

# ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ 2023 - 2024



ΙΟΥΝΙΟΣ  
2024



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ  
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

## **ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ**

### **Διεύθυνση**

Ελ. Βενιζέλου 21  
102 50 Αθήνα

### **Δικτυακός τόπος**

<http://www.bankofgreece.gr>

### **Τηλέφωνο**

+30 210 320 2393

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

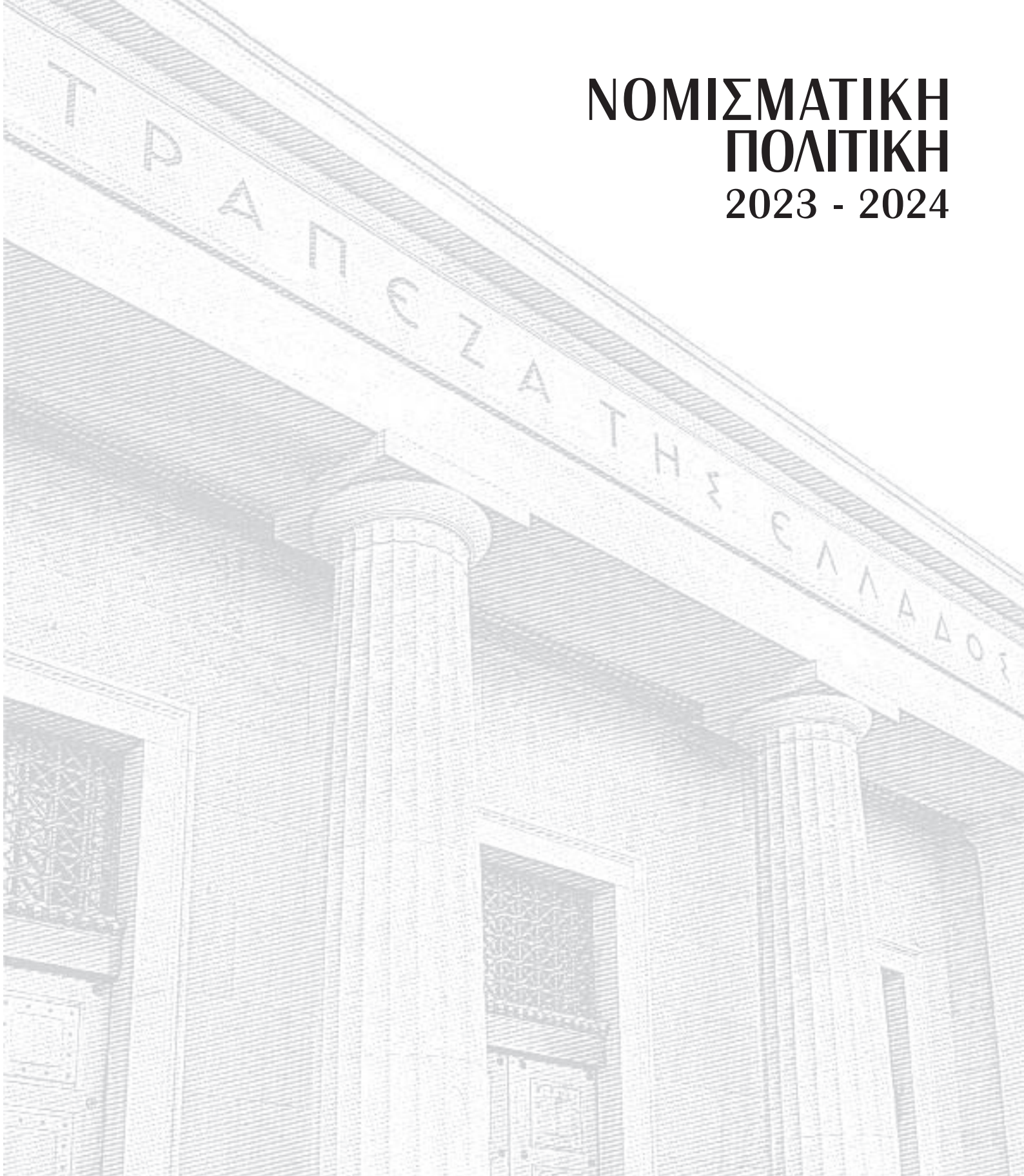
DOI: <https://doi.org/10.52903/monpol.gr202406>  
<https://www.bankofgreece.gr/Publications/NomPol20232024.pdf>

Τυπώθηκε στο  
Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών  
της Τράπεζας της Ελλάδος

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

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

# ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ 2023 - 2024



ΙΟΥΝΙΟΣ  
2024



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 μια περίοδο κατά την οποία η ελληνική οικονομία διατηρεί την αναπτυξιακή της δυναμική, καταγράφοντας ρυθμούς υψηλότερους από το μέσο όρο της ευρωζώνης, και ο πληθωρισμός υποχωρεί.

Η παγκόσμια οικονομία το 2023 αποδείχθηκε ανθεκτικότερη των προσδοκιών. Η αξιοπιστία της νομισματικής πολιτικής ως προς την επίτευξη του στόχου για τον πληθωρισμό και η ταχεία ανάκαμψη της συνολικής προσφοράς μετά την πανδημική και την ενεργειακή κρίση επέτρεψαν την υποχώρηση του πληθωρισμού από τα μέσα περίπου του 2022 και μετά. Εντούτοις, εξακολουθούν να υφίστανται σημαντικοί κίνδυνοι και αβεβαιότητες για την παγκόσμια και την ευρωπαϊκή οικονομία, που συνδέονται μεταξύ άλλων με τις γεωπολιτικές και εμπορικές εντάσεις και την κλιματική αλλαγή.



Η ελληνική οικονομία εξακολούθησε να αναπτύσσεται με ικανοποιητικό ρυθμό και κατά τη διάρκεια του 2024. Σύμφωνα με τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος, αναμένεται αύξηση του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος (ΑΕΠ) κατά 2,2% το 2024, 2,5% το 2025 και 2,3% το 2026. Βασικές κινητήριες δυνάμεις της οικονομικής δραστηριότητας τα επόμενα έτη θα συνεχίσουν να είναι οι επενδύσεις, η ιδιωτική κατανάλωση και οι εξαγωγές. Ο πληθωρισμός αναμένεται να μειωθεί σημαντικά τα δύο επόμενα έτη, ενώ μεσοπρόθεσμα εκτιμάται ότι θα συγκλίνει προς το στόχο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) για 2%.

Το 2023 η Ελλάδα σημείωσε τη δεύτερη μεγαλύτερη βελτίωση του πρωτογενούς δημοσιονομικού αποτελέσματος και αποκλιμάκωση του δημόσιου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ μεταξύ των χωρών της ευρωζώνης, με το δημοσιονομικό έλλειμμα να παραμένει κάτω από το όριο του 3% του ΑΕΠ με ασφαλές περιθώριο. Μεσοπρόθεσμα, ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα περιοριστεί περαιτέρω, κυρίως λόγω της ανάκτησης της επενδυτικής βαθμίδας και της συνακόλουθης μείωσης του κινδύνου αναχρηματοδότησης του χρέους, καθώς και λόγω των προβλεπόμενων πρωτογενών πλεονασμάτων. Απαραίτητες προϋποθέσεις για την ενίσχυση της βιωσιμότητας του χρέους αποτελούν η διαφύλαξη της δημοσιονομικής αξιοπιστίας και η αποτελεσματική αξιοποίηση των ευρωπαϊκών πόρων που θα διευκολύνει την κάλυψη του επενδυτικού κενού και ειδικότερα την ενίσχυση των επενδύσεων σε ανθρώπινο κεφάλαιο, έρευνα και καινοτομία, καθαρή ενέργεια και ψηφιακές τεχνολογίες με ιδιαίτερα θετικές επιδράσεις στη μεσομακροπρόθεσμη αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ.

Οι συνθήκες χρηματοδότησης του Ελληνικού Δημοσίου και των τραπεζών από τις διεθνείς αγορές ομολόγων σημείωσαν σημαντική βελτίωση. Σε αυτό έχει συμβάλει η επίδραση των προσδοκιών για περαιτέρω μειώσεις των επιτοκίων νομισματικής πολιτικής εντός του 2024, αλλά και η αναβάθμιση της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης στην επενδυτική κατηγορία. Επισημαίνεται ότι οι διαδοχικές αναβαθμίσεις της πιστοληπτικής αξιολόγησης έχουν οδηγήσει σε ακόμη μεγαλύτερη αναλογικά μείωση των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων. Ταυτόχρονα, λόγω της βελτίωσης του αξιόχρεου της ελληνικής οικονομίας, αλλά και των θετικών προοπτικών της, παρατηρείται σημαντικά αυξημένη συμμετοχή των επενδυτών στις νέες εκδόσεις ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου, γεγονός που επιφέρει συμπίεση του κόστους δανεισμού. Θετικές είναι και οι προοπτικές των πιστοληπτικών αξιολογήσεων των τραπεζών, ενώ πραγματοποιήθηκαν ήδη οι πρώτες αναβαθμίσεις συστημικών τραπεζών στην επενδυτική κατηγορία. Έτσι, μειώνεται το κόστος δανεισμού των ελληνικών τραπεζών από τις διεθνείς αγορές, με σημαντικά οφέλη για τα καθαρά επιτοκιακά τους έσοδα.

Το πρώτο τετράμηνο του 2024 τα τραπεζικά επιτόκια σταθεροποιήθηκαν, ενώ οι καταθέσεις του εγχώριου ιδιωτικού τομέα υποχώρησαν. Επιπλέον, ο ετήσιος ρυθμός πιστωτικής επέκτασης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις ενισχύθηκε. Η μείωση των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ, καθώς ο πληθωρισμός προσεγγίζει το μεσοπρόθεσμο στόχο του 2%, δημιουργεί τις προϋποθέσεις για γενική μείωση των εγχώριων τραπεζικών επιτοκίων.

Ο ελληνικός τραπεζικός τομέας το α' τρίμηνο του 2024 ενίσχυσε τους δείκτες κερδοφορίας, ρευστότητας και κεφαλαιακής επάρκειας, εν μέσω υψηλών βασικών επιτοκίων και ευνοϊκών εγχώριων οικονομικών συνθηκών. Το ίδιο διάστημα, η ποιότητα του δανειακού χαρτοφυλακίου των ελληνικών τραπεζών επιδεινώθηκε, με το δείκτη μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ) να παραμένει όμως χαμηλότερα από το μέσο όρο του 2023. Την τελευταία δεκαετία έχει σημειωθεί σημαντική πρόοδος ως προς την εξυγίανση του τραπεζικού συστήματος. Ωστόσο, απαιτείται ενίσχυση της ανθεκτικότητάς του, μεταξύ άλλων με την ποσοτική και ποιοτική βελτίωση της κεφαλαιακής βάσης των ελληνικών τραπεζών και την περαιτέρω μείωση των ΜΕΔ εντός και εκτός του τραπεζικού συστήματος. Εξάλλου, η αύξηση του ανταγωνισμού στο εγχώριο χρηματοπιστωτικό σύστημα με την ενδυνάμωση των μη συστημικών και συνεταιριστικών τραπεζών θα μπορούσε να βελτιώσει τις συνθήκες χρηματοδότησης της πραγματικής οικονομίας.

Παρά τις θετικές προοπτικές της οικονομίας για τα επόμενα χρόνια, δεν υπάρχει περιθώριο εφησυχασμού σε ένα διεθνές περιβάλλον που χαρακτηρίζεται από νέες αβεβαιότητες και γεωπολιτικές εντάσεις, καθώς και τεχνολογικές και περιβαλλοντικές προκλήσεις. Επίσης, η ενεργοποίηση των νέων ευρωπαϊκών δημοσιονομικών κανόνων περιορίζει τη δυνατότητα αξιοποίησης των υπερβάσεων των εσόδων έναντι των στόχων για τη χρηματοδότηση νέων δαπανών. Από την άλλη πλευρά, η σταδιακή χαλάρωση της κοινής νομισματικής πολιτικής αυξάνει τους βαθμούς ελευθερίας στην οικονομική πολιτική, ενώ επίσης μπορεί να υποβοηθήσει τη μείωση του κόστους δανεισμού και την τόνωση των επενδύσεων.

Λαμβάνοντας υπόψη τα ανωτέρω, αλλά και τις εγχώριες διαρθρωτικές αδυναμίες, η οικονομική πολιτική θα πρέπει να συνεχίσει στον ίδιο δρόμο των μεταρρυθμίσεων, της αποτελεσματικής χρήσης των διαθέσιμων εγχώριων και ευρωπαϊκών πόρων και της δημοσιονομικής υπευθυνότητας. Ιδιαίτερη έμφαση θα πρέπει να δοθεί στην αύξηση των επενδύσεων, ο ρόλος των οποίων είναι καθοριστικός για τη μελλοντική πορεία της οικονομίας, την αποτελεσματική αντιμετώπιση της κλιματικής αλλαγής και τη διευκόλυνση της πράσινης μετάβασης. Οι επενδυτικές δαπάνες μπορούν να στηρίξουν την οικονομική ανάπτυξη, είτε αφορούν βελτιώσεις στις υποδομές, την εκπαίδευση και την υγεία, είτε επενδύσεις σε παραγωγικό εξοπλισμό, μηχανήματα, καθώς και σε άυλα στοιχεία ενεργητικού και σε τεχνολογίες αιχμής, περιλαμβανομένων αυτών που προωθούν τον πράσινο μετασχηματισμό του ενεργειακού τομέα. Η υλοποίηση των παραπάνω προτάσεων θα συμβάλει στην ενίσχυση του δυναμικού ρυθμού ανάπτυξης, στη μετάβαση της οικονομίας σε ένα βιώσιμο, ανταγωνιστικό και εξωστρεφές παραγωγικό υπόδειγμα, καθώς και σε περαιτέρω αναβαθμίσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων.

Αθήνα, Ιούνιος 2024

Γιάννης Στουρνάρας  
Διοικητής

# ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

## Πρόεδρος

Γιάννης Στουρνάρας

## Μέλη

Θεόδωρος Πελαγίδης

Χριστίνα Παπακωνσταντίνου

Δημήτριος Σιδέρης

Όλγα Χαρίτου

Χρήστος Χατζηεμμανουήλ





# ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι

### ΔΙΑΤΗΡΗΣΗ ΤΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΗΣ, ΥΠΟΧΩΡΗΣΗ ΤΟΥ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΥ, ΑΠΟΚΛΙΜΑΚΩΣΗ ΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ ΩΣ ΠΟΣΟΣΤΟΥ ΤΟΥ ΑΕΠ

1.	Εισαγωγή	11
2.	Ελληνική οικονομία: εξελίξεις και προοπτικές	12
2.1	Πραγματική οικονομία	12
2.2	Δημοσιονομικές εξελίξεις	14
2.3	Χρηματοπιστωτικές εξελίξεις	14
2.4	Τραπεζικός τομέας	16
2.5	Προβλέψεις	18
2.6	Κίνδυνοι και αβεβαιότητες	19
3.	Το εξωτερικό περιβάλλον της ελληνικής οικονομίας	19
3.1	Εξελίξεις και προοπτικές εκτός της ευρωζώνης	19
3.2	Εξελίξεις και προοπτικές της ευρωζώνης	20
3.3	Κίνδυνοι και αβεβαιότητες	20
4.	Ενιαία νομισματική πολιτική	21
5.	Προκλήσεις για την ελληνική οικονομία	22
6.	Προτάσεις πολιτικής	24

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙ

### ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

1.	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	29
2.	Οικονομικές εξελίξεις και προοπτικές διεθνώς και στη ζώνη του ευρώ και παρεμβάσεις πολιτικής	31
2.1	Παγκόσμια οικονομία	31
2.2	Ζώνη του ευρώ	36
2.3	ΕΕ και ζώνη του ευρώ: παρεμβάσεις πολιτικής	39
3.	Οικονομικές εξελίξεις και προοπτικές των οικονομιών της Νοτιοανατολικής Ευρώπης	40
	Πλαίσιο ΙΙ.1 Η δυναμική της εγγενούς και κληρονομούμενης επιμονής του πληθωρισμού των ΗΠΑ	43

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙΙ

### Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

1.	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	49
2.	Η ενιαία νομισματική πολιτική: χάραξη και εφαρμογή	51
	Πλαίσιο ΙΙΙ.1 Οι πρόσφατες αλλαγές στο πλαίσιο εφαρμογής της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος	60

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙV

### ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

1.	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	65
2.	Εξελίξεις και προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας	68
2.1	Εξελίξεις από την πλευρά της ζήτησης	68
2.2	Εξελίξεις από την πλευρά της προσφοράς	72
3.	Εξελίξεις και προοπτικές της αγοράς ακινήτων	75
4.	Εξελίξεις και προοπτικές της απασχόλησης και της ανεργίας	77
5.	Πληθωρισμός, επιχειρηματικά κέρδη, κόστος εργασίας και ανταγωνιστικότητα	81
5.1	Πληθωρισμός	81
5.2	Επιχειρηματικά κέρδη	82

5.3	Κόστος εργασίας	83
5.4	Διεθνής ανταγωνιστικότητα	84
6.	Ισοζύγιο πληρωμών και διεθνής επενδυτική θέση	87
7.	Οι προβλέψεις για την ελληνική οικονομία	90
	<b>Πλαίσιο IV.1</b> Προκλήσεις στην αγορά εργασίας: εργατικό δυναμικό και συμμετοχή στην αγορά εργασίας	92
	<b>Πλαίσιο IV.2</b> Ο πληθωρισμός ειδών διατροφής στην Ελλάδα σε σύγκριση με τις χώρες της ευρωζώνης και διερεύνηση της επιμονής του	98
	<b>Πλαίσιο IV.3</b> Μισθολογικές εξελίξεις στην Ελλάδα, 2016-2023	104
	<b>Πλαίσιο IV.4</b> Εξελίξεις στις εξαγωγές αγαθών το 2023	107

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ V

### ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

1.	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	113
2.	Δημοσιονομικές εξελίξεις το 2023	114
	<b>Πλαίσιο V.1</b> Η πορεία εκτέλεσης των δημόσιων δαπανών που χρηματοδοτούνται από τους πόρους του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας σε χώρες της ΕΕ	117
3.	Θεσμικό πλαίσιο και δημοσιονομικές μεταρρυθμίσεις	122
4.	Προτάσεις πολιτικής	123
5.	Η εξέλιξη των δημοσιονομικών μεγεθών το 2024	125
	5.1 Γενική κυβέρνηση (εθνικολογιστικά στοιχεία – ΕΛΣΤΑΤ)	125
	5.2 Γενική κυβέρνηση (στοιχεία Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους – ΓΛΚ)	126
	5.3 Κρατικός Προϋπολογισμός (τροποποιημένη ταμειακή βάση)	126
	5.4 Κρατικός Προϋπολογισμός σε ταμειακή βάση	127
	5.5 Χρέος γενικής κυβέρνησης	128

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ VI

### ΧΡΗΜΑ, ΠΙΣΤΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΕΣ

1.	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	131
2.	Τραπεζική πίστη	133
	<b>Πλαίσιο VI.1</b> Τα χαρακτηριστικά της τραπεζικής χρηματοδότησης των ελληνικών επιχειρήσεων από τη βάση αναλυτικών πιστωτικών δεδομένων AnaCredit	135
3.	Τραπεζικές καταθέσεις	139
4.	Τραπεζικά επιτόκια	141
5.	Εξελίξεις στον τραπεζικό τομέα	144

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ VII

### ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

1.	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	148
2.	Διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων	148
	<b>Πλαίσιο VII.1</b> Η επίδραση των προσδοκιών για τα βασικά επιτόκια στις καμπύλες αποδόσεων στην ευρωζώνη και τις ΗΠΑ	152
3.	Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου	156
	3.1 Εξελίξεις στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις	156
	3.2 Εξελίξεις στις αγορές	157
4.	Ελληνικά εταιρικά ομόλογα	159
	4.1 Ομόλογα ελληνικών τραπεζών	159
	4.2 Ομόλογα ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων	160
5.	Αγορά μετοχών	161
	5.1 Τιμές μετοχών	161
	5.2 Αποδοτικότητα εισηγμένων επιχειρήσεων	162

<b>ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ</b>	163
-----------------------------	-----

# ΔΙΑΤΗΡΗΣΗ ΤΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΗΣ, ΥΠΟΧΩΡΗΣΗ ΤΟΥ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΥ, ΑΠΟΚΛΙΜΑΚΩΣΗ ΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ ΩΣ ΠΟΣΟΣΤΟΥ ΤΟΥ ΑΕΠ

## 1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η παγκόσμια οικονομία το 2023 αποδείχθηκε ανθεκτικότερη των προσδοκιών, παρά την αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής για την καταπολέμηση του υψηλού πληθωρισμού και τη σταδιακή απόσυρση των έκτακτων δημοσιονομικών μέτρων στήριξης των εισοδημάτων. Μεταξύ των προηγμένων οικονομιών οι εξελίξεις υπήρξαν αποκλίνουσες το 2023 και στις αρχές του 2024. Η αξιοπιστία της νομισματικής πολιτικής ως προς την επίτευξη του στόχου για τον πληθωρισμό και η ταχεία ανάκαμψη της συνολικής προσφοράς μετά την πανδημική και την ενεργειακή κρίση επέτρεψαν την υποχώρηση του πληθωρισμού από τα μέσα περιόδου του 2022 και έπειτα. Η οικονομία της ευρωζώνης ανέκαμψε το α΄ τρίμηνο του 2024 μετά από την αρνητική επίδοση του δ΄ τριμήνου του 2023. Ο γενικός πληθωρισμός και ο πυρήνας του πληθωρισμού εξακολούθησαν κατά τους πρώτους μήνες του 2024 να αποκλιμακώνονται, ενώ οι προσδοκίες για τον πληθωρισμό έχουν μειωθεί σε μεσοπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Ως εκ τούτου, τον Ιούνιο του 2024 το Διοικητικό Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) αποφάσισε να μειώσει τα τρία βασικά επιτόκια πολιτικής κατά 25 μονάδες βάσης. Ωστόσο, επισημάνει ότι θα διατηρήσει τα επιτόκια πολιτικής επαρκώς περιοριστικά για όσο χρονικό διάστημα κρίνεται απαραίτητο προκειμένου να διασφαλίσει ότι ο πληθωρισμός θα επανέλθει στο στόχο του 2% μεσοπρόθεσμα.

Συνολικά, οι προοπτικές για την παγκόσμια και την ευρωπαϊκή οικονομία βελτιώνονται και ο πληθωρισμός υποχωρεί, αλλά εξακολουθούν να υφίστανται σημαντικοί κίνδυνοι και αβεβαιότητες, που συνδέονται μεταξύ άλλων με την επίδραση της ανόδου των πραγματικών επιτοκίων, το χαμηλό ρυθμό αύξησης της παραγωγικότητας, το γεωοικονομικό κατακερματισμό, τις γεωπολιτικές και εμπορικές εντάσεις και την κλιματική αλλαγή, καθώς και προκλήσεις όπως η πράσινη και η ψηφιακή μετάβαση.

