύξηση της μεταβλητότητας και σε επιδείνωση του επενδυτικού κλίματος στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές. Η πρόδρομη πληροφόρηση που εξάγεται από τους χρηματοπιστωτικούς δείκτες των τιμών των μετοχών και των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων δείχνει ότι η αβεβαιότητα και η συνεπαγόμενη επιδείνωση του επενδυτικού κλίματος, μετά την ανακοίνωση των δασμών από τις ΗΠΑ, συνοδεύονται από αύξηση της πιθανότητας για υποχώρηση του ΑΕΠ των ΗΠΑ από το γ' τρίμηνο του τρέχοντος έτους. Αξίζει να σημειωθεί ότι η ανακοίνωση της πραγματοποίησης αρνητικού ρυθμού ανάπτυξης, σε ετήσια βάση, για το α' τρίμηνο του 2025 στις ΗΠΑ είναι συνεπής με τα ευρήματα της παρούσας ανάλυσης και τα ενισχύει. Συνεπώς, φαίνεται ότι η αβεβαιότητα σχετικά με την ασκούμενη οικονομική πολιτική στις ΗΠΑ και η συνακόλουθη χειροτέρευση του οικονομικού και επενδυτικού κλίματος επιφέρουν επιδείνωση της δραστηριότητας στην οικονομία αυτή.

ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

1	Δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες	164
2	Ισοζύγιο πληρωμών	165
3	Ανάλυση καταθέσεων/ρέπος των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών στα λοιπά NXI, κατά νόμισμα και κατά κατηγορία	166
4	Αποδόσεις ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου	167
5	Χρηματοδότηση του εγχώριου ιδιωτικού τομέα από τα εγχώρια NXI	168
6	Τραπεζικά επιτόκια νέων καταθέσεων σε ευρώ από κατοίκους της ζώνης του ευρώ	169
7	Τραπεζικά επιτόκια νέων δανείων σε ευρώ προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ	170

Πίνακας 1 Δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες

Περίοδος	ΔΤΚ (Γενικός)		Αγαθά		Υπηρεσίες		ΔΤΚ χωρίς νωπά οπωροκηπευτικά και καύσιμα		ΔΤΚ χωρίς είδη διατροφής και καύσιμα	
	Δείκτης (2020=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2020=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2020=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2020=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2020=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους
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
2024	118,0	2,7	122,5	1,6	110,4	4,4	116,4	3,2	112,6	3,1
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
IV	119,5	2,4	123,8	0,6	112,2	5,2	118,3	3,3	115,0	4,0
2025 I	119,2	2,6	122,7	1,2	112,8	4,5	117,7	3,0	113,9	3,6
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
Δεκ.	119,5	2,6	123,5	0,6	112,5	5,6	118,3	3,2	115,1	4,1
2025 Ιαν.	118,7	2,7	122,1	1,3	112,5	4,8	117,1	3,0	113,3	3,8
Φεβρ.	118,6	2,5	121,9	1,3	112,4	4,4	117,0	3,0	113,0	3,7
Μάρτ.	120,2	2,4	124,1	1,0	113,5	4,4	119,0	3,0	115,5	3,4
Απρ.	120,3	2,0	122,9	-0,3	115,0	5,3	119,3	2,9	116,0	3,3
Μάιος	120,6	2,5	123,7	0,9	114,7	4,7	119,9	3,4	116,6	4,0

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΛΣΤΑΤ.

Πίνακας 2 Ισοζύγιο πληρωμών

(προσωρινά στοιχεία, εκατ. ευρώ)