Για την ευρωπαϊκή οικονομία, η πρόσφατη αναστάτωση στην αγορά κρατικών ομολόγων μετά τις εκλογές για την ανάδειξη εκπροσώπων στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και τις πολιτικές πρωτοβουλίες που αναλήφθηκαν σε ορισμένες χώρες-μέλη της ζώνης του ευρώ καταδεικνύει τη σημασία της συνέχισης του ορθού δημοσιονομικού προσανατολισμού και του σεβασμού των ευρωπαϊκών δημοσιονομικών κανόνων.

Η ελληνική οικονομία συνεχίζει να αναπτύσσεται και στη διάρκεια του 2024 με ικανοποιητικό ρυθμό. Ο γενικός πληθωρισμός εξακολουθεί να επιβραδύνεται, ενώ και ο πυρήνας του πληθωρισμού αποκλιμακώνεται πλέον σε σύγκριση με τους υψηλούς ρυθμούς του 2023. Η αγορά εργασίας διατηρεί τη δυναμική της και τα δημοσιονομικά μεγέθη βελτιώνονται.

Τα τελευταία χρόνια η ελληνική οικονομία έχει σημειώσει σημαντική πρόοδο, παρά το δυσμενές διεθνές οικονομικό περιβάλλον λόγω της ενεργειακής κρίσης, καταγράφοντας μάλιστα υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης σε σχέση με τη ζώνη του ευρώ. Η πρόοδος αυτή και οι θετικές προοπτικές της οικονομίας αντανακλώνται στην αναβάθμιση του αξιόχρεου του Ελληνικού Δημοσίου στην επενδυτική κατηγορία, η οποία αναμένεται να συντελέσει στην περαιτέρω αναβάθμιση των πιστοληπτικών αξιολογήσεων των ελληνικών τραπεζών, όπως ήδη συνέβη εφέτος με δύο συστημικές τράπεζες που αναβαθμίστηκαν στην επενδυτική κατηγορία.

Παρά την έως τώρα πρόοδο, δεν υπάρχουν περιθώρια εφησυχασμού. Η ελληνική οικονομία αντιμετωπίζει σημαντικές προκλήσεις, που συνδέονται τόσο με εγχώριες διαρθρωτικές αδυνα-

μίες όσο και με γενικότερες παγκόσμιες τάσεις. Επιπλέον, παρά τις υψηλότερες επιδόσεις σε σχέση με τη ζώνη του ευρώ, θα χρειαστούν πάνω από 20 χρόνια, με τους σημερινούς ρυθμούς ανάπτυξης, ώστε να συγκλίνει το κατά κεφαλήν ΑΕΠ της Ελλάδος με το μέσο όρο της ευρωζώνης. Συνεπώς, η οικονομική πολιτική θα πρέπει να παραμείνει προσηλωμένη στη συνέχιση των μεταρρυθμίσεων και στην ταχύτερη υλοποίηση των δράσεων του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, ώστε να επιτευχθεί η επιδιωκόμενη αύξηση των δημόσιων και ιδιωτικών επενδύσεων και να προχωρήσει ο παραγωγικός μετασχηματισμός της ελληνικής οικονομίας.

## 2 ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ: ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

### 2.1 Πραγματική οικονομία: Συνεχίζεται η αναπτυξιακή δυναμική, παρά την εξασθένηση του εξωτερικού τομέα

**Οικονομική δραστηριότητα:** Η ελληνική οικονομία συνέχισε να αναπτύσσεται το 2023 με ικανοποιητικό ρυθμό, παρά τις διεθνείς γεωπολιτικές αναταράξεις και τις φυσικές καταστροφές που έπληξαν τη χώρα το δεύτερο εξάμηνο του έτους. Το α' τρίμηνο του 2024, σε σχέση με το αντίστοιχο τρίμηνο του 2023, ο ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας ήταν 2,1%. Βασικές συνιστώσες της ανάπτυξης ήταν η ιδιωτική κατανάλωση και σε μικρότερο βαθμό οι επενδύσεις, ενώ η δημόσια κατανάλωση κατέγραψε σημαντική μείωση. Ο εξωτερικός τομέας είχε αρνητική συμβολή στη μεταβολή του ΑΕΠ, καθώς υποχώρησαν σημαντικά οι εξαγωγές αγαθών και ταυτόχρονα αυξήθηκαν οι εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών.

Οι προσδοκίες των επιχειρήσεων παραμένουν σε υψηλά επίπεδα σε σύγκριση με τη ζώνη του ευρώ. Επιπλέον, ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) κινείται σε επίπεδα σαφώς υψηλότερα από τον αντίστοιχο μέσο όρο στην ευρωζώνη και υποδηλώνει άνοδο της ελληνικής μεταποιητικής παραγωγής.

**Πληθωρισμός:** Ο πληθωρισμός, όπως μετρείται από τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ), κατέγραψε μέσο ετήσιο ρυθμό 4,2% το 2023, έναντι 9,3% το 2022. Η έντονη αποκλιμάκωση αποδίδεται αποκλειστικά και μόνο στην ενεργειακή συνιστώσα. Σε αντίθεση με το γενικό πληθωρισμό, ο πυρήνας του πληθωρισμού (ΕνΔΤΚ χωρίς τα μη επεξεργασμένα είδη διατροφής και την ενέργεια) ενισχύθηκε στο 6,2% το 2023 από 5,7% το 2022.

Κατά το διαθέσιμο πεντάμηνο του 2024 υπάρχει σημαντική αποκλιμάκωση του πληθωρισμού των ειδών διατροφής, των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών και των υπηρεσιών σε σύγκριση με τα αντίστοιχα μεγέθη του 2023. Επιπλέον, τα ενεργειακά αγαθά διατηρούνται σε αρνητικό έδαφος. Η συμβολή όλων των ανωτέρω αναμένεται να οδηγήσει στην καταγραφή χαμηλότερου πληθωρισμού το 2024 σε σύγκριση με το 2023.

**Αγορά ακινήτων:** Η ελληνική αγορά ακινήτων συνέχισε το 2023, αλλά και κατά τους πρώτους μήνες του 2024, να προσελκύει επενδυτική ζήτηση, ιδιαίτερα από το εξωτερικό, με αποτέλεσμα οι τιμές να κινηθούν περαιτέρω ανοδικά. Οι μεγαλύτερες αυξήσεις τιμών σημειώθηκαν στην αγορά κατοικίας, υπό συνθήκες περιορισμένης προσφοράς ποιοτικού ή νέου αποθέματος. Ως εκ τούτου, διαμορφώνονται επίπεδα τιμών δυσανάλογα προς το διαθέσιμο εισόδημα, τα οποία δυσχεραίνουν την απόκτηση πρώτης κατοικίας και συμπαρασύρουν ανοδικά τόσο τις τιμές κατοικιών υποδεέστερων χαρακτηριστικών όσο και τα μισθώματα, αναδεικνύοντας τη στέγαση σε σημαντικό ζήτημα για τα ελληνικά νοικοκυριά. Στον τομέα των επαγγελματικών ακινήτων, η στροφή των εταιριών και των επενδυτών προς τη βιώσιμη ανάπτυξη και τα βιοκλιματικά ακίνητα έχει εντείνει τις διαφορές στα επίπεδα τιμών της αγοράς, όμως παράλληλα έχει επηρεάσει ανοδικά και τις τιμές ακινήτων συμβατικών προδιαγραφών σε θέσεις υψηλής εμπορικότητας.

**Αγορά εργασίας:** Η αγορά εργασίας σημείωσε τα τελευταία χρόνια ισχυρή ανάπτυξη, με αποτέλεσμα τη μείωση του ποσοστού ανεργίας σε 11,1% το 2023 και τους υψηλούς ρυθμούς αύ-

ξης της συνολικής απασχόλησης, παράλληλα με τη βελτίωση σημαντικών επιμέρους δεικτών, όπως την υποχώρηση του ποσοστού μακροχρόνιας ανεργίας. Ωστόσο, το α' τρίμηνο του 2024 το ποσοστό ανεργίας αυξήθηκε στο 12,1%, από 11,8% το αντίστοιχο τρίμηνο του 2023, παρότι ο αριθμός των απασχολούμενων αυξήθηκε κατά 1,8%. Σύμφωνα με τα στοιχεία του πληροφοριακού συστήματος ΕΡΓΑΝΗ, το ισοζύγιο των ρών μισθωτής απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα το πρώτο τετράμηνο του 2024 ήταν θετικό και κυμάνθηκε σε επίπεδα ελαφρώς υψηλότερα έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2023. Ως προς τους επιμέρους κλάδους οικονομικής δραστηριότητας, η μεγαλύτερη αύξηση προσλήψεων καταγράφηκε στις σχετικές με τον τουρισμό δραστηριότητες.

Παράλληλα, παρατηρείται αύξηση της στενότητας στην αγορά εργασίας, καθώς γίνεται ολοένα πιο δύσκολο για τις επιχειρήσεις να προσλάβουν το προσωπικό που χρειάζονται, όπως φαίνεται από τη σημαντική ετήσια ποσοστιαία αύξηση των κενών θέσεων εργασίας το α' τρίμηνο του 2024 κατά 115,6%. Οι κλάδοι που παρουσιάζουν τα μεγαλύτερα ποσοστά κενών θέσεων εργασίας είναι η γεωργία, ο τουρισμός και οι κατασκευές.

**Ανταγωνιστικότητα:** Η διεθνής ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας σημείωσε υποχώρηση το 2023 και στις αρχές του 2024, κυρίως ως προς τις σχετικές τιμές καταναλωτή. Η ανταγωνιστικότητα τιμών της ελληνικής οικονομίας, όπως και άλλων οικονομιών της ζώνης του ευρώ, επηρεάστηκε αρνητικά από την ανατίμηση του ευρώ (η οποία υπήρξε εκτεταμένη και εν μέρει τροφοδοτήθηκε από την ταχεία αύξηση των βασικών επιτοκίων στη ζώνη του ευρώ και το βαθμιαίο περιορισμό της επιτοκιακής διαφοράς έναντι των ΗΠΑ), με αποτέλεσμα να αντισταθμιστεί εν μέρει η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας που προέρχεται από το χαμηλότερο επίπεδο εγχώριου πληθωρισμού της Ελλάδος σε σχέση με το σταθμισμένο πληθωρισμό των κυριότερων εμπορικών εταίρων της. Ωστόσο, σε σχέση με τους εμπορικούς εταίρους εντός της ζώνης του ευρώ, όπου δεν υφίσταται η επίδραση της συναλλαγματικής ισοτιμίας, η ανταγωνιστικότητα της Ελλάδος εξακολούθησε να βελτιώνεται.

Σε όρους διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας, η κατάταξη της Ελλάδος σε σύνθετους δείκτες παρουσιάζει βελτίωση το 2024, αλλά το επιχειρηματικό περιβάλλον εξακολουθεί να είναι λιγότερο ελκυστικό από ό,τι στις περισσότερες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ), κυρίως λόγω των καθυστερήσεων στην υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων στους τομείς της λειτουργίας του κράτους και του ψηφιακού μετασχηματισμού, αλλά και λόγω καθυστερήσεων στην αξιοποίηση των διαθέσιμων ευρωπαϊκών πόρων. Στο πλαίσιο αυτό, οι ξένες άμεσες επενδύσεις (ΞΑΕ) υποχώρησαν το 2023 έναντι του 2022, αν και παρέμειναν στα μέσα επίπεδα της περιόδου 2019-2021. Ωστόσο, την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2024 καταγράφηκαν εισροές ΞΑΕ ύψους 1,5 δισεκ. ευρώ, οι οποίες ήταν υψηλότερες συγκριτικά με την αντίστοιχη περίοδο του 2023. Όπως και το 2023, οι ξένες άμεσες επενδύσεις κατευθύνονται στους κλάδους της μεταποίησης, του χονδρικού και λιανικού εμπορίου, των επικοινωνιών, των ακινήτων και των μεταφορών.

**Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών:** Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ) παρουσίασε σημαντική βελτίωση το 2023 και το έλλειμά του διαμορφώθηκε σε 6,3% του ΑΕΠ (έναντι 10,3% του ΑΕΠ το 2022), αφού η μείωση των εισαγωγών αγαθών, κυρίως καυσίμων, ήταν υψηλότερη από τη μείωση των εξαγωγών αγαθών. Θετική συμβολή στη βελτίωση του ΙΤΣ είχαν οι ταξιδιωτικές εισπράξεις καθώς και το ισοζύγιο δευτερογενών εισοδημάτων, ενώ επιδείνωση καταγράφηκε στο ισοζύγιο πρωτογενών εισοδημάτων.

Την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2024 το έλλειμμα του ΙΤΣ αυξήθηκε σε σύγκριση με την ίδια περίοδο του 2023, λόγω της επιδείνωσης των ισοζυγίων αγαθών και πρωτογενών εισοδημάτων, η οποία αντισταθμίστηκε μερικώς από τη βελτίωση των ισοζυγίων υπηρεσιών και δευτερογενών εισοδημάτων. Η διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών οφείλεται στη μείωση της αξίας των εξαγωγών κατά 5,7% και στην αύξηση της αξίας των εισαγωγών αγαθών (κατά 3,5%). Η αύξηση του πλεονάσματος του ισοζυγίου υπηρεσιών το πρώτο τετράμηνο του 2024 συνδέεται με τη βελτίωση των ισοζυγίων μεταφορών και ταξιδιωτικών υπηρεσιών. Η δυναμική που κατα-

γράφηκε κατά το 2023, με τη σημαντική αύξηση των αφίξεων και των ταξιδιωτικών εισπράξεων, συνεχίστηκε την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2024. Σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2023, οι αφίξεις αυξήθηκαν κατά 20,0% και οι εισπράξεις κατά 22,0%, έχοντας ξεπεράσει τα επίπεδα του πρώτου τετραμήνου τόσο του 2019 όσο και του 2023, ενώ η μέση δαπάνη ανά ταξίδι αυξήθηκε κατά 2,1%. Οι εισπράξεις από θαλάσσιες μεταφορές διατηρήθηκαν σχεδόν σταθερές, αφού και οι ναύλοι παρέμειναν σε επίπεδο αντίστοιχο με αυτό του 2023.

## **2.2 Δημοσιονομικές εξελίξεις: Βελτίωση του πρωτογενούς αποτελέσματος και σημαντική υποχώρηση του λόγου δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ**

Σύμφωνα με την πρώτη κοινοποίηση των δημοσιονομικών στοιχείων της περιόδου 2020-2023 από την Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ) στο πλαίσιο της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος τον Απρίλιο του 2024, το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης για το 2023 διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 1,9% του ΑΕΠ, από ισοσκελισμένο πρωτογενές αποτέλεσμα το 2022 και έναντι εκτίμησης για πλεόνασμα 1,1% του ΑΕΠ στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2024. Το δημόσιο χρέος, από 172,7% του ΑΕΠ το 2022, αποκλιμακώθηκε σε 161,9% το 2023, τη χαμηλότερη τιμή που έχει καταγραφεί από το 2010, ενώ μειώθηκε σε ονομαστικούς όρους κατά περίπου 100 εκατ. ευρώ για πρώτη φορά από το 2019. Η Ελλάδα σημείωσε τη δεύτερη μεγαλύτερη βελτίωση του πρωτογενούς δημοσιονομικού αποτελέσματος και αποκλιμάκωση του δημόσιου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ μεταξύ των χωρών της ευρωζώνης, με το δημοσιονομικό έλλειμμα να παραμένει κάτω από το όριο του 3% του ΑΕΠ με ασφαλές περιθώριο.

Η καλύτερη της προβλεπόμενης δημοσιονομική επίδοση το 2023 οφείλεται στην υπεραπόδοση των φορολογικών εσόδων έναντι των στόχων, καθώς και στη συγκράτηση των πρωτογενών δαπανών. Ως εκ τούτου, η δημοσιονομική πολιτική εκτιμάται ότι παρέμεινε περιοριστική το 2023, παρά την επιτάχυνση των επενδυτικών δαπανών που χρηματοδοτούνται από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας.

Το υψηλότερο του αναμενομένου πρωτογενές πλεόνασμα το 2023 εκτιμάται ότι θα έχει θετική μεταφερόμενη επίδραση το 2024. Ωστόσο, προβλέπεται να αντισταθμιστεί αφενός από τα στοχευμένα δημοσιονομικά μέτρα στήριξης που υιοθετήθηκαν για το 2024 επιπλέον του Προϋπολογισμού και αφετέρου από την αυξημένη δαπάνη για δημόσιες επενδύσεις χρηματοδοτούμενες από εθνικούς πόρους με συνολικό εκτιμώμενο δημοσιονομικό κόστος 0,2% του ΑΕΠ.

Σύμφωνα με τα στοιχεία για το πρώτο τετράμηνο του 2024, ο Κρατικός Προϋπολογισμός εμφάνισε πρωτογενές πλεόνασμα 1,4% του ΑΕΠ, έναντι πρωτογενούς πλεονάσματος 1,1% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2023. Η βελτίωση αυτή οφείλεται κυρίως στην αύξηση των φορολογικών εσόδων.

## **2.3 Χρηματοπιστωτικές εξελίξεις: Βελτίωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών**

Οι μεγάλες κεντρικές τράπεζες έχουν σταματήσει τις αυξήσεις των επιτοκίων από το γ' τρίμηνο του 2023. Οι αυξήσεις αυτές συνέβαλαν στη συγκράτηση των προσδοκιών για τον πληθωρισμό, με αποτέλεσμα τόσο οι μεσοπρόθεσμες όσο και οι μακροπρόθεσμες προσδοκίες των επενδυτών για τον πληθωρισμό να έχουν διαμορφωθεί πολύ κοντά στο στόχο του 2%. Σε αυτό το περιβάλλον, από το δ' τρίμηνο του 2023 διαμορφώθηκαν προσδοκίες για σημαντικές μειώσεις επιτοκίων εντός του 2024, οι οποίες συνετέλεσαν στη μείωση των αποδόσεων των κρατικών και εταιρικών ομολόγων διεθνώς και στην αύξηση των αποτιμήσεων των μετοχών. Έκτοτε, και ειδικότερα από το τέλος Ιανουαρίου 2024, οπότε αναθεωρήθηκαν ανοδικά οι προβλέψεις για το ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας των ΗΠΑ, οι προσδοκίες των επενδυτών για μειώσεις επιτοκίων εντός του 2024 μετριάστηκαν. Επί του παρόντος οι αγορές επιτοκιακών παραγώγων προεξοφλούν περαιτέρω μειώσεις επιτοκίων της τάξεως των 50 μονάδων βάσης (μ.β.) για τη ζώνη του ευρώ και μειώσεις 25-50 μ.β. για τις ΗΠΑ. Ως εκ τούτου, η αρχικά σημαντική μείωση των αποδόσεων των κρατικών και εταιρικών ομολόγων, στο τέλος του 2023, έχει μετριαστεί από τις αρχές του 2024. Ωστόσο, συνολικά, οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες στις αγορές κεφαλαίων έχουν βελτιωθεί.

Οι τιμές των μετοχών παρουσίασαν σημαντική άνοδο τόσο στην ευρωζώνη όσο και στις ΗΠΑ, οδηγούμενες από τους κλάδους των τραπεζών, του εμπορίου και της τεχνολογίας, ενώ και οι δείκτες τεκμαρτής μεταβλητότητας των μετοχών στις αρχές του 2024 ήταν χαμηλότεροι από ό,τι την αντίστοιχη περίοδο του 2023. Εντούτοις, οι δείκτες τεκμαρτής μεταβλητότητας των ομολόγων εξακολουθούν να βρίσκονται σε υψηλά επίπεδα. Κατά συνέπεια, οι αποτιμήσεις των ομολόγων διεθνώς υπόκεινται σε κινδύνους, οι οποίοι συναρτώνται με τις προσδοκίες των επενδυτών για την εξέλιξη των βασικών επιτοκίων. Η πρόσφατη αναστάτωση στις αγορές κεφαλαίων και κρατικών ομολόγων στη ζώνη του ευρώ συνδέεται με πολιτικές πρωτοβουλίες που αναλήφθηκαν σε ορισμένες χώρες-μέλη μετά το αποτέλεσμα των ευρωεκλογών και οι οποίες, κατά την εκτίμηση των αγορών, θέτουν ενδεχομένως υπό αμφισβήτηση το πλαίσιο των ευρωπαϊκών δημοσιονομικών κανόνων.

Όσον αφορά την Ελλάδα, παρατηρείται σημαντική βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης του Ελληνικού Δημοσίου και των τραπεζών από τις διεθνείς αγορές ομολόγων, καθώς και σημαντική άνοδος των τιμών των μετοχών. Σε αυτές τις θετικές εξελίξεις έχει συμβάλει η επίδραση των προσδοκιών για περαιτέρω μειώσεις των επιτοκίων νομισματικής πολιτικής εντός του 2024, αλλά και η αναβάθμιση της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης στην επενδυτική κατηγορία. Επισημαίνεται σχετικά ότι οι εν λόγω αναβαθμίσεις της πιστοληπτικής αξιολόγησης έχουν συμβάλει στην ακόμη μεγαλύτερη αναλογικά μείωση των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων. Ταυτόχρονα, λόγω της βελτίωσης του αξιόχρεου της ελληνικής οικονομίας, αλλά και των θετικών προοπτικών της, παρατηρείται σημαντικά αυξημένη συμμετοχή των επενδυτών στις νέες εκδόσεις ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου, γεγονός που επιφέρει συμπίεση του κόστους δανεισμού.

Παράλληλα, οι προοπτικές των πιστοληπτικών αξιολογήσεων των τραπεζών είναι θετικές, ενώ πραγματοποιήθηκαν ήδη οι πρώτες αναβαθμίσεις συστημικών τραπεζών στην επενδυτική κατηγορία. Έτσι, μειώνεται το κόστος δανεισμού των ελληνικών τραπεζών από τις διεθνείς αγορές, με σημαντικά οφέλη για τα καθαρά επιτοκιακά τους έσοδα. Σημειώνεται ότι οι ελληνικές τράπεζες έχουν ενεργή εκδοτική δραστηριότητα στις διεθνείς αγορές ομολόγων, με σκοπό την κάλυψη της Ελάχιστης Απαιτήσης Ιδίων Κεφαλαίων και Επιλέξιμων Υποχρεώσεων (MREL). Μετά την ανακοίνωση των θετικών προοπτικών από τον οίκο S&P τον Απρίλιο του 2024 για την κρατική πιστοληπτική αξιολόγηση της Ελλάδος, ο μέσος όρος των αποδόσεων των τραπεζικών ομολόγων υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας, σταθμισμένος ως προς την αξία των υποκείμενων ομολόγων, έχει μειωθεί κατά περίπου 300 μονάδες βάσης. Στο πλαίσιο αυτό, παρατηρείται η αποπληρωμή ομολόγων που έχουν εκδοθεί με υψηλότερο κόστος μέσω έκδοσης νέων τίτλων με χαμηλότερο κόστος δανεισμού, γεγονός που συμβάλλει στη διαρθρωτική βελτίωση των επιτοκιακών εσόδων των τραπεζών, χωρίς να επιβαρύνεται το κόστος δανεισμού της πραγματικής οικονομίας.