		Ιανουάριος-Δεκέμβριος			Ιανουάριος-Μάρτιος		
		2022	2023	2024	2023	2024	2025
I	ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝ/ΓΩΝ (I.A + I.B + I.Γ + I.Δ)	-21.225,6	-13.930,6	-15.263,2	-3.791,2	-3.762,8	-4.470,6
	ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΑΓΑΘΩΝ ΚΑΙ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ (I.A + I.B)	-20.166,3	-11.208,5	-13.047,3	-6.389,0	-6.925,0	-7.551,0
	Εξαγωγές	101.516,9	99.072,4	100.074,5	21.216,3	20.154,0	19.729,4
	Εισαγωγές	121.683,2	110.280,8	113.121,8	27.605,3	27.079,0	27.280,4
I.A	ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΑΓΑΘΩΝ (I.A.1 - I.A.2)	-39.557,6	-33.026,9	-35.665,5	-7.395,2	-8.281,7	-8.509,5
I.A.1	Εξαγωγές αγαθών	53.755,0	50.031,6	48.612,8	13.617,7	12.049,8	11.780,1
	Καύσιμα	17.601,7	14.562,1	12.802,1	4.277,8	3.539,1	2.907,8
	Πλοία (πωλήσεις)	110,0	206,9	186,9	80,5	31,7	24,2
	Αγαθά χωρίς καύσιμα και πλοία	36.043,3	35.262,7	35.623,8	9.259,5	8.479,1	8.848,1
I.A.2	Εισαγωγές αγαθών	93.312,6	83.058,5	84.278,3	21.012,9	20.331,6	20.289,6
	Καύσιμα	30.853,2	21.627,1	20.421,1	6.200,6	5.120,1	4.625,0
	Πλοία (αγορές)	403,8	308,7	311,3	76,8	84,8	69,0
	Αγαθά χωρίς καύσιμα και πλοία	62.055,5	61.122,7	63.545,9	14.735,5	15.126,6	15.595,7
I.B	ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ (I.B.1 - I.B.2)	19.391,3	21.818,5	22.618,3	1.006,2	1.356,8	958,5
I.B.1	Εισπράξεις	47.761,9	49.040,7	51.461,7	7.598,6	8.104,2	7.949,3
	Ταξιδιωτικό	17.676,2	20.593,6	21.592,3	735,0	1.027,0	1.072,7
	Μεταφορές	23.434,0	20.999,8	21.214,9	5.027,8	5.051,7	4.714,8
	Λοιπές υπηρεσίες	6.651,8	7.447,3	8.654,6	1.835,8	2.025,4	2.161,8
I.B.2	Πληρωμές	28.370,7	27.222,3	28.843,5	6.592,4	6.747,4	6.990,8
	Ταξιδιωτικό	1.924,6	2.431,7	2.805,3	441,8	555,9	674,3
	Μεταφορές	19.609,7	17.825,5	18.179,0	4.434,1	4.356,9	4.210,8
	Λοιπές υπηρεσίες	6.836,3	6.965,1	7.859,2	1.716,5	1.834,7	2.105,7
I.Γ	ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΠΡΩΤΟΓΕΝΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ (I.Γ.1 - I.Γ.2)	-757,7	-4.047,6	-4.292,3	644,1	-110,5	140,8
I.Γ.1	Εισπράξεις	7.875,5	10.100,3	11.121,2	3.261,8	3.309,6	3.191,8
	Από εργασία (αμοιβές, μισθοί)	224,7	208,8	232,5	52,7	53,3	73,2
	Από επενδύσεις (τόκοι, μερίσματα, κέρδη)	4.177,7	6.547,2	7.914,6	1.434,9	2.062,3	1.771,3
	Λοιπά πρωτογενή εισοδήματα	3.473,0	3.344,3	2.974,1	1.774,1	1.194,1	1.347,4
I.Γ.2	Πληρωμές	8.633,1	14.147,9	15.413,5	2.617,7	3.420,1	3.051,0
	Από εργασία (αμοιβές, μισθοί)	1.493,8	1.327,1	1.372,3	334,8	335,0	346,7
	Από επενδύσεις (τόκοι, μερίσματα, κέρδη)	6.478,8	12.304,9	13.544,1	2.169,4	2.973,2	2.566,4
	Λοιπά πρωτογενή εισοδήματα	660,6	515,9	497,1	113,5	111,8	138,0
I.Δ	ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟΓΕΝΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ (I.Δ.1 - I.Δ.2)	-301,6	1.325,5	2.076,4	1.953,7	3.272,7	2.939,6
I.Δ.1	Εισπράξεις	4.390,6	5.541,5	6.822,2	3.000,8	4.340,3	4.190,5
	Γενική κυβέρνηση	2.642,7	3.255,8	1.514,1	1.967,4	469,4	449,1
	Λοιποί τομείς	1.747,9	2.285,8	5.308,1	1.033,4	3.870,8	3.741,3
I.Δ.2	Πληρωμές	4.692,2	4.216,1	4.745,8	1.047,0	1.067,6	1.250,8
	Γενική κυβέρνηση	3.058,7	2.381,9	2.817,0	643,2	633,8	781,8
	Λοιποί τομείς	1.633,5	1.834,2	1.928,8	403,8	433,8	469,0
II	ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (II.1 - II.2)	3.111,6	2.677,0	-21,0	1.925,3	-424,9	482,8
II.1	Εισπράξεις	3.857,0	3.367,7	947,3	1.974,6	105,1	792,7
	Γενική κυβέρνηση	2.523,2	2.824,7	638,8	1.507,3	88,3	600,2
	Λοιποί τομείς	1.333,7	543,0	308,5	467,3	16,8	192,5
II.2	Πληρωμές	745,3	690,8	968,3	49,3	530,0	309,9
	Γενική κυβέρνηση	7,2	7,0	7,2	1,8	1,6	1,7
	Λοιποί τομείς	738,1	683,8	961,1	47,5	528,5	308,2
	ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝ/ΓΩΝ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (I + II)	-18.113,9	-11.253,6	-15.284,3	-1.865,9	-4.187,7	-3.987,8
III	ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΧΡΗΜ/ΚΩΝ ΣΥΝ/ΓΩΝ (III.A + III.B + III.Γ + III.Δ)	-16.152,0	-9.024,3	-13.468,3	-1.647,6	-3.258,9	-2.919,3
III.A	ΑΜΕΣΣΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ¹	-4.988,9	-602,9	-4.329,8	-608,5	-521,9	-70,3
	Απαιτήσεις	2.538,5	3.757,8	1.655,1	382,1	572,6	1.176,2
	Υποχρεώσεις	7.527,5	4.360,7	5.984,9	990,6	1.094,5	1.246,5
III.B	ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ¹	8.934,9	-3.020,4	-7.531,0	1.388,7	-2.934,6	-6.714,1
	Απαιτήσεις	10.206,3	2.601,4	4.473,2	2.301,4	2.065,8	-943,9
	Υποχρεώσεις	1.271,4	5.621,8	12.004,2	912,7	5.000,4	5.770,2
III.Γ	ΛΟΙΠΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ¹	-18.252,5	-5.931,6	-1.346,6	-2.846,5	272,8	4.015,2
	Απαιτήσεις	-3.688,1	-2.301,7	-146,0	-283,1	-3.484,0	2.047,4
	Υποχρεώσεις	14.564,4	3.630,0	1.200,6	2.563,4	-3.756,8	-1.967,7
	(Δάνεια γενικής κυβέρνησης)	-4.496,0	-3.501,3	-7.635,8	417,7	-1.431,6	-1.430,2
III.Δ	ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ¹	-1.845,4	530,6	-261,0	418,6	-75,2	-150,1
IV	ΤΑΚΤΟΠΟΙΗΤΕΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ (I + II - III + IV = 0)	1.962,0	2.229,3	1.815,9	218,3	928,8	1.068,5
	ΥΦΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ	11.341	12.324	14.649	12.106	12.967	15.744