Οι αποδόσεις των ομολόγων των ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων δεν παρουσίασαν σημαντικές μεταβολές το 2023, καθώς τα οφέλη από τις διαδοχικές θετικές εξελίξεις στην πιστοληπτική αξιολόγηση των ελληνικών κρατικών ομολόγων αντιστάθμισαν σε μεγάλο βαθμό τις ανοδικές πιέσεις που άσκησαν οι αυξήσεις των βασικών επιτοκίων. Επιπρόσθετα, η πορεία των αποδόσεών τους ήταν παρόμοια με εκείνη των ομολόγων με αξιολόγηση ανώτερη αλλά κοντά στο όριο της επενδυτικής κατηγορίας (BBB), αποκλίνοντας σημαντικά από τις αποδόσεις των ομολόγων υψηλού πιστωτικού κινδύνου.

Οι τιμές των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ) σημείωσαν ισχυρή άνοδο από τις αρχές του 2024, καταγράφοντας σημαντικά καλύτερη επίδοση από ό,τι οι μετοχές στις ΗΠΑ και στην ευρωζώνη, καθώς παρατηρείται αυξημένη ζήτηση ελληνικών μετοχών εκ μέρους διεθνών επενδυτών. Οι τραπεζικές μετοχές παρουσίασαν υψηλότερες αποδόσεις σε σχέση με το γενικό δείκτη του ΧΑ, σε συνάφεια κυρίως με την αναβάθμιση της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος στην επενδυτική κατηγορία, την αυξημένη κερδοφορία και τις αναβαθμίσεις των πιστοληπτικών αξιολογήσεων των τραπεζών. Ταυτόχρονα, η σημαντική ενίσχυση της ζήτησης ελ-

ληνικών μετοχών από διεθνείς επενδυτές διευκόλυνε σημαντικά την αποεπένδυση του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ) από το μετοχικό κεφάλαιο των ελληνικών τραπεζών.

#### **2.4 Τραπεζικός τομέας: Επιτόκια, καταθέσεις και πιστώσεις: Σταθεροποίηση των επιτοκίων, υποχώρηση των καταθέσεων και ενίσχυση της πιστωτικής επέκτασης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις**

Τα επιτόκια καταθέσεων προθεσμίας από το δ' τρίμηνο του 2023 σταμάτησαν να αυξάνονται και παρέμειναν κατ' ουσίαν αμετάβλητα κατά το πρώτο τετράμηνο του 2024. Το μεσοσταθμικό επιτόκιο στο σύνολο των καταθέσεων προθεσμίας των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (ΜΧΕ) διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο το πρώτο τετράμηνο του 2024 σε 3,2%, κατά 1,4 ποσοστιαίες μονάδες υψηλότερο από το αντίστοιχο επιτόκιο προς τα νοικοκυριά. Στη σημαντικότερη, σε όρους όγκου, κατηγορία καταθέσεων προθεσμίας, τις καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος, το επιτόκιο στην Ελλάδα το πρώτο τετράμηνο του 2024 ήταν 2,5%, κατά μία ποσοστιαία μονάδα χαμηλότερο από τον αντίστοιχο ευρωπαϊκό μέσο όρο.

Μετά από συνολική ετήσια αύξηση κατά 5,8 δισεκ. ευρώ το 2023, τους τέσσερις πρώτους μήνες του 2024 το απόθεμα των καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα κατέγραψε σωρευτική υποχώρηση κατά 4,2 δισεκ. ευρώ, η οποία ήταν εντονότερη σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο πέρυσι, και διαμορφώθηκε σε 190,7 δισεκ. ευρώ τον Απρίλιο του 2024. Παράλληλα, παρατηρήθηκε σημαντική ενίσχυση των επενδύσεων των νοικοκυριών σε εναλλακτικές τοποθετήσεις, όπως τα έντοκα γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου. Συνολικά, ο κύριος όγκος της καταθετικής βάσης των τραπεζών εξακολουθεί να απαρτίζεται από ρευστά διαθέσιμα που τηρούνται σε λογαριασμούς διάρκειας μίας ημέρας (74% των καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα).

Το μεσοσταθμικό κόστος τραπεζικού δανεισμού των ΜΧΕ έχει σταθεροποιηθεί μετά τα μέσα του 2023 σε ιστορικά υψηλά επίπεδα δεκαετίας, με διαφοροποιήσεις μεταξύ των επιμέρους κατηγοριών δανείων, καθώς σε κάποιες κατηγορίες δανείων έχουν παρατηρηθεί μειώσεις (π.χ. στα επιχειρηματικά δάνεια ύψους έως 250.000 ευρώ). Το μεσοσταθμικό κόστος τραπεζικού δανεισμού των νοικοκυριών παρουσίασε άνοδο κατά το 2023, αλλά μετά τις αρχές του τρέχοντος έτους υποχώρησε ελαφρά, αντανακλώντας κυρίως την εξέλιξη του μεσοσταθμικού επιτοκίου των στεγαστικών δανείων. Το μεσοσταθμικό επιτόκιο των καταναλωτικών δανείων καθορισμένης διάρκειας ακολουθεί πτωτική τάση από τον Αύγουστο του 2023.

Τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ αρχίζουν να μειώνονται πλέον, καθώς ο πληθωρισμός προσεγγίζει το μεσοπρόθεσμο στόχο του 2%. Έτσι δημιουργούνται οι προϋποθέσεις για γενική μείωση των εγχώριων τραπεζικών επιτοκίων. Ωστόσο, αξίζει να επισημανθεί ότι, σε σύγκριση με τον ευρωπαϊκό μέσο όρο, η άνοδος των ονομαστικών επιτοκίων δανεισμού στην Ελλάδα υπήρξε κατά κανόνα ηπιότερη, με συνέπεια η απόκλιση επιτοκίων δανεισμού μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ να έχει πλέον περιοριστεί σε λιγότερο από μία ποσοστιαία μονάδα. Επίσης, στην Ελλάδα, οι αυξήσεις στα επιτόκια καταθέσεων υπήρξαν εν γένει πιο περιορισμένες σε σύγκριση με τα επιτόκια χορηγήσεων, με αποτέλεσμα το περιθώριο επιτοκίου να διαμορφώνεται άνω των 5,5 ποσοστιαίων μονάδων, δηλ. σε ιστορικά μέγιστο επίπεδο.

Ο ετήσιος ρυθμός άνοδου των τραπεζικών πιστώσεων προς τις ΜΧΕ, παρά την επιβράδυνση που εμφάνισε, διατηρήθηκε αρκετά υψηλός μέχρι το τέλος του 2023, ενώ το πρώτο τετράμηνο του 2024 επιταχύνθηκε, φθάνοντας σε 6,9% από 5,8% το Δεκέμβριο του 2023. Η επιτάχυνση αυτή αντανακλά ανάκαμψη της ζήτησης χορηγήσεων κυρίως από πλευράς μεγάλων επιχειρήσεων – μετά τη μείωση που είχε καταγράψει το 2023.

Επισημαίνεται ότι οι εκταμιεύσεις επιχειρηματικών δανείων που συνδέονται με τα χρηματοδοτικά εργαλεία του Ομίλου της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων (ΕΤΕπ) και της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας (ΕΑΤ) αλλά και με το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF) αντιπροσωπεύουν το 20% περίπου των νέων δανείων καθορισμένης διάρκειας προς ΜΧΕ για το πρώτο τετράμηνο του 2024.



Ο ρυθμός μεταβολής των τραπεζικών πιστώσεων προς τα νοικοκυριά έγινε λιγότερο αρνητικός το πρώτο τετράμηνο του 2024, ως αποτέλεσμα της συνεχιζόμενης επιτάχυνσης του ρυθμού ανόδου των καταναλωτικών δανείων, καθώς και του περιορισμού του ρυθμού συρρίκνωσης των στεγαστικών δανείων. Η πορεία των στεγαστικών δανείων επηρεάζεται θετικά από την άνοδο του δείκτη τιμών των κατοικιών και αρνητικά από την άνοδο των τραπεζικών επιτοκίων για στεγαστικά δάνεια.

Κατά το προσεχές διάστημα, η αναμενόμενη περαιτέρω χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής εκ μέρους της ΕΚΤ εκτιμάται ότι θα οδηγήσει σε γενικευμένη και συνεχή αποκλιμάκωση των εγχώριων επιτοκίων. Κάτι τέτοιο, σε συνδυασμό με την επιτάχυνση της οικονομικής δραστηριότητας, αναμένεται να ενισχύσει τη ζήτηση δανείων. Σε κάθε περίπτωση, οι όροι και η διαθεσιμότητα των επιχειρηματικών πιστώσεων θα συνεχίσουν να υποστηρίζονται σε σημαντικό βαθμό από τα χαμηλότοκα δάνεια του RRF και από τα νέα προγράμματα συγχρηματοδότησης και εγγυοδοσίας της ΕΑΤ και του Ομίλου ΕΤΕπ.

**Τραπεζικό σύστημα: Βελτίωση της κερδοφορίας, αύξηση της κεφαλαιακής επάρκειας και άνοδος των μη εξυπηρετούμενων δανείων**

Η καλή επίδοση της ελληνικής οικονομίας και η αναβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος στην επενδυτική κατηγορία το 2023 είχαν θετικές επιδράσεις στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα. Ήδη φέτος πραγματοποιήθηκαν δύο αναβαθμίσεις ελληνικών συστημικών τραπεζών στην επενδυτική κατηγορία. Αναμένεται να ακολουθήσουν και άλλες αναβαθμίσεις, καθώς οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης έχουν μεταβάλει σε θετικές τις προοπτικές των ελληνικών συστημικών τραπεζών. Στο ευνοϊκό αυτό περιβάλλον, ο ελληνικός τραπεζικός τομέας το 2023 και το α' τρίμηνο του 2024 ενίσχυσε τους δείκτες κερδοφορίας, ρευστότητας και κεφαλαιακής επάρκειας, εν μέσω υψηλών βασικών επιτοκίων και ευνοϊκών εγχώριων οικονομικών συνθηκών.

Η κερδοφορία των ελληνικών τραπεζών βελτιώθηκε, λόγω αύξησης της οργανικής κερδοφορίας, με το σύνολο των καθαρών εσόδων από τόκους και προμήθειες να ενισχύεται σημαντικά, ενώ η αύξηση των λειτουργικών εξόδων ήταν πιο ήπια και οι προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο δεν παρουσίασαν ουσιώδεις μεταβολές.

Οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας των ελληνικών τραπεζών αυξήθηκαν το Δεκέμβριο του 2023 σε σχέση με το τέλος του 2022 καθώς και το α' τρίμηνο του 2024, κυρίως λόγω αύξησης της οργανικής κερδοφορίας και έκδοσης τίτλων που προσμετρούνται στην κεφαλαιακή επάρκεια.

Το α' τρίμηνο του 2024 η ποιότητα του δανειακού χαρτοφυλακίου των ελληνικών τραπεζών επιδεινώθηκε, κυρίως εξαιτίας της αναγνώρισης δανείων υπό την εγγύηση του Ελληνικού Δημοσίου (στεγαστικών και προς μικρομεσαίες επιχειρήσεις) ως μη εξυπηρετούμενων. Συγκεκριμένα, ο δείκτης μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ) των ελληνικών τραπεζών σε ατομική βάση αυξήθηκε σε 7,4% το Μάρτιο του 2024 από 6,6% το Δεκέμβριο του 2023. Ωστόσο, το ποσοστό των εξυπηρετούμενων δανείων που παρουσιάζουν σημαντικά αυξημένο πιστωτικό κίνδυνο σε σύγκριση με την αρχική αναγνώριση (δάνεια "Stage 2" σύμφωνα με το Διεθνές Πρότυπο Χρηματοοικονομικής Αναφοράς 9) μειώθηκε οριακά σε 9,2% το Μάρτιο του 2024, από 9,3% το Δεκέμβριο του 2023.

Όσον αφορά τη ρευστότητα των τραπεζών, ο δείκτης κάλυψης ρευστότητας (Liquidity Coverage Ratio – LCR) και ο δείκτης καθαρής σταθερής χρηματοδότησης (Net Stable Funding Ratio – NSFR) των ελληνικών τραπεζών αυξήθηκαν το Δεκέμβριο του 2023 σε σχέση με το Δεκέμβριο του 2022, παραμένοντας υψηλότεροι από την υποχρεωτική εποπτική απαίτηση καθώς και από τους αντίστοιχους των τραπεζών της ευρωζώνης. Αξιοσημείωτο είναι ότι οι ελληνικές τράπεζες διατηρούν επαρκή ρευστότητα, παρά την περαιτέρω μείωση της χρηματοδότησης από το Ευρωσύστημα (TLTRO III). Επιπρόσθετα, ο λόγος δανείων προς καταθέσεις είναι σημαντικά χαμηλότερος στις ελληνικές τράπεζες σε σύγκριση με τις τράπεζες στην ευρωζώνη.

## 2.5 Προβλέψεις: Θετικές προοπτικές για την οικονομική δραστηριότητα, τον πληθωρισμό και τα δημοσιονομικά μεγέθη

Σύμφωνα με τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος, η αναπτυξιακή δυναμική της ελληνικής οικονομίας θα συνεχιστεί τα επόμενα χρόνια. Ο ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας αναμένεται να διαμορφωθεί σε 2,2% το 2024, να επιταχυνθεί σε 2,5% το 2025 και να υποχωρήσει ελαφρά σε 2,3% το 2026. Βασικές κινητήριες δυνάμεις της οικονομικής δραστηριότητας τα επόμενα έτη θα συνεχίσουν να είναι οι επενδύσεις, η ιδιωτική κατανάλωση και οι εξαγωγές, ενώ η συμβολή της δημόσιας κατανάλωσης αναμένεται οριακά αρνητική.

Το ποσοστό ανεργίας εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί στο 10,5% το 2024, ενώ θα συνεχίσει να αποκλιμακώνεται με γρήγορο ρυθμό και θα φθάσει σε 8,7% το 2026, αντανακλώντας τη συνεχιζόμενη ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας τα επόμενα έτη. Οι ονομαστικές αμοιβές ανά απασχολούμενο αναμένεται ότι θα αυξάνονται με ρυθμούς γύρω στο 5% ετησίως, κυρίως ως αποτέλεσμα της εντεινόμενης στενότητας στην αγορά εργασίας. Η παραγωγικότητα της εργασίας για την οικονομία συνολικά εκτιμάται ότι θα αυξάνεται με χαμηλότερους ρυθμούς σε σχέση με τις αμοιβές ανά απασχολούμενο, γεγονός που θα επηρεάσει αρνητικά την ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας.

Ο πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ αναμένεται να μειωθεί σημαντικά τα δύο επόμενα έτη. Το 2024 αναμένεται να διαμορφωθεί σε 3,0%, από 4,2% το 2023, αντανακλώντας τη μεγάλη μείωση των τιμών των ενεργειακών αγαθών και την αποκλιμάκωση του πληθωρισμού των ειδών διατροφής. Μεσοπρόθεσμα ο πληθωρισμός εκτιμάται ότι θα συγκλίνει προς το στόχο της ΕΚΤ για 2%, αλλά θα παραμείνει ελαφρώς πάνω από αυτόν. Ο πληθωρισμός των υπηρεσιών αναμένεται να είναι ο πιο επίμονος σε σχέση με τον πληθωρισμό των λοιπών συνιστωσών, αντανακλώντας κυρίως τις αναμενόμενες αυξήσεις στις αμοιβές εργασίας. Ο πυρήνας του πληθωρισμού αναμένεται να μειωθεί σημαντικά σε 3,3% το 2024 και σε 2,4% το 2025, ως αποτέλεσμα της αποκλιμάκωσης κυρίως του πληθωρισμού των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών.

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ) ως ποσοστό του ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα καταγράψει μικρή βελτίωση το 2024, αν και σε απόλυτους όρους δεν αναμένεται να βελτιωθεί. Συγκεκριμένα, η ανάκαμψη των εγχώριων επενδύσεων, οι οποίες θα ενισχυθούν και από τα έργα που χρηματοδοτούνται από τον RRF, θα οδηγήσει στην αύξηση των εισαγωγών επενδυτικών αγαθών και στην επιβάρυνση του ισοζυγίου αγαθών. Ωστόσο, η αύξηση της εξωτερικής ζήτησης και η βελτίωση των όρων εμπορίου θα έχουν θετική επίδραση στις ελληνικές εξαγωγές αγαθών. Το ισοζύγιο υπηρεσιών αναμένεται να βελτιωθεί το 2024, κυρίως λόγω των εισπράξεων από ταξιδιωτικές υπηρεσίες και δευτερευόντως από θαλάσσιες υπηρεσίες. Οι κύριοι παράγοντες που θα συντελέσουν στην εξέλιξη αυτή είναι η αύξηση των αφίξεων τουριστών, η επέκταση της τουριστικής περιόδου, καθώς και η συνέχιση της δυναμικής που έχει καταγραφεί ήδη στην κρουαζιέρα, μέσω και της επέκτασης των υποδομών για εγχώρια λιμάνια αναχώρησης (home ports). Οι προοπτικές για τις εισπράξεις από θαλάσσιες μεταφορές για το 2024 είναι ευνοϊκές, αφού οι ναύλοι αναμένεται να αυξηθούν λόγω της ενίσχυσης του διεθνούς εμπορίου, καθώς και των μακρότερων διαδρομών εξαιτίας των γεωπολιτικών εντάσεων στην περιοχή της Ερυθράς Θάλασσας. Τέλος, θετική συμβολή στο ΙΤΣ το 2024 αναμένεται να έχουν οι εισροές από την επιτάχυνση της υλοποίησης του Πολυετούς Δημοσιονομικού Πλαισίου 2021-2027 και του RRF, οι οποίες θα βελτιώσουν τα ισοζύγια πρωτογενών και δευτερογενών 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 2024 προβλέπεται να αυξηθεί σε 2,1% του ΑΕΠ και το δημόσιο χρέος να αποκλιμακωθεί περαιτέρω σε 152,9% του ΑΕΠ. Η συνεχιζόμενη βελτίωση της οικονομικής δραστηριότητας αναμένεται να διατηρήσει την έντονα μειωτική επίδραση του ονομαστικού ΑΕΠ στο λόγο χρέους προς ΑΕΠ το 2024 και τα επόμενα έτη, παρά την εκτιμώμενη αποκλιμάκωση του πληθωρισμού. Μεσοπρόθεσμα, ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα περιοριστεί πε-

ραιτέρω, καθώς η ανάκτηση της επενδυτικής βαθμίδας συνεπάγεται μείωση του κινδύνου αναχρηματοδότησης του χρέους και κατ' επέκταση ευνοϊκότερους όρους δανεισμού. Οι προβλέψεις αυτές πληρούν τους νέους ευρωπαϊκούς δημοσιονομικούς κανόνες.

### **2.6 Κίνδυνοι και αβεβαιότητες: Αυξημένοι εγχώριοι και διεθνείς κίνδυνοι**

Οι κίνδυνοι που περιβάλλουν τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος για την ανάπτυξη είναι κυρίως καθοδικοί. Αναλυτικότερα, κινδύνους για τις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας αποτελούν: (α) τυχόν επιδείνωση της γεωπολιτικής κρίσης στην Ουκρανία και τη Μέση Ανατολή και οι συνεπαγόμενες επιπτώσεις στο διεθνές οικονομικό περιβάλλον, (β) ο χαμηλότερος του αναμενόμενου ρυθμός απορρόφησης και εκταμίευσης των κονδυλίων του RRF, (γ) ενδεχόμενες φυσικές καταστροφές που συνδέονται με τις επιπτώσεις της κλιματικής κρίσης, (δ) η εντεινόμενη στενότητα στην αγορά εργασίας και (ε) η καθυστέρηση υλοποίησης των μεταρρυθμίσεων, που θα επιβράδυνε τη διαδικασία ενίσχυσης της παραγωγικότητας της οικονομίας και της ανταγωνιστικότητας των επιχειρήσεων. Η ελληνική οικονομία θα επηρεαστεί θετικά σε περίπτωση που τα έσοδα από τον τουρισμό υπερβούν και πάλι τις προσδοκίες.

## **3 ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ**

### **3.1 Εξελίξεις και προοπτικές εκτός της ευρωζώνης: Η παγκόσμια οικονομία αναπτύχθηκε με ικανοποιητικούς ρυθμούς**

Η παγκόσμια οικονομία το 2023 αποδείχθηκε ανθεκτικότερη των προσδοκιών, καθώς, παρά την αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής για την καταπολέμηση του υψηλού πληθωρισμού και τη σταδιακή απόσυρση των έκτακτων δημοσιονομικών μέτρων στήριξης των εισοδημάτων, αποφεύχθηκε η ύφεση ή ο στασιμοπληθωρισμός.

Μεταξύ των προηγμένων οικονομιών το 2023 παρατηρήθηκε ετερογένεια στην εξέλιξη του ΑΕΠ, με τις οικονομίες των ΗΠΑ και της Ιαπωνίας να επιταχύνονται και τις υπόλοιπες να σημειώνουν μεγάλη επιβράδυνση ή και στασιμότητα. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των διεθνών οργανισμών, ο οικονομικός κύκλος των προηγμένων οικονομιών θα είναι περισσότερο συγχρονισμένος το 2024 και το ΑΕΠ τους ως σύνολο θα επιταχυνθεί ελαφρώς. Στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες ως σύνολο αναμένεται οριακή επιβράδυνση. Παρά τους ισχυρούς τριγμούς στην παγκόσμια οικονομία, το προηγούμενο διάστημα καμία μεγάλη αναδυόμενη οικονομία δεν αντιμετώπισε απότομη απώλεια εμπιστοσύνης ή χρηματοπιστωτική κρίση.

Συνολικά, το παγκόσμιο ΑΕΠ εκτιμάται από το ΔΝΤ ότι θα συνεχίσει το 2024 και το 2025 να αυξάνεται κατά 3,2% ετησίως, όπως και το 2023. Εντούτοις, ο ρυθμός αυτός παραμένει χαμηλός συγκριτικά με τα προπανδημικά επίπεδα (3,8% την περίοδο 2000-2019), εξαιτίας ενός συνδυασμού βραχυχρόνιων και πιο μακροχρόνιων παραγόντων. Σε αυτούς περιλαμβάνονται η σταδιακή απόσυρση των δημοσιονομικών μέτρων στήριξης, το υψηλό κόστος δανεισμού, ο χαμηλός ρυθμός ανόδου της παραγωγικότητας, αλλά και οι συνέπειες στο διεθνές εμπόριο από την επιβράδυνση της κινεζικής οικονομίας και από το συνεχιζόμενο πόλεμο στην Ουκρανία.

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του ΔΝΤ, ο ρυθμός αύξησης του διεθνούς εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών σε όρους όγκου θα επιταχυνθεί σε 3,0% το 2024, από 0,3% το 2023, ωστόσο θα παραμείνει χαμηλότερος από το μέσο όρο προ της πανδημίας (2000-2019: 4,9%). Βασική συνιστώσα αποτελεί η ζήτηση αγαθών που συμβάλλουν στην πράσινη ενεργειακή μετάβαση και κυρίως ηλεκτρικών αυτοκινήτων. Οι γεωπολιτικές εντάσεις στην Ερυθρά Θάλασσα, καθώς και η ξηρασία στη Διώρυγα του Παναμά, αναμένεται να συνεχίσουν να επηρεάζουν δυσμενώς το διεθνές εμπόριο το επόμενο διάστημα, καθώς δυσχεραίνουν τη διέλευση των εμπορικών πλοίων, με συνέπεια να προκαλούνται προβλήματα στις παγκόσμιες εφοδιαστικές αλυσίδες και ανοδικές πιέσεις στο κόστος μεταφοράς. Μεσοπρόθεσμα, οι κίνδυνοι για τις προοπτικές του διεθνούς εμπορίου συνδέονται με το γεωοικονομικό κατακερματισμό και την περιφερειοποίηση των διεθνών εμπορευματικών ροών.

Ο παγκόσμιος πληθωρισμός αναμένεται να μειωθεί σε 5,9% το 2024 από 6,8% το 2023 σύμφωνα με το ΔΝΤ. Στις αναδυόμενες οικονομίες εκτιμάται ότι θα παραμείνει υψηλός στο 8,3%, ενώ στις προηγμένες οικονομίες, όπου η νομισματική πολιτική έδρασε αποφασιστικά, αναμένεται να υποχωρήσει κατά 2 ποσοστιαίες μονάδες στο 2,6% το 2024 και να φθάσει στο 2,0% το 2025. Οι παράγοντες που επιδρούν μειωτικά στον πληθωρισμό διαφέρουν ως προς τη σχετική σημασία τους στις επιμέρους οικονομίες. Γενικά το 2024, σε αντίθεση με το 2023, συνδέονται με την αποκλιμάκωση του πυρήνα του πληθωρισμού, ως αποτέλεσμα της περιοριστικής νομισματικής πολιτικής, τις ενδείξεις μικρής χαλάρωσης στις αγορές εργασίας, την αύξηση της παραγωγικότητας, καθώς και τη σταδιακή μετακύλιση των χαμηλότερων τιμών της ενέργειας στο γενικό επίπεδο των τιμών.

### **3.2 Εξελίξεις και προοπτικές της ευρωζώνης: Σταδιακή ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας και αποκλιμάκωση των πληθωριστικών πιέσεων**

Το α΄ τρίμηνο του 2024 το ΑΕΠ αυξήθηκε με ρυθμό 0,3% σε τριμηνιαία βάση, υψηλότερο του αναμενομένου, έναντι ελαφράς μείωσης (-0,1%) το δ΄ τρίμηνο του 2023. Οι έρευνες συγκυρίας δείχνουν ότι η ανάκαμψη του α΄ τριμήνου θα συνεχιστεί κατά τη διάρκεια του 2024. Σύμφωνα με τις προβλέψεις των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Ιούνιος 2024), η οικονομική ανάπτυξη θα επιταχυνθεί σταδιακά κατά τη διάρκεια του 2024, καθώς θα αυξάνεται το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα, εν μέσω μείωσης του πληθωρισμού και υψηλού ρυθμού αύξησης των ονομαστικών μισθών. Ταυτόχρονα, αναμένεται βελτίωση των όρων εμπορίου υπέρ της ευρωζώνης, με θετική επίδραση στην ανάπτυξη. Μεσοπρόθεσμα η ανάκαμψη φαίνεται να υποστηρίζεται και από τη σταδιακή εξασθένιση των επιπτώσεων της περιοριστικής νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ. Συνολικά, η μέση ετήσια αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ αναμένεται να είναι 0,9% το 2024 και να ενισχυθεί σε 1,4% το 2025 και 1,6% το 2026.

Ο πληθωρισμός της ευρωζώνης, μετρούμενος με τον ΕνΔΤΚ, υποχώρησε στο 2,6% το Μάιο του 2024 από 6,1% το Μάιο του 2023. Οι βασικοί παράγοντες που διαμορφώνουν την εξέλιξη του πληθωρισμού το 2024 είναι αφενός η σταδιακή εξάλειψη της ευνοϊκής επίδρασης της συνιστώσας της ενέργειας και ο σταθερά υψηλός, αν και μειούμενος, πληθωρισμός των υπηρεσιών και αφετέρου η σταδιακή υποχώρηση του πληθωρισμού των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών. Ταυτόχρονα, υπάρχει η προοπτική για περαιτέρω μείωση του πληθωρισμού, με δεδομένο ότι η αύξηση των μισθών μετριάζεται σταδιακά και οι επιχειρήσεις απορροφούν μέρος της αύξησης του κόστους εργασίας. Παράλληλα, οι συνθήκες χρηματοδότησης παραμένουν περιοριστικές και οι προηγούμενες αυξήσεις των επιτοκίων συνεχίζουν να συγκρατούν τη συνολική ζήτηση. Σύμφωνα με τις τελευταίες προβλέψεις (Ιούνιος 2024), ο πληθωρισμός, με βάση τον ΕνΔΤΚ, θα μειωθεί στο 2,5% το 2024 και στο 2,2% το 2025, από 5,4% το 2023, και θα συγκλίνει στον στόχο της ΕΚΤ το 2026. Ο πυρήνας του πληθωρισμού (χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής) εκτιμάται ότι θα μειωθεί από 4,9% το 2023 στο 2,8% το 2024, και στο 2,2% το 2025.

### **3.3 Κίνδυνοι και αβεβαιότητες: Εξακολουθούν να υφίστανται αυξημένοι κίνδυνοι για την παγκόσμια οικονομία**

Οι προοπτικές για την οικονομική δραστηριότητα και τον πληθωρισμό στην παγκόσμια οικονομία και στη ζώνη του ευρώ υπόκεινται σε κινδύνους και αβεβαιότητες. Η κλιμάκωση των γεωπολιτικών και εμπορικών εντάσεων ενδέχεται να έχει επιπτώσεις στην παγκόσμια οικονομία και τη συνολική προσφορά, αυξάνοντας εκ νέου τις διεθνείς τιμές της ενέργειας και των βασικών εμπορευμάτων και το κόστος των εισαγόμενων ενδιάμεσων και τελικών αγαθών. Παράλληλα, τυχόν βραδύτερη υποχώρηση του πυρήνα του πληθωρισμού, λόγω διαταραχών στη συνολική προσφορά ή λόγω της στενότητας της αγοράς εργασίας, θα μπορούσε να μεταβάλλει τις τρέχουσες προσδοκίες σχετικά με την εξέλιξη των βασικών επιτοκίων και του κόστους δανεισμού. Η επιβράδυνση της κινεζικής οικονομίας ενδέχεται να διαρκέσει περισσότερο εάν καθυστερήσει η υλοποίηση αξιόπιστων μέτρων αναδιάρθρωσης του υπερχρεωμένου τομέα των ακινήτων ή εδραιωθούν προσδοκίες αποπληθωρισμού. Ο χαμηλός βαθμός αξιοπιστίας των δημοσιονομικών αρχών και εμπιστοσύνης στους θεσμούς σε αρκετές οικονομίες, αλλά και η πολιτική πόλωση σε μερικές από αυτές, είναι δυνατόν να δυσχεράνει ή να καθυστερήσει την αναγκαία δημοσιονομική προσαρμογή και την υλοποίηση μεταρρυθμίσεων προς την κατεύθυνση αύξησης

της παραγωγικότητας και της ανταγωνιστικότητας των οικονομιών αυτών. Ταυτόχρονα, η ανάγκη να μειωθούν τα δημοσιονομικά ελλείμματα και να τεθεί σε πτωτική πορεία ο λόγος του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ ίσως αναγκάσει κάποια κράτη να ακολουθήσουν πιο περιοριστική δημοσιονομική πολιτική από εκείνη η οποία προβλέπεται σήμερα.

Στη ζώνη του ευρώ, η πρόσφατη αναστάτωση στις αγορές κεφαλαίων και κρατικών ομολόγων καταδεικνύει την ανάγκη συνέχισης του ορθού δημοσιονομικού προσανατολισμού και σεβασμού του ευρωπαϊκού δημοσιονομικού πλαισίου.

## 4 ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

### *Μείωση των βασικών επιτοκίων λόγω της εξασθένησης των πληθωριστικών πιέσεων*

Μετά το Σεπτέμβριο του 2023 και μέχρι και το Μάιο του 2024 τα βασικά επιτόκια του Ευρωσυστήματος παρέμειναν αμετάβλητα, υπό το φως της επιβράδυνσης του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ υπενθύμισε επανειλημμένως ότι οι προηγηθείσες αυξήσεις των βασικών επιτοκίων εξακολουθούσαν να επιδρούν και να επιφέρουν τη σταδιακή και με χρονική υστέρηση υποχώρηση των πληθωριστικών πιέσεων, μέσω της αποδυνάμωσης της συνολικής ζήτησης.

Κατά τους πρώτους μήνες του 2024 ο πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ και οι περισσότεροι δείκτες του πυρήνα του εξακολούθησαν να αποκλιμακώνονται και οι μακροοικονομικές προβλέψεις δείχνουν μια σαφή περαιτέρω αποκλιμακώσή τους. Την ίδια περίοδο οι βραχυπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες υποχώρησαν σημαντικά, ενώ οι περισσότεροι δείκτες μακροπρόθεσμων πληθωριστικών προσδοκιών διατηρήθηκαν περί το 2%.

Έτσι, τον Ιούνιο του 2024 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ μείωσε τα βασικά επιτόκια κατά 25 μονάδες βάσης. Κρίθηκε ότι είχε φθάσει πλέον η κατάλληλη στιγμή να ελαττωθεί ο βαθμός νομισματικού περιορισμού, καθώς σε σύγκριση με το Σεπτέμβριο του 2023 ο ρυθμός πληθωρισμού έχει υποχωρήσει πάνω από 2,5 ποσοστιαίες μονάδες και οι προοπτικές για το μέγεθος αυτό έχουν βελτιωθεί σημαντικά. Ο πυρήνας του πληθωρισμού έχει επίσης συκρατηθεί και οι πληθωριστικές προσδοκίες έχουν αναθεωρηθεί προς τα κάτω. Εξάλλου υπογραμμίστηκε ότι, λόγω της αυστηρής κατεύθυνσης την οποία έχει ακολουθήσει η ενιαία νομισματική πολιτική, οι συνθήκες χρηματοδότησης παραμένουν περιοριστικές. Από την άλλη πλευρά, το Διοικητικό Συμβούλιο τόνισε ότι, παρά τη σταδιακή εξασθένηση των πληθωριστικών πιέσεων, ο πληθωρισμός παραμένει υψηλός. Οι μισθοί εξακολουθούν να αυξάνονται ταχέως σε μια προσπάθεια να αντισταθμιστούν οι επιπτώσεις της πρότερης επιτάχυνσης του πληθωρισμού τιμών. Εντούτοις, οι διαθέσιμοι πρόδρομοι δείκτες υποδεικνύουν εξασθένηση των μισθολογικών αυξήσεων στη διάρκεια του 2024.

Επιπλέον, τον Ιούνιο του 2024 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επανέλαβε ότι είναι αποφασισμένο να διασφαλίσει ότι ο πληθωρισμός θα επανέλθει εγκαίρως στο μεσοπρόθεσμο στόχο του 2%. Για το λόγο αυτό, θα διατηρήσει τα επιτόκια πολιτικής σε επαρκώς περιοριστικά επίπεδα για όσο χρονικό διάστημα κρίνεται απαραίτητο για την επίτευξη αυτού του στόχου. Το Διοικητικό Συμβούλιο επισήμανε ότι θα συνεχίσει να ακολουθεί μια προσέγγιση που βασίζεται στα εκάστοτε διαθέσιμα στοιχεία και να λαμβάνει αποφάσεις από συνεδρίαση σε συνεδρίαση για τον καθορισμό της κατάλληλης έκτασης και διάρκειας της μεταβολής της συσταλτικής νομισματικής πολιτικής. Συγκεκριμένα, οι αποφάσεις του για τα επιτόκια θα βασίζονται στην αξιολόγησή του για τις προοπτικές του πληθωρισμού υπό το πρίσμα των εισερχόμενων οικονομικών και χρηματοοικονομικών στοιχείων, για τη δυναμική του υποκείμενου πληθωρισμού και για την ένταση με την οποία μεταδίδεται η νομισματική πολιτική. Τέλος, το Διοικητικό Συμβούλιο τόνισε ότι δεν δεσμεύεται εκ των προτέρων για συγκεκριμένη πορεία των επιτοκίων.

Όσον αφορά μέτρα νομισματικής πολιτικής εκτός των μεταβολών των βασικών επιτοκίων, έχει ανακοινωθεί ότι κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2024 το ύψος του χαρτοφυλακίου των χρεογρά-

φων τα οποία έχουν αποκτηθεί από το Ευρωσύστημα μέσω του έκτακτου προγράμματος αγοράς στοιχείων ενεργητικού λόγω πανδημίας (PEPP) θα ελαττώνεται κατά 7,5 δισεκ. ευρώ κατά μέσο όρο ανά μήνα, καθώς δεν θα επανεπενδύεται ολόκληρο το προϊόν της λήξης υφιστάμενων τίτλων, αλλά μόνο μέρος αυτού. Στο τέλος του 2024 οι επανεπενδύσεις θα μηδενιστούν. Τέλος, το Μάρτιο του 2024 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε ότι είναι αναγκαίο να αναπροσαρμοστεί το λειτουργικό πλαίσιο εφαρμογής της ενιαίας νομισματικής πολιτικής με δεδομένη την αναμενόμενη εξομάλυνση του ισολογισμού του Ευρωσυστήματος.

## 5 ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

**Η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού:** Η συνέχιση της αποκλιμάκωσης του γενικού πληθωρισμού και ιδιαίτερα του πληθωρισμού των ειδών διατροφής είναι βασική πρόκληση για την οικονομία και προϋποθέτει ενίσχυση των συνθηκών ανταγωνισμού στις αγορές προϊόντων. Οι διαρκώς αυξανόμενες, αν και με επιβραδυνόμενο ρυθμό, τιμές των τροφίμων έχουν σημαντικές επιπτώσεις στο εισόδημα των νοικοκυριών, αφού τα τρόφιμα κατατάσσονται στα αγαθά πρώτης ανάγκης, με ιδιαίτερα χαμηλή ελαστικότητα ζήτησης. Επιπρόσθετα, η υψηλή επιμονή του πληθωρισμού των ειδών διατροφής έχει σημαντικές αναδιανεμητικές συνέπειες, αφού τα νοικοκυριά με χαμηλά εισοδήματα επιβαρύνονται δυσανάλογα σε σύγκριση με νοικοκυριά που βρίσκονται υψηλότερα στην εισοδηματική κατανομή, καθώς υποχρεώνονται να αφιερώσουν ένα μεγαλύτερο αναλογικά μέρος του εισοδήματός τους στην κάλυψη των διατροφικών τους αναγκών.

**Υψηλό δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ:** Το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ, αν και κινείται καθοδικά τα τελευταία χρόνια, εξακολουθεί να είναι το υψηλότερο στην Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ). Παρ' όλα αυτά, οι ευνοϊκοί όροι 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 (swaps), οι οποίες έχουν "κλειδώσει" τα ιστορικά χαμηλά επιτόκια των προηγούμενων ετών, είναι παράγοντες που περιορίζουν τους κινδύνους βιωσιμότητας του χρέους. Ωστόσο, τα υφιστάμενα ευνοϊκά χαρακτηριστικά του συσσωρευμένου χρέους δεν είναι μόνιμα. Παρέχουν μόνο ένα σημαντικό παράθυρο ευκαιρίας προκειμένου το δημόσιο χρέος να συνεχίσει να μειώνεται με ταχύ ρυθμό, κατά την περίοδο σταδιακής αναχρηματοδότησης των δανείων που χορηγήθηκαν στο πλαίσιο των προγραμμάτων προσαρμογής με ευνοϊκούς όρους, με νέο δανεισμό σε όρους αγοράς.

**Περαιτέρω βελτίωση των θεμελιωδών μεγεθών του τραπεζικού συστήματος και υψηλό ιδιωτικό χρέος:** Ο δείκτης μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ), παρά την αξιοσημείωτη αποκλιμάκωσή του, παραμένει σημαντικά υψηλότερος από το μέσο όρο των τραπεζών της ευρωζώνης και επηρεάζει αρνητικά τη δυνατότητα νέου δανεισμού. Επίσης, παρά τη βελτίωση της κερδοφορίας και της κεφαλαιακής βάσης των τραπεζών, εξακολουθούν να υπάρχουν προκλήσεις που συνδέονται με τη δυνατότητα διατηρήσιμης κερδοφορίας μέσω αύξησης της χρηματοδότησης της οικονομίας όταν θα συνεχιστεί η χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής. Παράλληλα, το μερίδιο των αναβαλλόμενων φορολογικών απαιτήσεων στο κεφάλαιο των τραπεζών εξακολουθεί να είναι υψηλό. Επιπρόσθετα, το συνολικό απόθεμα μη εξυπηρετούμενων δανείων εντός και εκτός του τραπεζικού συστήματος παραμένει σε υψηλά επίπεδα και επηρεάζει αρνητικά τη δυνατότητα νέου δανεισμού.

**Μεγάλο επενδυτικό κενό:** Το χαμηλό επίπεδο συσσώρευσης παραγωγικού κεφαλαίου αποτελεί σημαντικό εμπόδιο στην αύξηση της παραγωγικότητας και τη σύγκλισή της με το μέσο όρο της ΕΕ. Ειδικότερα, από την κρίση δημόσιου χρέους και έπειτα οι επενδύσεις στην Ελλάδα ως ποσοστό του ΑΕΠ παρουσιάζουν σημαντική απόκλιση από το μέσο όρο της ΕΕ (14,3%, έναντι 22,0% στην ΕΕ το 2023). Σύμφωνα με πρόσφατη μελέτη του ΔΝΤ,<sup>1</sup> το επενδυτικό κενό στην

1 Hua, Mendex, and Xu (2022), "Greece's Investment Gap", IMF, Working Paper WP/22/13.

Ελλάδα εκτιμάται στο 8% του ΑΕΠ για το 2019. Ως ανασταλτικοί παράγοντες των επενδύσεων αναφέρονται τα διαρθρωτικά εμπόδια, στην περίπτωση των επιχειρηματικών επενδύσεων, και οι εξελίξεις του οικονομικού κύκλου και των εισοδημάτων όσον αφορά τις επενδύσεις των νοικοκυριών. Επίσης, σύμφωνα με πρόσφατη έρευνα της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων<sup>2</sup> για το 2023, οι πιο σημαντικοί παράγοντες που είναι υπεύθυνοι για τις χαμηλές επενδύσεις στην Ελλάδα ήταν η αβεβαιότητα για το μέλλον, το υψηλό ενεργειακό κόστος, η μη διαθεσιμότητα εξειδικευμένου προσωπικού, οι υπερβολικοί ρυθμιστικοί κανόνες και το υψηλό κόστος εξωτερικής χρηματοδότησης.

**Χρόνιες αδυναμίες στην αγορά εργασίας:** Παρά την αισθητή μείωση της ανεργίας, το συνολικό ποσοστό ανεργίας αλλά και τα ποσοστά ανεργίας των γυναικών και των νέων παραμένουν σημαντικά υψηλότερα του μέσου όρου της ΕΕ. Επιπλέον, παρατηρείται αναντιστοιχία μεταξύ ζητούμενων και προσφερόμενων θέσεων εργασίας, καθώς οι επιχειρήσεις δυσκολεύονται να βρουν κατάλληλους εργαζόμενους για να καλύψουν τις ανάγκες τους. Ταυτόχρονα, το ποσοστό συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό, παρά την αύξηση των τελευταίων ετών, παραμένει χαμηλό σε σχέση με το μέσο όρο της ΕΕ, ιδίως στις ομάδες των γυναικών, των νέων και των ατόμων με αναπηρία (ΑμεΑ). Το χαμηλό ποσοστό συμμετοχής μπορεί να αποτελέσει τροχοπέδη στην περαιτέρω ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας, καθώς και να επηρεάσει αρνητικά την κοινωνική συνοχή.

Επιπλέον, όπως αναλύεται στην παρούσα έκθεση, οι διαδοχικές αυξήσεις του κατώτατου μισθού, που οδήγησαν σε σωρευτική αύξησή του κατά περίπου 48% την τελευταία δεκαετία, είχαν θετικές επιδράσεις στα μισθολογικά κλιμάκια έως τα επίπεδα των 1.100 -1.200 ευρώ (λόγω επιδράσεων διάχυσης). Ωστόσο, σε υψηλότερα μισθολογικά κλιμάκια, όπου συνήθως βρίσκονται και πιο εξειδικευμένοι εργαζόμενοι, οι μισθοί παρέμειναν σχετικά σταθεροί σε ονομαστικούς όρους, ενώ σε πραγματικούς όρους μειώθηκαν σημαντικά λόγω του πληθωρισμού. Συνεπώς, τα τελευταία έτη δεν φαίνεται να έχουν διαμορφωθεί οι κατάλληλες μισθολογικές συνθήκες για την προσέλκυση όσων έφυγαν στο εξωτερικό κατά τη διάρκεια της τελευταίας μεγάλης κρίσης, αλλά και γενικότερα για την προσέλκυση πιο εξειδικευμένου προσωπικού, με σημαντικές επιπτώσεις στις προοπτικές της τεχνολογικής προόδου και της οικονομικής ανάπτυξης.

**Αρνητικό εξωτερικό ισοζύγιο και υψηλή αρνητική διεθνής επενδυτική θέση:** Το έλλειμμα του ΙΤΣ, παρότι υποχώρησε το 2023, αναμένεται να παραμείνει σε επίπεδα άνω του 5% του ΑΕΠ μεσοπρόθεσμα, κυρίως εξαιτίας των αυξημένων εισαγωγών που συνδέονται με την υλοποίηση των επενδύσεων που σχετίζονται με τον RRF. Ως αποτέλεσμα, η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση (ΔΕΘ) της χώρας, δηλαδή το συσσωρευμένο χρέος της χώρας προς το εξωτερικό, είναι αρνητική (περίπου στο -141% του ΑΕΠ), σε αντίθεση με άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ με υψηλό δημόσιο χρέος οι οποίες στηρίζονται σε μεγάλο βαθμό σε εγχώριο δανεισμό. Η υψηλή αρνητική ΔΕΘ της χώρας είναι σημαντικό στοιχείο εξωτερικής χρηματοπιστωτικής ευπάθειας, αποτελώντας δυνητική πηγή κινδύνων. Ωστόσο, οι κίνδυνοι που συνδέονται με το εξωτερικό χρέος μετριάζονται από το γεγονός ότι μεγάλο μέρος του εξωτερικού χρέους κατέχεται από τον επίσημο τομέα και έχει πολύ ευνοϊκά χαρακτηριστικά όσον αφορά τους όρους και τη διάρκεια αποπληρωμής του. Παράλληλα, η διάρθρωση της εξωτερικής χρηματοδότησης ήταν λιγότερο ευνοϊκή το 2023 σε σχέση με τα προηγούμενα χρόνια, καθώς υψηλότερο μερίδιο κατείχαν οι επενδύσεις χαρτοφυλακίου και χαμηλότερο μερίδιο οι εισροές ξένων άμεσων επενδύσεων.<sup>3</sup>

**Στενότητα στην αγορά κατοικίας:** Η σημαντική και συνεχιζόμενη αύξηση των τιμών των ακινήτων, η οποία οδηγεί και σε άνοδο των ενοικίων, αποτελεί μια σημαντική πρόκληση για το μέσο νοικοκυριό, καθώς καθιστά απαγορευτική την απόκτηση κατοικίας και αυξάνει σημαντικά το κόστος στέγασης, ειδικά για τα νέα ζευγάρια. Κάτι τέτοιο επιτείνει την κοινωνική ανισότητα, ενώ έχει αρνητικές προεκτάσεις και στον οικογενειακό προγραμματισμό, γεγονός που θα μπορούσε να επηρεάσει αρνητικά και το ποσοστό γεννήσεων.