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 (+) αύξηση, (-) μείωση.

**Πίνακας 3 Ανάλυση καταθέσεων/ρέπος των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών στα λοιπά ΝΧΙ,¹
κατά νόμισμα και κατά κατηγορία**

(υπόλοιπα σε εκατ. ευρώ, μη εποχικώς διορθωμένα)

		Σύνολο καταθέσεων/ ρέπος	Ανάλυση κατά νόμισμα		Ανάλυση κατά κατηγορία	
			Καταθέσεις/ρέπος σε ευρώ ²	Καταθέσεις/ρέπος σε λοιπά νομίσματα	Καταθέσεις μίας ημέρας ²	Λοιπές καταθέσεις και ρέπος
Τέλος περιόδου						
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
2024		203.621	195.559	8.061	151.676	51.944
2022	Ιαν.	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	Ιαν.	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	Ιαν.	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
	Νοέμ.	198.012	190.426	7.586	147.171	50.840
	Δεκ.	203.621	195.559	8.061	151.676	51.944
2025	Ιαν.	198.822	191.090	7.732	146.889	51.933
	Φεβρ.	197.323	189.622	7.700	146.314	51.009
	Μάρτ.	199.480	191.983	7.496	149.062	50.417
	Απρ.	198.367	191.037	7.329	148.890	49.477