2 European Investment Bank (2024), *EIB Investment Survey 2023 – Greece*.

3 European Commission (2024), "In-Depth Review 2024 – Greece", Institutional Paper 281, April.

**Χαμηλή διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα:** Σε όρους διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας, η κατάσταση της Ελλάδος σε σύνθετους δείκτες παρουσιάζει βελτίωση το 2024, αλλά το επιχειρηματικό περιβάλλον εξακολουθεί να είναι λιγότερο ελκυστικό από ό,τι στις περισσότερες χώρες της ΕΕ. Ωστόσο, επενδύσεις με υψηλό τεχνολογικό περιεχόμενο, π.χ. στον κλάδο των φαρμάκων και στις υπηρεσίες πληροφορικής, δύνανται να δημιουργήσουν θετικές συνέργειες σε άλλους τομείς, συμβάλλοντας στον εκσυγχρονισμό της οικονομίας και στη βελτίωση της παραγωγικότητας. Πρόσδοξ καταγράφεται επίσης συστηματικά και ως προς τον ψηφιακό μετασχηματισμό του δημόσιου τομέα, ως αποτέλεσμα της υλοποίησης των δράσεων που χρηματοδοτούνται από τον RRF και τα άλλα ευρωπαϊκά προγράμματα. Παρ' όλα αυτά, η ταχύτητα απονομής της δικαιοσύνης, η γραφειοκρατία και η αναποτελεσματικότητα σε ορισμένους τομείς της δημόσιας διοίκησης (π.χ. στις μεταβιβάσεις ακινήτων, στην εκπόνηση χωροταξικών σχεδίων, στην ολοκλήρωση του Εθνικού Κτηματολογίου) παραμένουν σε χειρότερο επίπεδο συγκριτικά με άλλες χώρες της ΕΕ.

**Μεσομακροπρόθεσμες προκλήσεις:** Τέλος, σημαντικές μεσομακροπρόθεσμες προκλήσεις αποτελούν η γήρανση του πληθυσμού, η αντιμετώπιση της κλιματικής αλλαγής και η ενεργειακή μετάβαση. Όσον αφορά τη γήρανση του πληθυσμού, σύμφωνα με έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής,<sup>4</sup> προβλέπεται μείωση στη συνταξιοδοτική δαπάνη ως ποσοστό του ΑΕΠ κατά 2,5 ποσοστιαίες μονάδες την περίοδο 2022-70 (από 14,5% του ΑΕΠ το 2022 σε 12,0% του ΑΕΠ το 2070). Συνεπώς, οι μεταρρυθμίσεις που εφαρμόστηκαν τα τελευταία έτη διασφαλίζουν τη βιωσιμότητα του συνταξιοδοτικού συστήματος παρά τις δυσμενείς δημογραφικές εξελίξεις. Ωστόσο, η εν λόγω έκθεση υποθέτει την αύξηση των ορίων ηλικίας συνταξιοδότησης κατά τέσσερα έτη συνολικά έως το 2066, σε συνάρτηση με την προβλεπόμενη αύξηση του προσδόκιμου ζωής των ατόμων ηλικίας 65 ετών. Όσον αφορά την ενεργειακή μετάβαση, παρά τους φιλόδοξους ενεργειακούς στόχους, τη μείωση των εκπομπών ρύπων και την αύξηση των ανανεώσιμων πηγών ενέργειας την τελευταία δεκαετία, ο λόγος εκπομπών ρύπων ανά μονάδα ΑΕΠ το 2021 παραμένει αισθητά υψηλότερος του μέσου όρου της ΕΕ.<sup>5</sup>

## 6 ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Λαμβάνοντας υπόψη τις αβεβαιότητες και τους κινδύνους που συνδέονται με το διεθνές οικονομικό περιβάλλον, τις προϋπάρχουσες αλλά και τις νέες προκλήσεις που αντιμετωπίζει η ελληνική οικονομία, όπως η πράσινη και η ψηφιακή μετάβαση, η κλιματική κρίση και η αξιοποίηση της τεχνητής νοημοσύνης, είναι απαραίτητο η οικονομική πολιτική να μείνει προσηλωμένη στην υλοποίηση των αλλαγών που θα διασφαλίσουν την επιτάχυνση της οικονομικής μεγέθυνσης και την κοινωνική συνοχή.

Για το σκοπό αυτό, προτείνονται οι παρακάτω δράσεις:

**1<sup>ον</sup> Η υλοποίηση πολιτικών που διασφαλίζουν τη διατηρήσιμη αποκλιμάκωση του πληθωρισμού, και ειδικά του πληθωρισμού των ειδών διατροφής και των υπηρεσιών,** ο οποίος, παρότι ακολουθεί πλέον καθοδική τροχιά, παραμένει σε υψηλά επίπεδα. Στο πλαίσιο αυτό, η εγχώρια οικονομική πολιτική θα πρέπει να ασκείται με τρόπο που να υποστηρίζει την κοινή νομισματική πολιτική και να μην οδηγεί σε πληθωριστικές πιέσεις. Παράλληλα, τόσο οι αυξήσεις των τιμών των αγαθών και των υπηρεσιών όσο και οι μισθολογικές αυξήσεις θα πρέπει να είναι συνεπείς με το μεσοπρόθεσμο στόχο του πληθωρισμού. Επιπλέον, βραχυπρόθεσμα θα πρέπει να ενταθούν οι έλεγχοι των αρμόδιων ελεγκτικών οργάνων ώστε να διασφαλιστεί η τήρηση του ανταγωνισμού και, όπου χρειάζεται, να επιβληθούν οι κατάλληλες διοικητικές κυρώσεις. Μεσοπρόθεσμα, απαιτείται η άρση των πάσης φύσεως εμποδίων στον ανταγωνισμό στις αγορές αγαθών και υπηρεσιών με κατάλληλες εθνικές και ευρωπαϊκές πρωτοβουλίες.

4 European Commission (2024), "2024 Ageing Report. Economic and Budgetary Projections for the EU Member States (2022-2070)", Institutional Paper 279. April 2024.

5 [Greenhouse gas emissions \(oecd.org\)](https://www.oecd.org/greenhouse-gas-emissions/).



**2<sup>ον</sup> 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 2024-2026. Η αποτελεσματική αξιοποίηση των ευρωπαϊκών πόρων θα βοηθήσει στην επιτάχυνση της πράσινης και της ψηφιακής μετάβασης, οι οποίες θα ενισχύσουν τη συνολική παραγωγικότητα της οικονομίας. Μέχρι στιγμής, το ποσοστό απορρόφησης των πόρων του RRF είναι ικανοποιητικό (41% από συνολικό ποσό 36 δισεκ. ευρώ). Ικανοποιητική πρόοδος έχει συντελεστεί επίσης και ως προς το ύψος των υπογεγραμμένων συμβάσεων δανείων, το οποίο παρακολουθείται και ως προαπαιτούμενος στόχος κατά την υποβολή αιτημάτων είσπραξης του δανειακού σκέλους. Όσον αφορά όμως τις επιχορηγήσεις, οι συνολικές εκταμιεύσεις προς τις επιχειρήσεις και τους τελικούς δικαιούχους προχωρούν με βραδύτερο ρυθμό έναντι των αρχικών εκτιμήσεων, γεγονός που καθυστερεί την πραγματοποίηση επενδυτικών δαπανών. Ως εκ τούτου, καθίσταται επιτακτικά αναγκαία η επίλυση των προβλημάτων που εμποδίζουν την έγκαιρη εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων και των επενδυτικών δράσεων, ώστε να επιταχυνθεί η είσπραξη των κονδυλίων του RRF και η απόδοσή τους στους τελικούς δικαιούχους, προκειμένου να υλοποιηθούν εγκαίρως οι επενδύσεις.

**3<sup>ον</sup> Η εφαρμογή, κατά προτεραιότητα, των μεταρρυθμίσεων που αποσκοπούν στην εξάλειψη διαρθρωτικών αδυναμιών**, όπως οι καθυστερήσεις στην απονομή της δικαιοσύνης, η γραφειοκρατία στη δημόσια διοίκηση και το έλλειμμα ψηφιακών δεξιοτήτων. Οι μεταρρυθμίσεις αυτές θα συμβάλουν στην προσέλκυση ξένων άμεσων επενδύσεων και θα διευκολύνουν τη μεγαλύτερη συμμετοχή των ελληνικών επιχειρήσεων στις παγκόσμιες αλυσίδες αξίας. Αυτό με τη σειρά του θα συμβάλει στην υιοθέτηση καινοτόμων μεθόδων παραγωγής και νέων τεχνολογιών, που θα επιτρέψουν στις ελληνικές επιχειρήσεις να παράγουν προϊόντα υψηλής προστιθέμενης αξίας και έντασης γνώσης.

**4<sup>ον</sup> Η επίτευξη διατηρήσιμων πρωτογενών πλεονασμάτων μέσω μιας φιλικής προς την ανάπτυξη δημοσιονομικής πολιτικής.** Για την αναγκαία αποκλιμάκωση του λόγου δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ, απαιτείται η διατήρηση πρωτογενών πλεονασμάτων, σε κυκλικά διορθωμένους όρους, ύψους 2% του ΑΕΠ ετησίως. Ωστόσο, βασική προϋπόθεση για αυτό είναι η αύξηση της αποτελεσματικότητας των δημόσιων δαπανών, μέσω καλύτερης στόχευσης των κοινωνικών δαπανών, ώστε να δημιουργηθεί πρόσθετος δημοσιονομικός χώρος και να αυξηθούν οι δημόσιες επενδύσεις και οι δαπάνες εκπαίδευσης και υγείας, οι οποίες έχουν ιδιαίτερα θετικές επιδράσεις στη μεσομακροπρόθεσμη αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ. Πρόσθετες παρεμβάσεις προς την ίδια κατεύθυνση αποτελούν η ψηφιοποίηση των υπηρεσιών και η αναβάθμιση των δεξιοτήτων του εργατικού δυναμικού του δημόσιου τομέα. Ταυτόχρονα, θα πρέπει να δοθεί προτεραιότητα στη διεύρυνση της φορολογικής βάσης, μέσω της καταπολέμησης της φοροδιαφυγής. Τα μέτρα που θεσμοθετήθηκαν πρόσφατα – όπως η πληρέστερη ανταλλαγή πληροφοριών μεταξύ επιχειρήσεων και ΑΑΔΕ σχετικά με τις ηλεκτρονικές συναλλαγές (μεταξύ άλλων και μέσω της διασύνδεσης των ταμειακών μηχανών και των τερματικών αποδοχής καρτών – POS), το ηλεκτρονικό εμπόριο και οι ηλεκτρονικές πλατφόρμες και η αλλαγή του τρόπου φορολόγησης των ελεύθερων επαγγελματιών με την εισαγωγή ενός ελάχιστου τεκμαρτού εισοδήματος – αναμένεται να συμβάλουν θετικά στην αποτελεσματικότητα της φορολογικής πολιτικής και στη δικαιότερη κατανομή των φορολογικών βαρών. Παράλληλα, τα παραπάνω μέτρα θα μπορούσαν να συμπληρωθούν με ικανά φορολογικά κίνητρα προς τους καταναλωτές για τη μη απόκρυψη των συναλλαγών σε κλάδους με αυξημένη φοροδιαφυγή και με την επαναξιολόγηση των υφιστάμενων φοροαπαλλαγών με γνώμονα την καλύτερη στόχευση της κοινωνικής πολιτικής. Συνδυαστικά η προσέγγιση αυτή θα μπορούσε να αποφέρει όχι μόνο αυξημένα φορολογικά έσοδα, αλλά και ενίσχυση της φορολογικής δικαιοσύνης, της αποταμίευσης και των ιδιωτικών επενδύσεων.

**5<sup>ον</sup> Η περαιτέρω ενίσχυση της ανθεκτικότητας του τραπεζικού τομέα.** Αποφασιστικός παράγοντας για την αύξηση των επενδύσεων και την επίτευξη ταχύτερης ανάπτυξης είναι ένα υγιές τραπεζικό σύστημα που μπορεί να παρέχει χρηματοδότηση σε επιχειρήσεις και νοικοκυριά. Την τελευταία δεκαετία έχει σημειωθεί σημαντική πρόοδος ως προς την εξυγίανση του τραπεζικού

συστήματος. Ωστόσο, απαιτείται ενίσχυση της ανθεκτικότητάς του, μεταξύ άλλων με την ποσοτική και ποιοτική βελτίωση της κεφαλαιακής βάσης των ελληνικών τραπεζών και την περαιτέρω μείωση των ΜΕΔ εντός και εκτός του τραπεζικού συστήματος. Εξάλλου, η αύξηση του ανταγωνισμού στο εγχώριο χρηματοπιστωτικό σύστημα με την ενδυνάμωση των μη συστημικών και συνεταιριστικών τραπεζών θα μπορούσε να βελτιώσει τις συνθήκες χρηματοδότησης της πραγματικής οικονομίας.

**6<sup>ον</sup> Η αντιμετώπιση των διαρθρωτικών προβλημάτων στην αγορά εργασίας.** Για να στηριχθεί η ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας και να επιτευχθεί σύγκλιση προς το μέσο όρο της ευρωζώνης, είναι απαραίτητο να συνεχιστεί η αύξηση της απασχόλησης με ρυθμούς αντίστοιχους αυτών που καταγράφηκαν στο πρόσφατο παρελθόν. Εντούτοις, η στενότητα στην αγορά εργασίας, η οποία προσεγγίζει ιστορικά υψηλά επίπεδα, και η μείωση του ποσοστού ανεργίας έχουν περιορίσει σημαντικά τη δεξαμενή του διαθέσιμου προς πρόσληψη εργατικού δυναμικού από τις επιχειρήσεις. Συνεπώς είναι απαραίτητες νέες πρωτοβουλίες που θα περιορίσουν τις στρεβλώσεις στην αγορά εργασίας και θα συμβάλουν στη διεύρυνση του εργατικού δυναμικού. Παράλληλα, σημαντικό ρόλο στη σύζευξη των αναγκών της αγοράς εργασίας με τις δεξιότητες των εργαζομένων έχει η εκπαίδευση, και ιδιαίτερα η τεχνική εκπαίδευση και η διά βίου μάθηση.

Για να καλυφθεί το κενό εργατικού δυναμικού και δεξιοτήτων στην εγχώρια αγορά εργασίας, είναι σημαντική η ενσωμάτωση μεταναστών, καθώς και η θέσπιση κινήτρων για την αντιστροφή της εκροής προς το εξωτερικό εξειδικευμένων ατόμων (brain drain) και την αύξηση της συμμετοχής των ατόμων τρίτης ηλικίας και των συνταξιούχων στο εργατικό δυναμικό. Ωστόσο, πρέπει να οριστεί το θεσμικό πλαίσιο για τις μεταναστευτικές εισροές και να χαραχθούν οι στρατηγικές και οι πολιτικές για τη σταδιακή και επιτυχή ένταξή τους στην κοινωνία. Χρειάζεται επίσης να δημιουργηθούν μηχανισμοί για την αντιστοίχιση των δεξιοτήτων του εργατικού δυναμικού με τις ανάγκες της αγοράς εργασίας. Εξίσου απαραίτητες είναι περαιτέρω παρεμβάσεις για να ενισχυθεί το πλέγμα εναρμόνισης της οικογενειακής και της επαγγελματικής ζωής, διευκολύνοντας την ένταξη και παραμονή των γυναικών στην αγορά εργασίας, ενώ παράλληλα θα πρέπει να ενταθούν οι έλεγχοι για την καταπολέμηση της αδήλωτης και της υποδηλωμένης εργασίας.

**7<sup>ον</sup> Υλοποίηση πολιτικών που αποσκοπούν στην αύξηση της αποταμίευσης των νοικοκυριών.** Πέρα από την καταπολέμηση της φοροδιαφυγής και την ενίσχυση του ανταγωνισμού στον τραπεζικό τομέα, απαιτείται να υλοποιηθούν πρόσθετες πολιτικές που ενισχύουν την αποταμίευση, όπως: (α) Ανάπτυξη της αγοράς κεφαλαίων. Ωστόσο, όπως είχε επισημανθεί και στην Έκθεση Πισσαρίδη (2020), απαιτείται βελτίωση της ποιότητας των λογιστικών καταστάσεων και συνολικά της εταιρικής διακυβέρνησης ώστε να ξεπεραστούν προβλήματα ασύμμετρης πληροφόρησης που εμποδίζουν την πρόσβαση των επιχειρήσεων στις αγορές κεφαλαίων. (β) Παροχή στοχευμένων φορολογικών κινήτρων έτσι ώστε να τονωθεί η αποταμίευση σε προϊόντα της κεφαλαιαγοράς, σε συνδυασμό με μέτρα για την προαγωγή του χρηματοοικονομικού αλφαριθμητισμού, δεδομένου ότι το επίπεδο χρηματοοικονομικής παιδείας επηρεάζει σημαντικά τη συμμετοχή όλων και ιδίως των νέων στην αποταμίευση. (γ) Ενίσχυση του κεφαλαιοποιητικού χαρακτήρα του πρώτου πυλώνα του ασφαλιστικού συστήματος (κοινωνική ασφάλιση). (δ) Ενίσχυση του τρίτου πυλώνα του ασφαλιστικού συστήματος (ιδιωτική ασφάλιση). Για το σκοπό αυτό θα μπορούσαν να εξεταστούν: η παροχή κινήτρων (φορολογικών και άλλων) για μακροχρόνια αποταμίευση, για συνταξιοδοτικά ασφαλιστικά προγράμματα και προγράμματα υγείας, καθώς και η εισαγωγή σχημάτων υποχρεωτικών ασφαλίσεων (π.χ. για φυσικές καταστροφές, σεισμούς).

**8<sup>ον</sup> Η προσέλκυση ξένων επενδυτικών κεφαλαίων.** Όπως προαναφέρθηκε, υπάρχουν πολλές διαθέσιμες επιλογές πολιτικής για την ενίσχυση της ιδιωτικής αποταμίευσης. Ωστόσο, ακόμη και αν εφαρμοστούν όλες μαζί με τη μέγιστη δυνατή αποτελεσματικότητα και αποφασιστικότητα, η αποταμίευση των νοικοκυριών αναμένεται να ανακάμψει σταδιακά. Δεδομένου όμως ότι η Ελλάδα είναι μια ανοικτή οικονομία, έχει τη δυνατότητα να χρηματοδοτήσει την απόκλιση αποταμιεύσεων-επενδύσεων, μεταξύ άλλων, με εισροή κεφαλαίων μέσω επενδύσεων χαρτοφυλακίου

και ξένων άμεσων επενδύσεων. Στο βαθμό που τα εγχώρια περιουσιακά στοιχεία σε υλικό και άυλο κεφάλαιο (π.χ. ιδιωτικές επιχειρήσεις, δημόσια περιουσία κ.λπ.) αποτελούν ελκυστικές επενδυτικές ευκαιρίες και προσφέρουν καλές αποδόσεις, η χρηματοδότηση της οικονομίας από το εξωτερικό θα συνεχιστεί απρόσκοπτα. Συνεπώς, η υλοποίηση μεταρρυθμίσεων που βελτιώνουν το επιχειρηματικό περιβάλλον και τη λειτουργία του δημόσιου τομέα θα βοηθήσει την εισροή ξένων επενδυτικών κεφαλαίων. Τα κεφάλαια αυτά, εφόσον αφορούν ξένες άμεσες επενδύσεις και κατευθύνονται σε παραγωγικούς τομείς της οικονομίας, θα μπορούν όχι μόνο να χρηματοδοτήσουν την απόκλιση εγχώριων αποταμιεύσεων-επενδύσεων, αλλά και να βοηθήσουν στην αναβάθμιση του παραγωγικού δυναμικού της χώρας και στη διάχυση νέων τεχνολογιών και μορφών οργάνωσης της παραγωγής, με θετικές μεσομακροπρόθεσμες επιδράσεις στην ελληνική οικονομία.

**9<sup>ον</sup> Η διασφάλιση της πρόσβασης των πολιτών σε στέγαση με αποδεκτούς όρους.** Οι πρόσφατες παρεμβάσεις με στόχο τον περιορισμό της επενδυτικής ζήτησης για οικιστικά ακίνητα σε περιοχές πρώτης κατοικίας (βραχυχρόνιες μισθώσεις, Golden Visa) εκτιμάται ότι κινούνται προς τη σωστή κατεύθυνση, όπως επίσης και οι παρεμβάσεις που αφορούν την παροχή επιδοτούμενων ή άτοκων δανείων σε νέα ζευγάρια για την αγορά κατοικίας καθώς και η σημαντική αύξηση του αφορολόγητου ορίου των γονικών παροχών και δωρεών που παρείχε κίνητρα για μεταβίβαση ακίνητης περιουσίας σε νέες γενιές. Ωστόσο, κρίνεται αναγκαία η περαιτέρω λήψη μέτρων για τη διευκόλυνση της απόκτησης κατοικίας και την ενίσχυση της προσφοράς προσπιθή κατοικίας, ιδίως στα μεγάλα αστικά κέντρα με υψηλή πληθυσμιακή συγκέντρωση.

**10<sup>ον</sup> Προώθηση όλων των διαθέσιμων μορφών ιδιωτικής χρηματοδότησης των επενδύσεων,** συμπεριλαμβανομένης της καλύτερης πρόσβασης στις κεφαλαιαγορές. Τα κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών (venture capital), τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια (private equity), η συμμετοχική χρηματοδότηση (crowdfunding), οι επιχειρηματικοί άγγελοι (business angels), οι επιταχυντές νεοφυών επιχειρήσεων (startup accelerators) και οι μικροχρηματοδοτήσεις (microfinance) μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την κάλυψη των επενδυτικών αναγκών των μικρομεσαίων επιχειρήσεων, ιδίως των νεοφυών και καινοτόμων, που δεν διαθέτουν επαρκή πάγια στοιχεία ενεργητικού ως εξασφαλίσεις για τη λήψη τραπεζικών δανείων και για την υλοποίηση των επενδυτικών τους προγραμμάτων.

\*\*\*

Η ελληνική οικονομία έχει σημειώσει αξιόλογη πρόοδο την τελευταία δεκαετία. Μερικά από τα πιο σημαντικά επιτεύγματα είναι η δημοσιονομική προσαρμογή και η αποκατάσταση της δημοσιονομικής ισορροπίας και αξιοπιστίας, η εξυγίανση του τραπεζικού συστήματος, η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας κόστους, η υλοποίηση εμβληματικών μεταρρυθμίσεων στο συνταξιοδοτικό σύστημα και στην αγορά εργασίας και η αύξηση της εξωστρέφειας. Ως αποτέλεσμα αυτών των αλλαγών, το ποσοστό των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών αυξήθηκε, οι επιχειρηματικές επενδύσεις ως ποσοστό του ΑΕΠ επέστρεψαν στα επίπεδα που καταγράφονταν πριν από το 2010, οι ξένες άμεσες επενδύσεις αυξήθηκαν αισθητά, ο ρυθμός οικονομικής μεγέθυνσης την περίοδο 2019-2023 ήταν σημαντικά υψηλότερος του μέσου όρου της ευρωζώνης, η βιωσιμότητα του συνταξιοδοτικού συστήματος έχει διασφαλιστεί και το δημόσιο χρέος έχει αποκλιμακωθεί δραστικά. Επίσης, ενθαρρυντική εξέλιξη αποτελεί και ο υπερδιπλασιασμός της αξίας των εξαγωγών προϊόντων υψηλής τεχνολογίας τα τελευταία έτη (2017-2023), αν και εξακολουθούν να αποτελούν μικρό μερίδιο στο σύνολο των εξαγωγών αγαθών της χώρας.

Η πρόοδος αυτή και οι θετικές προοπτικές της οικονομίας για τα επόμενα χρόνια αντικατοπτρίζονται στην αναβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας του Ελληνικού Δημοσίου στην επενδυτική κατηγορία. Ωστόσο, σε ένα διεθνές περιβάλλον που χαρακτηρίζεται από νέες αβεβαιότητες και γεωπολιτικές εντάσεις, καθώς και τεχνολογικές και περιβαλλοντικές προκλήσεις, δεν υπάρχει περιθώριο εφησυχασμού. Επίσης, η ενεργοποίηση των νέων ευρωπαϊκών δημοσιονομικών κανόνων περιορίζει τη δυνατότητα αξιοποίησης των υπερβάσεων των εσόδων έναντι των στόχων

για τη χρηματοδότηση νέων δαπανών. Από την άλλη πλευρά, η σταδιακή χαλάρωση της κοινής νομισματικής πολιτικής αυξάνει τους βαθμούς ελευθερίας στην οικονομική πολιτική, ενώ επίσης μπορεί να υποβοηθήσει τη μείωση του κόστους δανεισμού και την τόνωση των επενδύσεων.

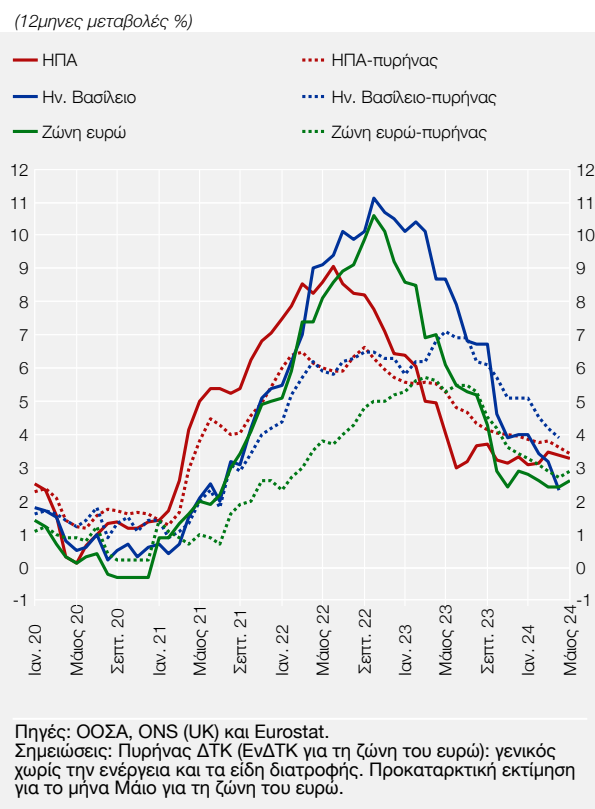
Λαμβάνοντας υπόψη τα ανωτέρω, αλλά και τις εγχώριες διαρθρωτικές αδυναμίες –όπως η έλλειψη ανταγωνισμού σε πολλούς κλάδους της οικονομίας, η οποία επιδεινώνει το πρόβλημα της ακρίβειας, το υψηλό δημόσιο χρέος, το μεγάλο επενδυτικό κενό, η χαμηλή αποταμίευση, η χαμηλή διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα, η υψηλή ανεργία και η γήρανση του πληθυσμού – η οικονομική πολιτική θα πρέπει να συνεχίσει στον ίδιο δρόμο των μεταρρυθμίσεων, της αποτελεσματικής χρήσης των διαθέσιμων εγχώριων και ευρωπαϊκών πόρων και της δημοσιονομικής υπευθυνότητας. Η σημασία της δημοσιονομικής υπευθυνότητας αναδεικνύεται ακόμη περισσότερο μετά τις τελευταίες εξελίξεις στην αγορά κεφαλαίων και κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ, με τα περιθώρια (spreads) να αυξάνονται σημαντικά ακόμη και για κρατικά ομόλογα χωρών-μελών πολύ υψηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης, επειδή οι αγορές τιμολογούν υψηλότερα τον κίνδυνο παραβίασης του ευρωπαϊκού δημοσιονομικού πλαισίου λήψης αποφάσεων.

Ιδιαίτερη έμφαση θα πρέπει να δοθεί στην αύξηση των επενδύσεων, ο ρόλος των οποίων είναι καθοριστικός για τη μελλοντική πορεία της οικονομίας, την αποτελεσματική αντιμετώπιση της κλιματικής αλλαγής και τη διευκόλυνση της πράσινης μετάβασης. Οι επενδυτικές δαπάνες μπορούν να στηρίξουν την οικονομική ανάπτυξη, είτε αφορούν βελτιώσεις στις υποδομές, την εκπαίδευση και την υγεία, είτε επενδύσεις σε παραγωγικό εξοπλισμό, μηχανήματα, καθώς και σε άυλα στοιχεία ενεργητικού και σε τεχνολογίες αιχμής, περιλαμβανομένων αυτών που προωθούν τον πράσινο μετασχηματισμό του ενεργειακού τομέα. Υπάρχουν σημαντικές συνέργειες μεταξύ των επενδύσεων σε υλικό και άυλο κεφάλαιο, οι οποίες θα πρέπει να αξιοποιηθούν πλήρως. Ειδικότερα, η ταυτόχρονη επένδυση σε νέες τεχνολογίες και σε ανθρώπινο κεφάλαιο με ψηφιακές δεξιότητες οδηγεί στη μέγιστη δυνατή μακροχρόνια αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας. Η υλοποίηση των παραπάνω προτάσεων θα συμβάλει στην ενίσχυση του δυναμικού ρυθμού ανάπτυξης, στη μετάβαση της οικονομίας σε ένα βιώσιμο, ανταγωνιστικό και εξωστρεφές παραγωγικό υπόδειγμα, καθώς και σε περαιτέρω αναβαθμίσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων.

# ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Η παγκόσμια οικονομία αποδείχθηκε ανθεκτικότερη των προσδοκιών το 2023 καθώς, παρά την αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής για την καταπολέμηση του υψηλού πληθωρισμού και τη σταδιακή απόσυρση των έκτακτων δημοσιονομικών μέτρων στήριξης των εισοδημάτων, αποφεύχθηκε η ύφεση ή ο στασιμοπληθωρισμός. Μεταξύ των προηγμένων οικονομιών οι εξελίξεις υπήρξαν αποκλίνουσες το 2023 και στις αρχές του 2024. Εντούτοις, η αξιοπιστία της νομισματικής πολιτικής ως προς την επίτευξη του στόχου για τον πληθωρισμό και η ταχεία ανάκαμψη της συνολικής προσφοράς μετά την πανδημική και την ενεργειακή κρίση επέτρεψαν την ταχεία υποχώρηση του πληθωρισμού από τα μέσα περίπου του 2022 και μετά. Η ζώνη του ευρώ το α' τρίμηνο του 2024 εξήλθε από την ελαφρά ύφεση του δ' τριμήνου του 2023, ωστόσο οι γεωπολιτικές εντάσεις και το υποτονικό ακόμη διεθνές εμπόριο δρουν ανασχετικά στην ταχύτερη ανάκαμψη των οικονομιών που επιδεικνύουν υψηλό ποσοστό μεταποίησης και έντονο εξαγωγικό προσανατολισμό. Οι προοπτικές για το διεθνές περιβάλλον βελτιώνονται, αλλά περιβάλλονται από σημαντικούς κινδύνους και αβεβαιότητες. Οι προκλήσεις που σχετίζονται με το χαμηλό ρυθμό αύξησης της παραγωγικότητας, το γεωοικονομικό κατακερματισμό, την κλιματική αλλαγή και τη βιώσιμη και δίκαιη πράσινη και ψηφιακή μετάβαση απαιτούν πολυμερή προσέγγιση και συνεργασία.

Διάγραμμα II.1 Πληθωρισμός προηγμένων οικονομιών: γενικός και πυρήνας



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

Η παγκόσμια οικονομία, έχοντας υποστεί αλληπάλληλες και ασυνήθιστα σοβαρές διαταραχές την περίοδο 2020-2023, παραμένει ανθεκτική και το παγκόσμιο ΑΕΠ εξακολουθεί γενικά να αυξάνεται, ενώ ο πληθωρισμός των προηγμένων οικονομιών, ο οποίος έφθασε το 2022 στο υψηλότερο επίπεδο της τελευταίας 40ετίας, συνεχίζει να αποκλιμακώνεται προς το επίπεδο-στόχο. Η υψηλότερη του αναμενομένου ανθεκτικότητα των οικονομιών την τελευταία διετία, παρά τις σημαντικές αυξήσεις των βασικών επιτοκίων για την καταπολέμηση του υψηλού πληθωρισμού, αντανάκλα με ταξύ άλλων τη δυνατότητα των νοικοκυριών στις προηγμένες κυρίως οικονομίες να αξιοποιούν τις αποταμιεύσεις που συσσωρεύσαν την περίοδο της πανδημίας, αλλά και μία ενδεχόμενη άμβλυνση της περιοριστικής επίδρασης της νομισματικής πολιτικής στη συνολική ζήτηση.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Η ανάλυση βασίζεται σε πληροφορίες και στοιχεία διαθέσιμα έως τις 14.6.2024.

<sup>2</sup> IMF, *World Economic Outlook*, April 2024, Chapter 2 "Feeling the Pinch? Tracing the Effects of Monetary Policy through Housing Markets."

Η οικονομική δραστηριότητα εκτιμάται ότι θα επιταχυνθεί ελαφρώς στις προηγμένες οικονομίες και θα επιβραδυνθεί στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες το 2024. Στις προηγμένες οικονομίες η ισχυρή αγορά εργασίας και η βελτίωση του πραγματικού εισοδήματος θα ενισχύσουν την ιδιωτική κατανάλωση, ωστόσο η δημόσια κατανάλωση και οι επενδύσεις θα παραμείνουν γενικά υποτονικές. Ο πληθωρισμός θα υποχωρήσει περαιτέρω μόνο στις προηγμένες οικονομίες, κατά δύο ποσοστιαίες μονάδες έναντι του 2023, στο 2,6%, και θα φθάσει στο στόχο του 2,0% το 2025. Στην αποκλιμάκωση του πληθωρισμού θα συμβάλει με την αναμενόμενη χρονική υστέρηση και η κάμψη του πυρήνα του πληθωρισμού, ο οποίος τους πρώτους μήνες του 2024 ήταν υψηλότερος από το γενικό πληθωρισμό στις μεγαλύτερες προηγμένες οικονομίες (βλ. Διάγραμμα II.1).

Το διεθνές εμπόριο επλήγη από γεωπολιτικές εντάσεις και έκτακτα γεγονότα το προηγούμενο έτος, αλλά αναμένεται να ομαλοποιηθεί εντός του 2024 και του 2025. Η ελαστικότητα του ρυθμού μεταβολής του διεθνούς εμπορίου ως προς τη μεταβολή του παγκόσμιου ΑΕΠ, αν και θα ανέλθει στη μονάδα, θα παραμείνει χαμηλότερη σε σύγκριση με το παρελθόν, καθώς έχουν αυξηθεί τα εμπόδια στις διεθνείς μεταφορές, οι εμπορικοί περιορισμοί, οι κυρώσεις και ο γεωοικονομικός κατακερματισμός.<sup>3</sup> Οι διεθνείς τιμές του αργού πετρελαίου και των άλλων βασικών εμπορευμάτων, παρά τις διακυμάνσεις τους, αναμένεται να σημειώσουν ελαφρά περαιτέρω υποχώρηση το 2024 και το 2025 (σε μέσα επίπεδα έτους).

Το μίγμα της οικονομικής πολιτικής στις προηγμένες οικονομίες αναμένεται ότι θα μεταβληθεί σταδιακά εντός του 2024 και του 2025. Καθώς ο πληθωρισμός συνεχίζει να υποχωρεί προς τα επιθυμητά επίπεδα, η κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής αναμένεται ότι θα αλλάξει, με μείωση των βασικών επιτοκίων από το δεύτερο εξάμηνο του 2024, ενώ η δημοσιονομική πολιτική αναμένεται συσταλτική ώστε να αναπληρωθούν τα δημοσιονομικά αποθέματα ασφαλείας, να αποκλιμακωθεί ο αυξανόμενος λόγος του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ και να διασφαλιστεί η βιωσιμότητα του χρέους μεσοπρόθεσμα.

Η οικονομία της ευρωζώνης το α' τρίμηνο του 2024 ανέκαμψε μετά τη στασιμότητα του δεύτερου εξαμήνου του 2023. Το 2023 όλες οι συνιστώσες της εγχώριας ζήτησης επιβραδύνθηκαν, ενώ οι εξαγωγές υποχώρησαν λόγω των επιπτώσεων της περιορισμένης εξωτερικής ζήτησης και της μειωμένης ανταγωνιστικότητας της ζώνης του ευρώ. Η Γερμανία και άλλες επτά οικονομίες της ζώνης του ευρώ βρέθηκαν σε ύφεση. Παρά ταύτα, η επιβράδυνση της ζώνης του ευρώ το 2023 αποδείχθηκε ηπιότερη των εκτιμήσεων προ τριμήνου, σύμφωνα με τις νέες εκτιμήσεις των εμπειρογνομώνων του Ευρωσυστήματος του Ιουνίου. Ο γενικός πληθωρισμός υποχώρησε περαιτέρω το 2023, βοηθούμενος από την αρνητική μεταβολή της συνιστώσας της ενέργειας, η επίδραση της οποίας εν μέρει αντισταθμίστηκε από τις εγχώριες πληθωριστικές πιέσεις στα είδη διατροφής και στις υπηρεσίες. Οι εκτιμήσεις των διεθνών οργανισμών επιβεβαιώνουν τις προσδοκίες για επιτάχυνση του ΑΕΠ το 2024, προερχόμενη κυρίως από την ιδιωτική και τη δημόσια κατανάλωση. Καθώς ο πληθωρισμός μειώνεται και οι ονομαστικοί μισθοί συνεχίζουν να αυξάνονται, τα πραγματικά εισοδήματα θα ανακάμψουν, υποστηρίζοντας την οικονομική ανάπτυξη. Η ζήτηση εξαγωγών της ευρωζώνης θα βελτιωθεί, λόγω της ενίσχυσης της εξωτερικής ζήτησης καθώς θα μειώνονται οι γεωπολιτικές εντάσεις και αβεβαιότητες.

Ο ρυθμός ανόδου του πραγματικού ΑΕΠ των οικονομιών της Νοτιοανατολικής Ευρώπης υποχώρησε σημαντικά το 2023 και αναμένεται ότι θα παραμείνει σχεδόν αμετάβλητος το 2024, ωστόσο οι επιμέρους εξελίξεις θα εξακολουθήσουν να είναι αρκετά ανομοιογενείς. Για την οικονομία της Τουρκίας εκτιμάται περαιτέρω ομαλή επιβράδυνση και σταδιακή εξομάλυνση των ανισορροπιών με εξαίρεση τον πληθωρισμό, ο οποίος εξακολουθεί να είναι υψηλός και να υπερβαίνει το βασικό επιτόκιο πολιτικής.

3 European Commission, *Spring Economic Forecast*, May 2024.

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

### 2.1 Παγκόσμια οικονομία

Η ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας τους πρώτους μήνες του 2024 διευρύνεται γεωγραφικά και επεκτείνεται και στη μεταποίηση, όπως επιβεβαιώνεται από τους βραχυχρόνιους δείκτες της οικονομικής συγκυρίας. Ο σύνθετος δείκτης PMI για την παγκόσμια οικονομία βελτιωνόταν διαρκώς σχεδόν σε όλες τις οικονομίες και το Μάιο διαμορφώθηκε στο υψηλότερο επίπεδο των τελευταίων 12 μηνών (53,7 από 52,4 τον Απρίλιο και 51,0 το Δεκέμβριο του 2023). Η μεταποίηση ανακάμπτει, ωστόσο συνεχίζει να υπολείπεται των υπηρεσιών. Στη ζώνη του ευρώ ο σύνθετος δείκτης υπευθύνων προμηθειών PMI επίσης αυξήθηκε σημαντικά το Μάιο σε 52,2 από 51,7 τον Απρίλιο και 50,3 το Μάρτιο, με το δείκτη δραστηριότητας στις υπηρεσίες να σταθεροποιείται σε 53,2 (53,3 τον Απρίλιο).

Το **παγκόσμιο ΑΕΠ** εκτιμάται από το ΔΝΤ ότι θα συνεχίσει το 2024 και το 2025 να αυξάνεται με τον ίδιο ρυθμό όπως το 2023, δηλ. 3,2%. Ο ρυθμός αυτός έχει αναθεωρηθεί προς τα άνω κατά 0,1 της ποσοστιαίας μονάδας σε σχέση με τις προβλέψεις του ΔΝΤ τον Ιανουάριο και κατά 0,3 της ποσοστιαίας μονάδας σε σχέση με εκείνες του Οκτωβρίου του 2023. Εντούτοις παραμένει σχετικά χαμηλός συγκριτικά με τα προπανδημικά επίπεδα (3,8% την περίοδο 2000-2019), εξαιτίας ενός συνδυασμού βραχυχρόνιων και πιο μακροχρόνιων παραγόντων. Σε αυτούς περιλαμβάνονται η σταδιακή απόσυρση των δημοσιονομικών μέτρων στήριξης, το υψηλό κόστος δανεισμού, ο χαμηλός ρυθμός ανόδου της παραγωγικότητας, αλλά και οι συνέπειες στο διεθνές εμπόριο από την επιβράδυνση της κινεζικής οικονομίας, το συνεχιζόμενο πόλεμο στην Ουκρανία και τις συγκρούσεις στη Μέση Ανατολή.

Μεταξύ των προηγμένων οικονομιών το 2023 παρατηρήθηκε ετερογένεια στην εξέλιξη του ΑΕΠ, με τις οικονομίες των ΗΠΑ και της Ιαπωνίας να επιταχύνονται και τις υπόλοιπες να σημειώνουν επιβράδυνση ή και στασιμότητα. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των διεθνών οργανισμών, ο οικονομικός κύκλος των **προηγμένων οικονομιών** θα είναι περισσότερο συγχρονισμένος το 2024 και το ΑΕΠ τους ως σύνολο θα επιταχυνθεί ελαφρώς στο 1,7% το 2024 και 1,8% το 2025. Η εγχώρια ζήτηση αναμένεται ότι θα επηρεαστεί ευνοϊκά από την υποχώρηση του πληθωρισμού και τη βελτίωση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος, ενώ η ανάκαμψη του διεθνούς εμπορίου αναμένεται ότι θα στηρίξει σταδιακά τη μεταποίηση και τις εξαγωγές. Μεταξύ των μεγάλων προηγμένων οικονομιών αναμένεται ότι οι ΗΠΑ θα επιτύχουν τον υψηλότερο ρυθμό ανάπτυξης το 2024, η Ιαπωνία θα επιβραδυνθεί, η Γερμανία θα επιστρέψει σε μικρό αλλά θετικό ρυθμό ανόδου του ΑΕΠ και η οικονομία του Ηνωμένου Βασιλείου θα επιταχυνθεί οριακά (βλ. Πίνακα ΙΙ.1).

Στις **αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες** ως σύνολο, σε αντίθεση με τις προηγμένες, ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ επιταχύνθηκε στο 4,3% το 2023 και πλέον αναμένεται οριακή επιβράδυνση στο 4,2% για το 2024 και το 2025. Παρά τους ισχυρούς τριγμούς στην παγκόσμια οικονομία, το προηγούμενο διάστημα καμία μεγάλη αναδυόμενη οικονομία δεν αντιμετώπισε απότομη απώλεια εμπιστοσύνης ή χρηματοπιστωτική κρίση. Η οικονομία της Κίνας, ενώ συνεχίζει την πιο μακροχρόνια προσαρμογή της σε χαμηλότερους ρυθμούς οικονομικής μεγέθυνσης, το 2024 εκτιμάται ότι θα επιβραδυνθεί στο 4,6%, από 5,2% το 2023, αντιμέτωπη και με τις συνέπειες της συρρίκνωσης και αναδιάρθρωσης του τομέα των ακινήτων. Επιβράδυνση αλλά υψηλός ρυθμός ανάπτυξης το 2024 εκτιμάται για την Ινδία, αλλά και τη Ρωσία, η οποία συνεχίζει τις πολεμικές της επιχειρήσεις στην Ουκρανία.