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

¹ Τα λοιπά Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (λοιπά ΝΧΙ) 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
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
2024	2,56	2,74	3,02	3,35	3,68	3,79	3,92
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	2,95	3,07	3,24	3,55	3,83	3,89	4,12
Ιούν.	2,92	3,14	3,36	3,65	3,94	4,02	4,25
Ιούλ.	2,70	2,94	3,18	3,50	3,81	3,92	4,15
Αύγ.	2,40	2,65	2,95	3,31	3,63	3,77	3,99
Σεπτ.	2,27	2,45	2,80	3,19	3,55	3,71	3,96
Οκτ.	2,20	2,39	2,77	3,16	3,53	3,67	3,96
Νοέμ.	2,22	2,47	2,81	3,19	3,56	3,69	3,89
Δεκ.	2,10	2,25	2,61	3,05	3,38	3,52	3,73
2025 Ιαν.	2,41	2,72	3,03	3,35	3,65	3,78	3,99
Φεβρ.	2,37	2,69	2,98	3,29	3,54	3,69	3,91
Μάρτ.	2,49	2,88	3,22	3,60	3,90	4,06	4,29
Απρ.	2,25	2,67	3,05	3,44	3,78	3,95	4,20

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Πίνακας 5 Χρηματοδότηση του εγχώριου ιδιωτικού τομέα από τα εγχώρια NXI¹

(υπόλοιπα σε εκατ. ευρώ, μη εποχικώς διορθωμένα)

		Γενικό σύνολο	Επιχειρήσεις		Ελεύθεροι επαγγελ- ματίες, αγρότες, ατομικές επιχειρήσεις	Ιδιώτες και ιδιωτικά μη κερδοσκοπικά ιδρύματα				
			Μη χρηματο- πιστωτικές επιχειρήσεις ²	Λοιπά χρημ/τικά ιδρύματα, ασφαλιστικές επιχειρήσεις και ταμεία επαγγελματικής ασφάλισης		Σύνολο	Στεγαστικά δάνεια	Καταναλω- τικά δάνεια	Λοιπά	
Τέλος περιόδου			Σύνολο							
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
2024		123.105	83.736	74.302	9.434	4.067	35.302	26.495	8.606	201
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	116.499	75.660	67.071	8.589	4.472	36.367	27.433	8.689	245
	Ιούν.	119.664	78.652	69.583	9.069	4.540	36.472	27.429	8.801	242
	Ιούλ.	118.525	77.571	68.532	9.039	4.474	36.480	27.377	8.866	238
	Αύγ.	118.650	77.724	68.665	9.059	4.468	36.458	27.339	8.882	236
	Σεπτ.	119.823	79.409	70.175	9.234	4.390	36.025	27.060	8.749	215
	Οκτ.	121.651	81.379	72.321	9.058	4.331	35.942	26.988	8.738	216
	Νοέμ.	123.589	83.284	74.033	9.252	4.344	35.960	26.986	8.758	216
	Δεκ.	123.105	83.736	74.302	9.434	4.067	35.302	26.495	8.606	201
2025	Ιαν.	121.409	82.309	73.439	8.870	3.967	35.132	26.357	8.577	198
	Φεβρ.	122.820	83.751	74.724	9.027	3.970	35.100	26.328	8.582	190
	Μάρτ.	124.623	85.538	76.605	8.933	3.999	35.086	26.307	8.588	191
	Απρ.	124.518	85.410	76.513	8.896	3.967	35.142	26.315	8.636	191