Στις **ΗΠΑ** ο ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ επιταχύνθηκε σε 2,5% το 2023 από 1,9% το προηγούμενο έτος, στηριζόμενος κυρίως από την ανάκαμψη της κατανάλωσης και των επενδύσεων του δημόσιου τομέα (+4,1% το 2023 από -0,9% το 2022). Το α' τρίμηνο του 2024 η ανάπτυξη υποχώρησε σε 1,3% από 3,4% το δ' τρίμηνο του 2023 (σε ετησιοποιημένη βάση), με την ιδιωτική κατανάλωση να επιβραδύνεται, αλλά να παραμένει ισχυρή, και τις ιδιωτικές επενδύσεις, ιδίως σε κατοικίες, να επιταχύνονται. Οι καθαρές εξαγωγές είχαν αρνητική συμβολή στο ΑΕΠ, μετά

Πίνακας II.1 Βασικά μακροοικονομικά μεγέθη της παγκόσμιας οικονομίας

	Αριθμός κρατών	Μερίδιο στο ΑΕΠ <sup>1</sup> %	ΑΕΠ (ετήσιες % μεταβολές όγκου)			Πληθωρισμός <sup>2</sup> (ετήσιες % μεταβολές)			Δημοσιονομικό αποτέλεσμα <sup>3</sup> (% του ΑΕΠ)			Ακαθάριστο δημόσιο χρέος (% του ΑΕΠ)			Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)		
			2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Παγκόσμιο σύνολο	196	100,0	3,2	3,2	3,2	6,8	5,9	4,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1. Προηγμένες οικονομίες	41	41,2	1,6	1,7	1,8	4,6	2,6	2,1	-5,6	-4,4	-4,2	111,0	111,2	112,4	0,5	0,7	0,7
ΗΠΑ		15,6	2,5	2,7	1,9	4,1	2,9	2,0	-8,8	-6,5	-7,1	122,1	123,3	126,6	-3,0	-2,5	-2,5
Ιαπωνία		3,7	1,9	0,9	1,0	3,3	2,2	2,1	-5,8	-6,5	-3,2	252,4	254,6	252,6	3,4	3,5	3,5
Ην. Βασίλειο		2,2	0,1	0,5	1,4	6,8	2,4	2,0	-5,9	-4,8	-4,1	101,3	103,9	105,1	-3,3	-3,3	-3,4
Ζώνη του ευρώ	20	11,7	0,6	0,9	1,4	5,4	2,5	2,2	-3,6	-3,1	-2,8	88,5	88,4	88,6	1,6	2,8	2,9
2. Αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες	155	58,8	4,3	4,2	4,2	8,3	8,3	6,2	-5,4	-5,5	-5,3	68,0	69,4	71,3	0,6	0,3	0,2
Κίνα		18,7	5,2	4,6	4,1	0,2	1,0	2,0	-7,1	-7,4	-7,6	83,6	88,6	93,0	1,5	1,3	1,4
Ινδία		7,6	7,8	6,8	6,5	5,4	4,6	4,2	-8,6	-7,8	-7,6	82,7	82,5	81,8	-1,2	-1,4	-1,6

Πηγές: IMF, *World Economic Outlook*, April 2024. Για το Ηνωμένο Βασίλειο: European Commission, *European Economic Forecast, Spring 2024*, May 2024 και IMF, *World Economic Outlook*, April 2024. Για τη ζώνη του ευρώ: ECB, *Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area*, June 2024. Σημείωση: Για το 2024 εκτιμήσεις και το 2025 προβλέψεις.

1 Ποσοστό συμμετοχής στο παγκόσμιο ΑΕΠ το 2023, με βάση τις ισοτιμίες αγοραστικών δυνάμεων (PPP).

2 ΕνΔΤΚ για τη ζώνη του ευρώ και ΔΤΚ για τις λοιπές περιπτώσεις. Μέσα επίπεδα έτους.

3 Της γενικής κυβέρνησης.

από πολλά τρίμηνα θετικής συμβολής, καθώς οι εισαγωγές αυξήθηκαν σημαντικά. Το ποσοστό ανεργίας ήταν 4,0% το Μάιο του 2024, αυξημένο κατά 0,3 της ποσοστιαίας μονάδας σε σχέση με το Μάιο του 2023. Ο ετήσιος πληθωρισμός μειώθηκε περαιτέρω σε 3,3% το Μάιο. Για το σύνολο του 2024, σύμφωνα με τις προβλέψεις του ΔΝΤ (Απρίλιος 2024), ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ για τις ΗΠΑ αναθεωρήθηκε σημαντικά προς τα πάνω (κατά 0,6 της ποσοστιαίας μονάδας) και πλέον εκτιμάται επιτάχυνση σε 2,7% αντί επιβράδυνσης, ενώ για το 2025 αναμένεται να υποχωρήσει σε 1,9%, λόγω αποδυνάμωσης της συνολικής ζήτησης που θα προέλθει από την περιοριστική δημοσιονομική πολιτική και τη χαλάρωση της αγοράς εργασίας.

Στο **Ηνωμένο Βασίλειο** το ΑΕΠ παρέμεινε σχεδόν στάσιμο το 2023 υπό την ανασχετική επίδραση της αναιμικής εμπιστοσύνης των καταναλωτών, αλλά και της περιοριστικής δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής. Το ΑΕΠ ωστόσο αυξήθηκε το α' τρίμηνο του 2024 κατά 0,6%, ανακάμπτοντας από τη μείωση κατά 0,3% που είχε καταγράψει το δ' τρίμηνο του 2023. Ο ετήσιος πληθωρισμός με βάση το δείκτη τιμών καταναλωτή (ΔΤΚ), έχοντας υποχωρήσει αισθητά από τα υψηλά επίπεδα του 2023, παρέμεινε σταθερός σε 3,8% το Φεβρουάριο και το Μάρτιο του 2024. Το ποσοστό ανεργίας διαμορφώθηκε στο 4,3% το α' τρίμηνο του 2024. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εκτιμά μικρή επιτάχυνση του ΑΕΠ σε 0,5% το 2024 και 1,4% το 2025 και αποκλιμάκωση του πληθωρισμού σε 2,4% και 2% αντίστοιχα. Η προσδοκώμενη βελτίωση του ρυθμού ανάπτυξης αντανάκλα κυρίως τη σταδιακή εξασθένηση των επιπτώσεων επί της ιδιωτικής κατανάλωσης από τις υψηλές τιμές της ενέργειας κατά τα προηγούμενα έτη.

Ο **παγκόσμιος πληθωρισμός**, αφού υποχώρησε σε 6,8% το 2023, από 8,7% το 2022, αναμένεται να μειωθεί περαιτέρω σε 5,9% το 2024 σύμφωνα με το ΔΝΤ (Απρίλιος 2024). Στις αναδυόμενες οικονομίες εκτιμάται ότι θα παραμείνει υψηλός και σταθερός στο 8,3%, ενώ στις προηγμένες οικονομίες, όπου η νομισματική πολιτική έδρασε αποφασιστικά, αναμένεται να υποχωρήσει κατά 2 ποσ. μον. στο 2,6% το 2024 και να φθάσει στο 2,0% το 2025. Οι παράγοντες που επιδρούν μειωτικά στον πληθωρισμό διαφέρουν ως προς τη σχετική σημασία τους στις επιμέρους οικονομίες, αλλά γενικά το 2024 θα συνδέονται με την αποκλιμάκωση του πυρήνα του πληθωρισμού, σε αντίθεση με το 2023, ως αποτέλεσμα της περιοριστικής νομισματικής πολιτικής, τις ενδείξεις μικρής χαλάρωσης στις αγορές εργασίας, την αύξηση της παραγωγικότητας,



καθώς και τη σταδιακή μετακύλιση των χαμηλότερων τιμών της ενέργειας στο εγχώριο γενικό επίπεδο των τιμών.

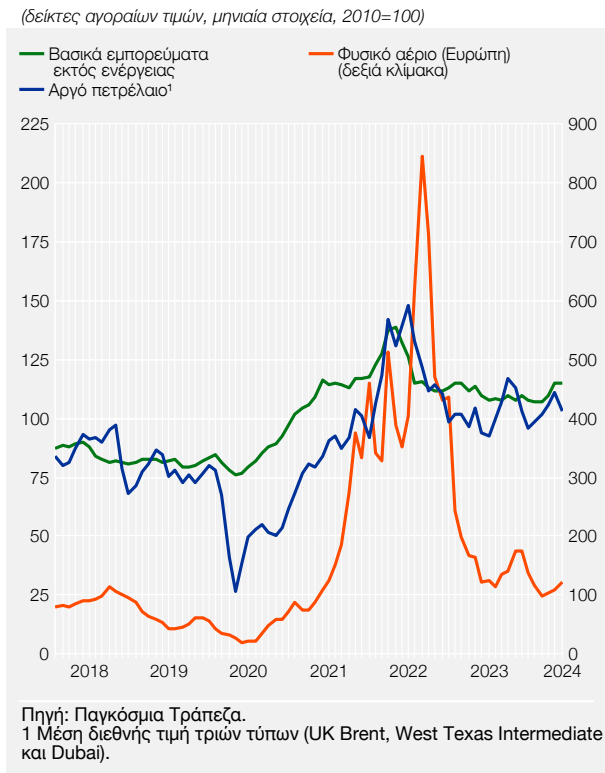
Οι **κίνδυνοι που περιβάλλουν τις προβλέψεις** για το διεθνές περιβάλλον έχουν υποχωρήσει σε σχέση με τις προβλέψεις του Οκτωβρίου του 2023 και εμφανίζονται συμμετρικοί γύρω από τις εκτιμήσεις των βασικών σεναρίων (baseline projections) για το ΑΕΠ και τον πληθωρισμό. Καθοδικό κίνδυνο για την παγκόσμια οικονομική μεγέθυνση αποτελεί τυχόν κλιμάκωση και επέκταση των γεωπολιτικών εντάσεων στη Μέση Ανατολή και την Ερυθρά Θάλασσα, από όπου διέρχεται σημαντικό τμήμα του παγκόσμιου εμπορίου, αυξάνοντας εκ νέου τις διεθνείς τιμές των βασικών εμπορευμάτων και το κόστος των εισαγόμενων ενδιάμεσων και τελικών αγαθών. Παράλληλα, τυχόν βραδύτερη υποχώρηση του πυρήνα του πληθωρισμού, λόγω διαταραχών στη συνολική προσφορά ή λόγω της στενότητας της αγοράς εργασίας, θα μπορούσε να μεταβάλει τις τρέχουσες προσδοκίες για τη βελτίωση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος και για την εξέλιξη των βασικών επιτοκίων και του κόστους δανεισμού. Η επιβράδυνση της κινεζικής οικονομίας ενδέχεται να διαρκέσει περισσότερο εάν καθυστερήσει η υλοποίηση αξιόπιστων μέτρων αναδιάρθρωσης του υπερχρεωμένου τομέα των ακινήτων ή εδραιωθούν προσδοκίες διαρκούς μείωσης των τιμών. Τέλος, ο χαμηλός βαθμός αξιοπιστίας των δημοσιονομικών αρχών και εμπιστοσύνης στους θεσμούς σε αρκετές οικονομίες, αλλά και η πολιτική πόλωση ή ο κομματικός κατακερματισμός σε μερικές από αυτές, είναι δυνατόν να δυσχεράνει ή να καθυστερήσει την αναγκαία δημοσιονομική προσαρμογή και το ρυθμό υλοποίησης μεταρρυθμίσεων προς την κατεύθυνση αύξησης της παραγωγικότητας και της ανταγωνιστικότητας των οικονομιών αυτών. Στον αντίποδα, σε ευνοϊκότερες εξελίξεις έναντι των προβλέψεων είναι δυνατόν να συμβάλουν (α) η ευνοϊκή επίδραση επί της εγχώριας ζήτησης από την υποχώρηση της διεθνούς γεωπολιτικής αβεβαιότητας και τη μεταβολή της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής, (β) η δημοσιονομική επίδραση του εκλογικού κύκλου σε πολλές μεγάλες οικονομίες, (γ) η πιθανή ταχύτερη αποκλιμάκωση του πυρήνα του πληθωρισμού και των πληθωριστικών προσδοκιών σε σχέση με τις τρέχουσες εκτιμήσεις, αλλά και (δ) μία σημαντικότερη άμεση συμβολή της τεχνητής νοημοσύνης στην παραγωγικότητα.

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

Οι εκτιμήσεις αναφορικά με το **διεθνές εμπόριο** υποδηλώνουν ανάκαμψη για το 2024 και το 2025, έναντι σχεδόν στασιμότητας το 2023, ωστόσο φαίνεται ότι αυτή θα είναι ασθενέστερη σε σχέση με τις εκτιμήσεις στις αρχές του τρέχοντος έτους. Κύρια συνιστώσα αποτελεί η ζήτηση αγαθών που συμβάλλουν στην πράσινη ενεργειακή μετάβαση και κυρίως ηλεκτρικών αυτοκινήτων. Οι γεωπολιτικές εντάσεις στην Ερυθρά Θάλασσα και η ξηρασία στη Διώρυγα του Παναμά αναμένεται να συνεχίσουν να επηρεάζουν δυσμενώς το διεθνές εμπόριο, καθώς δυσχεραίνουν τη διέλευση των εμπορικών πλοίων, με συνέπεια να προκαλούνται προβλήματα στην παγκόσμια εφοδιαστική αλυσίδα και ανοδικές πιέσεις στο κόστος μεταφοράς. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του ΔΝΤ (Απρίλιος 2024), ο ρυθμός αύξησης του **διεθνούς εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών** σε όρους όγκου θα επιταχυνθεί σε 3,0% το 2024, από 0,3% το 2023, ωστόσο θα παραμείνει χαμηλότερος από το μέσο όρο προ της πανδημίας (2000-2019: 4,9%). Μεσοπρόθεσμα, οι καθοδικοί κίνδυνοι για τις προοπτικές του διεθνούς εμπορίου συνδέονται με το γεωοικονομικό κατακερματισμό και την περιφερειοποίηση των διεθνών εμπορευματικών ροών.

Η εντεινόμενη και παρατεταμένη κρίση στη Μέση Ανατολή και τα μέτρα περιορισμού της προσφοράς αργού πετρελαίου από τον OPEC+ ώθησαν πρόσκαιρα, τον Απρίλιο του 2024, τη μέση τιμή του αργού πετρελαίου στα υψηλότερα επίπεδα των τελευταίων έξι μηνών. Στη συγκράτηση της ανόδου των τιμών συνέβαλαν οι διεθνείς πιέσεις για την αποφυγή περαιτέρω κλιμάκωσης στη Μέση Ανατολή και η αυξανόμενη παραγωγή σχιστολιθικού πετρελαίου, η οποία έχει αποδυναμώσει το μηχανισμό μετάδοσης των διαταραχών προσφοράς στη διεθνή τιμή του σε σχέση με το παρελθόν. Την περίοδο Ιανουαρίου-Μαΐου 2024 **η μέση τιμή του πετρελαίου όλων των τύπων** έφθασε περίπου τα 81,5 δολ. ΗΠΑ ανά βαρέλι, ενισχυμένη κατά 9,9% σε σχέση με το αντίστοιχο πεντάμηνο του 2023. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του ΔΝΤ (Απρίλιος 2024) για το σύνολο του 2024, η μέση τιμή του πετρελαίου θα διαμορφωθεί

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



στα 78,6 δολ. ΗΠΑ ανά βαρέλι, έναντι 80,6 δολ. το 2023. Ο κίνδυνος διαμόρφωσης υψηλότερων τιμών παραμένει υπαρκτός και συνδέεται με πιθανές ελλείψεις από την πλευρά της προσφοράς σε περίπτωση ταχύτερης μεγέθυνσης της παγκόσμιας οικονομίας. Η αυξημένη επάρκεια των ενεργειακών αποθεμάτων της Ευρώπης, ο σχετικά ήπιος χειμώνας, η ικανοποιητική παραγωγή από ανανεώσιμες πηγές ενέργειας, η κάμψη της βιομηχανικής ζήτησης για ενέργεια εξαιτίας της υποτονικής οικονομικής μεγέθυνσης, αλλά και τα υψηλά αποθέματα υγροποιημένου φυσικού αερίου (LNG), μείωσαν σταδιακά την τιμή του **φυσικού αερίου όλων των τύπων**. Παράλληλα, η μέση τιμή του φυσικού αερίου στην Ευρώπη το πρώτο πεντάμηνο του 2024 σταθεροποιήθηκε στο επίπεδο του αντίστοιχου διαστήματος του 2023 και μειώθηκε κατά 88,5% σε σύγκριση με τα ιστορικά υψηλά επίπεδα του Αυγούστου του 2022 (βλ. Διάγραμμα II.2). Ο κίνδυνος εκ νέου αύξησης της τιμής του φυσικού αερίου παραμένει ωστόσο σημαντικός και συνδέεται με την ασφάλεια του εφοδιασμού σε περίπτωση ενίσχυσης των γεωπολιτικών εντάσεων.

Το Μάιο του 2024 οι τιμές των **μετάλλων** αυξήθηκαν πρόσκαιρα και διαμορφώθηκαν στο υψηλότερο επίπεδο που έχει καταγραφεί από το Μάιο του 2022, ωθούμενες από τη ανάκαμψη της ζήτησης εκ μέρους της Κίνας, η οποία αντιπροσωπεύει περίπου το ήμισυ της παγκόσμιας κατανάλωσης μετάλλων, καθώς και από τις προσδοκίες για βραδύτερη ομαλοποίηση της νομισματικής πολιτικής στις ΗΠΑ. Οι τιμές των μετάλλων το Μάιο του 2024 ήταν αυξημένες κατά 13,9% έναντι του Δεκεμβρίου 2023.

Τους πρώτους μήνες του 2024 οι **διεθνείς τιμές των τροφίμων** σημείωσαν μικρή μεταβλητότητα σε μέσα επίπεδα και παρέμειναν μειωμένες το Μάιο του 2024 κατά 1,6% έναντι του Δεκεμβρίου 2023. Σε ετήσια βάση, το Μάιο του 2024 οι τιμές των τροφίμων μειώθηκαν κατά 6,9%, αντανάκλωντας τη σχετική εξομάλυνση του εμπορίου και της εφοδιαστικής αλυσίδας από τις επιπτώσεις της αβεβαιότητας λόγω του πολέμου στην Ουκρανία, καθώς και την επίδραση της μείωσης των διεθνών τιμών της ενέργειας στις τιμές των λιπασμάτων. Η Παγκόσμια Τράπεζα εκτιμά ότι οι τιμές της ενέργειας και άλλων βασικών εμπορευμάτων, βραχυπρόθεσμα, δεν θα συμβάλουν σημαντικά περαιτέρω στις προσπάθειες των κεντρικών τραπεζών για τον περιορισμό των δευτερογενών επιδράσεων του πληθωρισμού.

Σύμφωνα με το ΔΝΤ η **μέση τιμή των βασικών εμπορευμάτων πλην των καυσίμων** εκτιμάται ότι θα παραμείνει σταθερή το 2024 (σε δολ. ΗΠΑ), ενώ θα υποχωρήσει ελαφρώς το 2025.

**Δημοσιονομική πολιτική**

Μετά από μια προσωρινή παύση της μεταπανδημικής δημοσιονομικής προσαρμογής το 2023 και τη συνακόλουθη επιδείνωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων παγκοσμίως και ιδιαιτέρως στις ΗΠΑ, η δημοσιονομική κατεύθυνση το 2024 εκτιμάται ότι θα αντιστραφεί σε περιοριστική στις προηγμένες οικονομίες, ενώ θα παραμείνει ουδέτερη στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες. Σύμφωνα με το ΔΝΤ (Απρίλιος 2024), το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης το 2024 εκτιμάται ότι θα περιοριστεί σε 4,4% του ΑΕΠ (-1,2 ποσ. μον.

έναντι του προηγούμενου έτους) στις προηγμένες οικονομίες, ενώ θα διατηρηθεί σχεδόν αμετάβλητο σε 5,5% του ΑΕΠ (+0,1 ποσ. μον.) στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες, παραμένοντας σε υψηλότερα από τα προπανδημικά επίπεδα και στις δύο ομάδες οικονομιών τουλάχιστον μέχρι και το 2029. Το ακαθάριστο χρέος της γενικής κυβέρνησης στις προηγμένες οικονομίες, αν και έχει υποχωρήσει από τα ιστορικά υψηλά του 2020, επίσης φαίνεται ότι σταθεροποιείται σε επίπεδα υψηλότερα της προπανδημικής περιόδου, εκτιμώμενο σε 111% του ΑΕΠ το 2024.

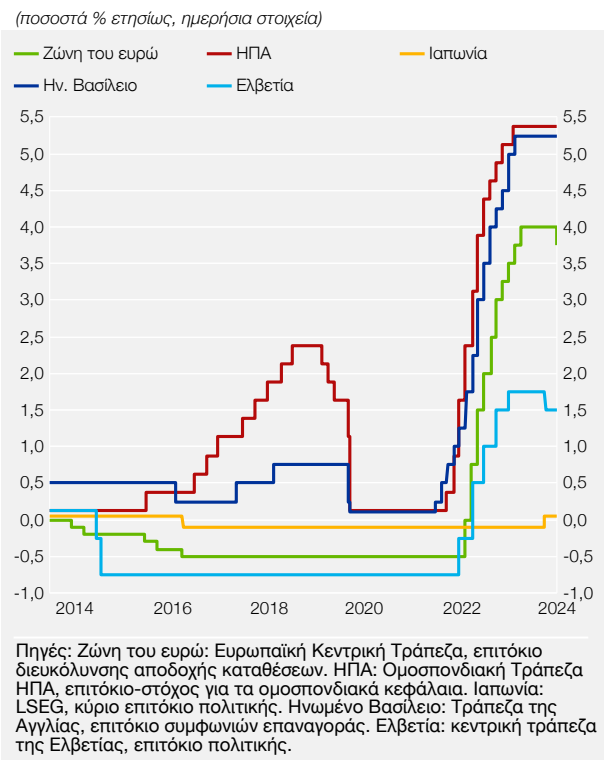
Η δημοσιονομική εξυγίανση κρίνεται αναγκαία στις περισσότερες μεγάλες οικονομίες, ώστε να αναπληρωθούν τα δημοσιονομικά αποθέματα ασφαλείας, να αποκλιμακωθεί ο υψηλός λόγος του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ και να διασφαλιστεί η βιωσιμότητα του χρέους μεσοπρόθεσμα. Ο ρυθμός της δημοσιονομικής προσαρμογής θα πρέπει να είναι σταδιακός, όπως ήδη συμβαίνει, ώστε να αποφευχθεί ο κίνδυνος έντονης οικονομικής επιβράδυνσης από μια απότομη απόσυρση της δημοσιονομικής στήριξης, αλλά και αξιόπιστος, ώστε να περιοριστεί το ενδεχόμενο μεγάλης αύξησης των επιτοκίων του δημόσιου χρέους σε περίπτωση απότομων μεταβολών στη διάθεση ανάληψης κινδύνου από τις αγορές. Οι δημοσιονομικές προβλέψεις για το 2024 υπόκεινται σε σημαντική αβεβαιότητα, που συνδέεται πρωτίστως με τον κίνδυνο χαλάρωσης της δημοσιονομικής πειθαρχίας εν όψει εκλογών σε πολλές μεγάλες οικονομίες, αλλά και με τις εντεινόμενες πιέσεις για κοινωνικές δαπάνες και επενδύσεις που σχετίζονται με τις γεωπολιτικές, δημογραφικές, κλιματικές και τεχνολογικές προκλήσεις.