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 εταιρίες με καταστατική έδρα στο εξωτερικό δεν περιλαμβάνονται πλέον στη χρηματοδότηση της εγχώριας οικονομίας, αλλά αναταξινομήθηκαν 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 ^{1,2}	Με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος	Μίας ημέρας ²	Με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος	
2020	0,05	0,26	0,09	0,22	0,12
2021	0,04	0,15	0,01	0,07	0,05
2022	0,03	0,16	0,01	0,16	0,05
2023	0,03	1,40	0,14	2,31	0,44
2024	0,03	1,81	0,18	3,01	0,54
2022	Ιαν.	0,03	0,14	0,00	0,04
	Φεβρ.	0,02	0,14	0,00	0,04
	Μάρτ.	0,02	0,13	0,00	0,03
	Απρ.	0,02	0,13	0,00	0,03
	Μάιος	0,02	0,12	0,00	0,03
	Ιούν.	0,03	0,12	0,00	0,03
	Ιούλ.	0,03	0,13	-0,01	0,04
	Αύγ.	0,03	0,11	0,01	0,04
	Σεπτ.	0,03	0,14	0,01	0,05
	Οκτ.	0,03	0,20	0,01	0,06
	Νοέμ.	0,03	0,20	0,03	0,08
	Δεκ.	0,03	0,33	0,05	0,16
2023	Ιαν.	0,03	0,47	0,08	0,18
	Φεβρ.	0,03	1,04	0,10	0,33
	Μάρτ.	0,03	1,16	0,10	0,36
	Απρ.	0,02	1,22	0,10	0,38
	Μάιος	0,02	1,31	0,11	0,41
	Ιούν.	0,02	1,42	0,12	0,44
	Ιούλ.	0,02	1,50	0,12	0,47
	Αύγ.	0,03	1,56	0,15	0,49
	Σεπτ.	0,03	1,73	0,17	0,53
	Οκτ.	0,03	1,77	0,18	0,55
	Νοέμ.	0,03	1,79	0,22	0,57
	Δεκ.	0,03	1,83	0,18	0,57
2024	Ιαν.	0,03	1,83	0,20	0,57
	Φεβρ.	0,03	1,80	0,19	0,56
	Μάρτ.	0,03	1,77	0,17	0,55
	Απρ.	0,03	1,83	0,16	0,55
	Μάιος	0,03	1,83	0,17	0,55
	Ιούν.	0,03	1,86	0,20	0,56
	Ιούλ.	0,03	1,87	0,20	0,56
	Αύγ.	0,04	1,88	0,16	0,53
	Σεπτ.	0,03	1,86	0,19	0,54
	Οκτ.	0,03	1,84	0,18	0,53
	Νοέμ.	0,03	1,74	0,16	0,48
	Δεκ.	0,03	1,65	0,16	0,46
2025	Ιαν.	0,03	1,64	0,16	0,44
	Φεβρ.	0,03	1,50	0,13	0,41
	Μάρτ.	0,03	1,40	0,15	0,39
	Απρ.	0,03	1,33	0,12	0,38

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 ταμιευτηρίου.

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)

Δάνεια προς ιδιώτες και ιδιωτικά μη κερδοσκοπικά ιδρύματα ¹						Δάνεια προς ελεύθερους επαγγελματίες, αγρότες, ατομικές επιχειρήσεις ¹		Δάνεια προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις ¹			Μέσο επιτόκιο όλων των δανείων	
Περίοδος	Καταναλωτικά δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια ^{2,3}	Καταναλωτικά δάνεια με καθορισμένη διάρκεια		Στεγαστικά δάνεια		Δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια ^{3,4}	Δάνεια με καθορισμένη διάρκεια και επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος	Δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια ^{3,4}	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		
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
2024		15,00	11,97	10,81	4,61	4,06	7,51	5,68	6,44	5,70	5,44	5,72
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	5,53
	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	4,96	5,43
	Νοέμ.	15,02	12,23	10,86	3,88	3,72	7,36	5,33	5,95	5,21	4,75	5,27
	Δεκ.	15,04	11,89	10,64	3,59	3,65	7,21	5,14	5,88	5,04	4,63	5,20
2025	Ιαν.	14,88	11,77	10,82	3,90	3,78	7,20	5,47	5,45	4,99	4,47	5,10
	Φεβρ.	14,82	11,64	10,68	3,56	3,63	7,13	5,15	5,29	4,80	4,52	5,04
	Μάρτ.	14,79	11,54	10,67	3,63	3,65	7,04	5,33	5,19	4,79	4,02	4,76
	Απρ.	14,71	11,43	10,65	3,65	3,63	6,99	5,74	4,92	4,66	4,03	4,80

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 υπεραναλήψεων 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 υπεραναλήψεων από λογαριασμούς όψεως.