### Νομισματική πολιτική

Η αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής συνεχίστηκε το 2023, αλλά με ηπιότερο ρυθμό στις περισσότερες οικονομίες, λόγω της ταχύτερης του αναμενομένου πτώσης του πληθωρισμού και των ανησυχιών για περαιτέρω επιβράδυνση της συνολικής ζήτησης. Το πρώτο εξάμηνο του 2024 οι κεντρικές τράπεζες των περισσότερων μεγάλων προηγμένων οικονομιών διατήρησαν στάση αναμονής, παραμένοντας προσηλωμένες στην επίτευξη του στόχου τους για τον πληθωρισμό και παρακολουθώντας στενά, μεταξύ άλλων, τις εξελίξεις στο κόστος εργασίας, την παραγωγικότητα, τα περιθώρια κέρδους των επιχειρήσεων και τις πληθωριστικές προσδοκίες. Σε κάποιες οικονομίες της Λατινικής Αμερικής και της Ανατολικής Ευρώπης, καθώς και στην Κίνα, την Ελβετία και τη Σουηδία, τα επιτόκια παρέμβασης μειώθηκαν, σηματοδοτώντας λιγότερο συγχρονισμένη νομισματική πολιτική ανά τον κόσμο. Με το κόστος δανεισμού και το επίπεδο του χρέους να παραμένουν υψηλά σε αρκετές οικονομίες και τις αποκλίσεις των επιτοκίων πολιτικής να επηρεάζουν τις διασυννοριακές ροές κεφαλαίων και τις συναλλαγματικές ισοτιμίες, απαιτείται εγρήγορση από τις εποπτικές αρχές ώστε να διασφαλιστεί η παγκόσμια χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Η επιμονή του πληθωρισμού (βλ. Πλαίσιο ΙΙ.1) και ο κίνδυνος νέων διαταράξεων από την πλευρά της προσφοράς εν μέσω γεωπολιτικών εντάσεων δημιουργούν αβεβαιότητα όσον αφορά το χρόνο, το μέγεθος και το ρυθμό της νομισματικής ομαλοποίησης, ιδίως στις μεγάλες προηγμένες οικονομίες.

Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ έχει διατηρήσει το εύρος-στόχο του βασικού της επιτοκίου σε 5,25%-5,50% από τον Ιούλιο του 2023, που

Διάγραμμα ΙΙ.3 Βασικά επιτόκια κεντρικών τραπεζών (1 Ιανουαρίου 2014-12 Ιουνίου 2024)



είναι το υψηλότερο επίπεδο των τελευταίων 23 ετών, και η Τράπεζα της Αγγλίας το βασικό της επιτόκιο σε 5,25% από τον προηγούμενο Αύγουστο. Στην ευρωζώνη το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ, έπειτα από εννέα μήνες σταθερών επιτοκίων, μείωσε το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων κατά 25 μονάδες βάσης σε 3,75% τον Ιούνιο του 2024 (βλ. Διάγραμμα II.3). Επίσης επιβεβαίωσε ότι θα μειώσει τους τίτλους που διακρατεί το Ευρωσύστημα στο πλαίσιο του έκτακτου προγράμματος αγοράς στοιχείων ενεργητικού λόγω πανδημίας (PEPP) κατά 7,5 δισεκ. ευρώ μηνιαίως κατά μέσο όρο το δεύτερο εξάμηνο του τρέχοντος έτους. Η κεντρική τράπεζα της Ελβετίας είχε πρωτοστατήσει στη μείωση του επιτοκίου πολιτικής της σε 1,50% το Μάρτιο του 2024. Σε αντίθεση με τις λοιπές προηγμένες οικονομίες όπου αναμένεται στροφή προς λιγότερο περιοριστική νομισματική πολιτική, η Τράπεζα της Ιαπωνίας τερμάτισε το Μάρτιο του 2024 την οκταετή πολιτική αρνητικών επιτοκίων και την πολιτική του ελέγχου της καμπύλης αποδόσεων, αυξάνοντας, για πρώτη φορά τα τελευταία 17 χρόνια, το επιτόκιο πολιτικής της σε 0,0%-0,1%.

## 2.2 Ζώνη του ευρώ

Η οικονομία της ευρωζώνης το α' τρίμηνο του 2024 ανέκαμψε μετά από την ήπια ύφεση του τελευταίου τριμήνου του προηγούμενου έτους. Το 2023 όλες οι συνιστώσες της εγχώριας ζήτησης επιβραδύνθηκαν. Επιπλέον, οι εξαγωγές, μετά από έντονη άνοδο το 2022, υποχώρησαν το 2023 από 7,4% σε -0,9%, λόγω της περιορισμένης εξωτερικής ζήτησης και της μειωμένης διεθνούς ανταγωνιστικότητας της ζώνης του ευρώ. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Ιούνιος 2024), το ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ τελικά επιβραδύνθηκε σε 0,6% το 2023. Ο γενικός πληθωρισμός υποχώρησε περαιτέρω στο 5,4% το 2023, κυρίως λόγω της αρνητικής μεταβολής της συνιστώσας της ενέργειας, η επίδραση της οποίας εν μέρει αντισταθμίστηκε από τις εγχώριες πληθωριστικές πιέσεις στα είδη διατροφής και στις υπηρεσίες. Παράλληλα, η ανθεκτικότητα της αγοράς εργασίας ενίσχυσε τα πραγματικά εισοδήματα και στήριξε την οικονομική μεγέθυνση.

Το α' τρίμηνο του 2024 το ΑΕΠ εκτιμάται ότι αυξήθηκε με ρυθμό 0,3% σε τριμηνιαία βάση, παρουσιάζοντας βελτίωση υψηλότερη του αναμενομένου, έναντι ελαφράς μείωσης (-0,1%) το δ' τρίμηνο του 2023 και στασιμότητας το γ' τρίμηνο. Οι βραχυχρόνιοι οικονομικοί δείκτες δείχνουν ότι η ανάκαμψη του α' τριμήνου θα συνεχιστεί κατά τη διάρκεια του 2024, κυρίως λόγω της ανάκαμψης των υπηρεσιών. Σύμφωνα με τις προβλέψεις των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Ιούνιος 2024), αναμένεται ότι η οικονομική ανάπτυξη θα επιταχυνθεί σταδιακά κατά τη διάρκεια του 2024, καθώς θα αυξάνεται το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα εν μέσω μείωσης του πληθωρισμού και ισχυρής αύξησης των ονομαστικών μισθών. Ταυτόχρονα, αναμένεται βελτίωση των όρων εμπορίου υπέρ της ευρωζώνης, με θετική επίδραση στην ανάπτυξη. Μεσοπρόθεσμα η ανάκαμψη φαίνεται να υποστηρίζεται και από τη σταδιακή εξασθένιση των επιπτώσεων της περιοριστικής νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ. Συνολικά, η μέση ετήσια αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ αναμένεται να διαμορφωθεί σε 0,9% το 2024 και να ενισχυθεί σε 1,4% το 2025 και 1,6% το 2026.

Η σταδιακή ανάκαμψη του πραγματικού ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ κατά τη διάρκεια του 2024 εκτιμάται ότι θα προέλθει κυρίως από την επιτάχυνση της ιδιωτικής κατανάλωσης, υποστηριζόμενη από την ισχυρή αύξηση του πραγματικού εισοδήματος. Η **ιδιωτική κατανάλωση** εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 1,2% το 2024 και 1,7% το 2025, έναντι 0,6% το 2023. Η αύξηση των μισθών και των συντάξεων στο δημόσιο τομέα για την υποστήριξη της αγοραστικής δύναμης προς αντιστάθμιση του πληθωρισμού εκτιμάται ότι θα αυξήσει τη **δημόσια κατανάλωση** κατά 1,2% το 2024, έναντι μικρότερης αύξησης κατά 0,8% το 2023, ενώ το 2025 η δημόσια κατανάλωση αναμένεται να αυξηθεί κατά 1,1%.

Οι επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου επιβραδύνθηκαν το 2023, λόγω των δυσμενέστερων συνθηκών χρηματοδότησης και των υψηλών επιτοκίων δανείων. Το δ' τρίμηνο του 2023 παρατηρήθηκε έντονη μείωση των επενδύσεων στην ευρωζώνη. Το 2024 οι **συνολικές ακαθάριστες επενδύσεις** αναμένεται να παραμείνουν σχεδόν αμετάβλητες (οριακή αύξηση κατά 0,1% έναντι

1,3% το 2023), ενώ προβλέπεται ότι θα ανακάμψουν το 2025 (αύξηση κατά 1,5%). Η ανάκαμψη των επενδύσεων εκτιμάται μεσοπρόθεσμα ότι θα προέλθει από τις ευνοϊκότερες συνθήκες χρηματοδότησης λόγω της αποκλιμάκωσης των επιτοκίων. Ταυτόχρονα αναμένεται να υλοποιηθούν σημαντικές πράσινες και ψηφιακές ιδιωτικές επενδύσεις με ενίσχυση της εγχώριας και εξωτερικής ζήτησης γι' αυτές. Η συνεχιζόμενη πτωτική τάση των επενδύσεων σε κατοικίες αντανάκλα τη σημαντική αύξηση των επιτοκίων των στεγαστικών δανείων που επιβαρύνει τη δυναμική τους, με προσδοκίες για ανάκαμψή τους το 2025, καθώς θα βελτιώνονται οι όροι χρηματοδότησης και θα αυξάνονται τα πραγματικά εισοδήματα.

Οι **εξαγωγές της ευρωζώνης** παρουσιάζουν σταθερή ανάκαμψη, αλλά με σχετικά αργό ρυθμό. Η αύξηση της παγκόσμιας ζήτησης και η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας, προερχόμενη από την πτώση των τιμών της ενέργειας και την ήπια εξασθένηση του ευρώ έναντι άλλων νομισμάτων, συνέβαλαν στην αύξηση των εξαγωγών το α' τρίμηνο του 2024 (σε τριμηνιαία βάση). Ο όγκος των εισαγωγών αγαθών σταδιακά αυξάνεται, αλλά βρίσκεται σε χαμηλότερα επίπεδα από τις εξαγωγές, αντικατοπτρίζοντας τη χαμηλή οικονομική δραστηριότητα της ευρωζώνης και τη μείωση των αποθεμάτων. Σύμφωνα με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Ιούνιος 2024), οι συνολικές εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ εκτιμάται ότι θα αυξηθούν σε πραγματικούς όρους κατά 1,3% το 2024 και 2,9% το 2025, έναντι μείωσης κατά 0,9% το 2023, καθώς αναμένεται ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας και του διεθνούς εμπορίου, αλλά και τόνωση της ζήτησης των εξαγωγών από την αποκλιμάκωση των επιτοκίων. Από την άλλη πλευρά, εφόσον η εγχώρια ζήτηση αναμένεται να αυξηθεί, θα αυξηθούν και οι εισαγωγές, με προβλεπόμενο ρυθμό 0,5% και 3,2% αντίστοιχα για το 2024 και 2025. Η συνολική συμβολή των καθαρών εξαγωγών στο ΑΕΠ προβλέπεται θετική το 2024 και ουδέτερη το 2025, αλλά θα εξαρτηθεί από το μέγεθος της αύξησης της εξωτερικής ζήτησης σε σχέση με την αντίστοιχη αναμενόμενη άνοδο της εγχώριας ζήτησης.

Η αγορά εργασίας παραμένει ανθεκτική, το ποσοστό ανεργίας βρίσκεται στο χαμηλότερο επίπεδο από τη δημιουργία της ζώνης του ευρώ, ενώ η στενότητα στην αγορά εργασίας συνεχίζει σταδιακά να μειώνεται, με τις επιχειρήσεις να δημοσιεύουν λιγότερες κενές θέσεις εργασίας. Η απασχόληση αυξήθηκε κατά 0,3% το α' τρίμηνο του 2024 συνεχίζοντας την ανοδική της πορεία μετά από αντίστοιχη αύξηση το τελευταίο τρίμηνο του 2023. Η συνολική απασχόληση εκτιμάται ότι θα συνεχίσει να αυξάνεται με χαμηλούς ρυθμούς, κατά 0,8% το 2024 και 0,4% το 2025, έναντι 1,4% το 2023, ακολουθώντας την πορεία της οικονομικής δραστηριότητας. Ενώ το εργατικό δυναμικό συνέχισε να αυξάνεται, το ποσοστό ανεργίας παρέμεινε σε ιδιαίτερα χαμηλό επίπεδο, αμετάβλητο τους τέσσερις τελευταίους μήνες. Το **ποσοστό ανεργίας** παρουσιάζει σταθεροποιητική τάση και έφθασε στο 6,4% τον Απρίλιο, έναντι 6,5% τον Απρίλιο του 2023. Το ποσοστό ανεργίας στις επιμέρους χώρες-μέλη, σύμφωνα με τα πιο πρόσφατα μηνιαία στοιχεία (Απρίλιος 2024), κυμάνθηκε από 3,2% στη Γερμανία έως 10,8% στην Ελλάδα και 11,7% στην Ισπανία. Στο σύνολο του 2024, το ποσοστό ανεργίας στη ζώνη του ευρώ εκτιμάται ότι θα παραμείνει σταθερό στο ίδιο επίπεδο με το 2023 (6,5%), αντανάκλωντας σταθεροποίηση στην αγορά εργασίας μετά από μια περίοδο χαλάρωσής της, ενώ θα διατηρηθεί κοντά σε αυτό το επίπεδο και τα δύο επόμενα χρόνια.

Ο **πληθωρισμός της ευρωζώνης**, μετρούμενος με τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ), αυξήθηκε το Μάιο στο 2,6%, μετά τη σταδιακή του υποχώρηση το πρώτο τετράμηνο του έτους, ενώ το Μάιο του 2023 ήταν 6,1%. Η αύξηση του τελευταίου μήνα προήλθε κυρίως από την ενέργεια και τις υπηρεσίες και εν μέρει αντανάκλα τεχνικούς παράγοντες. Οι βασικοί παράγοντες που διαμορφώνουν την εξέλιξη του πληθωρισμού το 2024 είναι αφενός η σταδιακή εξάλειψη της ευνοϊκής επίδρασης της συνιστώσας της ενέργειας (ο αρνητικός πληθωρισμός από -6,7% το Δεκέμβριο του 2023 έγινε οριακά θετικός 0,3% το Μάιο) και ο σταθερά υψηλός πληθωρισμός των υπηρεσιών, ο οποίος υποχώρησε τον Απρίλιο σε 3,7% από 4,0% τους προηγούμενους μήνες (αλλά αυξήθηκε εκ νέου στο 4,1% το Μάιο) και αφετέρου η σταδιακή υποχώρηση του πληθωρισμού της συνιστώσας των μη ενεργ-

γειακών βιομηχανικών αγαθών σε 0,8% το Μάιο. Ταυτόχρονα υπάρχει η προοπτική για περαιτέρω μείωση του πληθωρισμού, με δεδομένο ότι η αύξηση των μισθών μετριάζεται σταδιακά και οι επιχειρήσεις απορροφούν μέρος της αύξησης του κόστους εργασίας. Παράλληλα, οι συνθήκες χρηματοδότησης παραμένουν περιοριστικές και οι προηγούμενες αυξήσεις των επιτοκίων συνεχίζουν να περιορίζουν τη συνολική ζήτηση. Σύμφωνα με τις προβλέψεις των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Ιούνιος 2024), ο πληθωρισμός με βάση τον ΕνΔΤΚ θα μειωθεί στο 2,5% το 2024 και στο 2,2% το 2025, από 5,4% το 2023, και θα συγκλίνει προς το στόχο της ΕΚΤ το 2026. Η προβλεπόμενη μείωση του πληθωρισμού θα προέλθει από τη μικρότερη πίεση του κόστους εργασίας (στην οποία θα συμβάλει και η αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας), από τις συνέπειες της περιοριστικής νομισματικής πολιτικής, καθώς και από την εξάλειψη των πιέσεων που προήλθαν λόγω της ενεργειακής κρίσης και της πανδημίας. Ο πυρήνας του πληθωρισμού στην ευρωζώνη το 2024 εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί σε επίπεδα υψηλότερα από εκείνα του συνολικού πληθωρισμού. Ο πληθωρισμός χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής εκτιμάται ότι θα μειωθεί στο 2,8% το 2024 και 2,2% το 2025, από 4,9% το 2023, εξαιτίας κυρίως της υποτονικής οικονομικής δραστηριότητας και της επιβραδυνόμενης αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος.

Στις αρχές του 2024 ο **ρυθμός πιστωτικής επέκτασης** στην ευρωζώνη παρέμεινε σε χαμηλά επίπεδα. Το Φεβρουάριο υπήρξε ήπια επιτάχυνση του ετήσιου ρυθμού αύξησης των χορηγήσεων προς τις επιχειρήσεις, ενώ οι χορηγήσεις προς τα νοικοκυριά ήταν σχεδόν σταθερές. Οι τραπεζικές χορηγήσεις προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις αυξήθηκαν κατά 0,4% το Φεβρουάριο, έναντι 0,2% το Ιανουάριο, αλλά με σημαντικές διαφορές μεταξύ των επιμέρους χωρών. Επιπλέον, ο ρυθμός αύξησης των δανείων προς τα νοικοκυριά παρέμεινε αμετάβλητος σε 0,3% το Φεβρουάριο, εν μέσω αρνητικών προοπτικών για την αγορά κατοικίας, αυστηρών πιστωτικών κανόνων και υψηλών επιτοκίων δανεισμού. Σύμφωνα με την Έρευνα Τραπεζικών Χορηγήσεων που διεξάγει το Ευρωσύστημα για το α' τρίμηνο του 2024, τα κριτήρια χορήγησης πιστώσεων προς τις επιχειρήσεις και για καταναλωτικά δάνεια αυστηροποιήθηκαν περαιτέρω, αν και όχι σε σημαντικό βαθμό, ενώ υπήρξε ήπια χαλάρωση των κριτηρίων για δάνεια προς νοικοκυριά για αγορά κατοικίας. Η αυστηροποίηση των εν λόγω κριτηρίων αντανάκλασε κυρίως τις εκτιμήσεις που σχετίζονται με τις προοπτικές της οικονομίας και δευτερευόντως με τη μειωμένη διάθεση των τραπεζών να αναλάβουν κινδύνους.

Η **δημοσιονομική πολιτική** στην ευρωζώνη το 2024 αναμένεται να παραμείνει περιοριστική και να είναι ακόμη πιο περιοριστική σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος, καθώς θα συνεχίσουν να αίρονται τα εναπομείναντα μέτρα στήριξης έναντι της ενεργειακής κρίσης. Η δημοσιονομική πολιτική είναι απαραίτητο να παραμείνει συνετή, προκειμένου αφενός να διαμορφωθεί εκ νέου δημοσιονομικός χώρος και αφετέρου για να λειτουργήσει συμπληρωματικά στην προσπάθεια της νομισματικής πολιτικής για την επιστροφή του πληθωρισμού στο στόχο της ΕΚΤ. Επίσης, η συνετή διαχείριση των δαπανών είναι σε συμφωνία με τους νέους ευρωπαϊκούς δημοσιονομικούς κανόνες, οι οποίοι επικεντρώνονται στα πολυετή σχέδια δαπανών και στη βιωσιμότητα του χρέους. Το 2025 αναμένεται οριακά περιοριστική δημοσιονομική πολιτική, καθώς θα αυξηθούν οι άμεσοι φόροι και οι εισφορές κοινωνικής ασφάλισης ενώ ταυτόχρονα θα υπάρξουν μικρές αυξήσεις στις δημόσιες επενδύσεις και στη δημόσια κατανάλωση. Το δημοσιονομικό έλλειμμα συνολικά στην ευρωζώνη εκτιμάται ότι θα μειωθεί στο 3,1% του ΑΕΠ το 2024 (από 3,6% το 2023). Αντίστοιχα, το δημόσιο χρέος αναμένεται να μειωθεί οριακά στο 88,4% του ΑΕΠ το 2024, από 88,5% το 2023, και εν γένει θα παρουσιάσει σταθεροποιητική τάση καθώς τα πρωτογενή δημοσιονομικά ελλείμματα θα αντισταθμιστούν από την ευνοϊκή διαφορά μεταξύ του επιτοκίου δανεισμού και του ρυθμού αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ. Τα επόμενα έτη και έως το 2026 το δημοσιονομικό έλλειμμα προβλέπεται ότι θα έχει περαιτέρω μείωση ενώ το δημόσιο χρέος αναμένεται να σταθεροποιηθεί κοντά στα επίπεδα που προβλέπονται για το 2024.

Η **ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία** του ευρώ (έναντι 41 εμπορικών εταιριών) αυξήθηκε οριακά κατά 0,3% το Μάιο του 2024 σε μηνιαία βάση. Σε σχέση με το Δεκέμβριο

του 2023 ανατιμήθηκε κατά 0,9% σε μέσα μηνιαία επίπεδα και κατά 2,8% σε ετήσια βάση. Το Μάιο το ευρώ είχε υποτιμηθεί κατά 0,8% και 0,7% έναντι του δολαρίου ΗΠΑ και της λίρας Αγγλίας αντίστοιχα σε σύγκριση με το Δεκέμβριο του 2023 (μέσα επίπεδα μηνός), ενώ είχε ανατιμηθεί κατά 4,1% έναντι του ελβετικού φράγκου (βλ. Διάγραμμα ΙΙ.4). Οι εξελίξεις αυτές αντανακλούν την καλύτερη επίδοση της οικονομίας των ΗΠΑ σε σύγκριση με την ευρωζώνη και τις διακυμάνσεις στις προσδοκίες σχετικά με την εξέλιξη των βασικών επιτοκίων στις δύο αυτές οικονομίες.

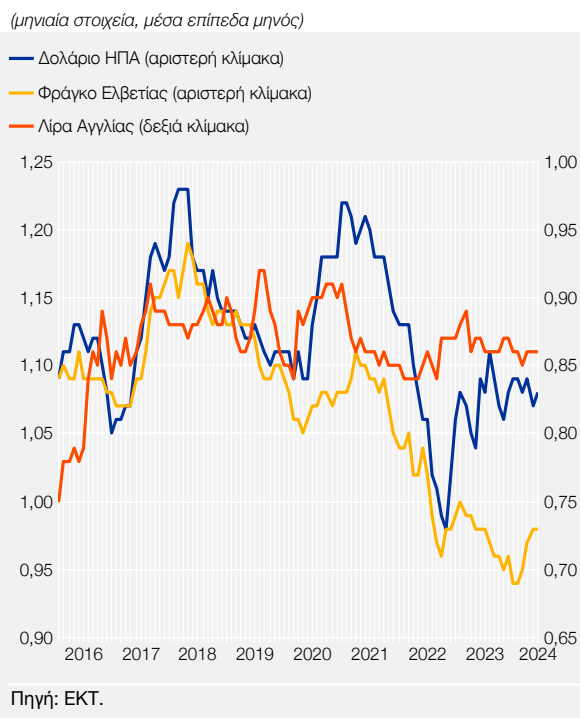
Οι προοπτικές για την οικονομική δραστηριότητα και τον πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ υπόκεινται σε **κινδύνους** και αβεβαιότητες που σχετίζονται με διάφορους παράγοντες που επηρεάζουν αυτά τα μεγέθη είτε από το εξωτερικό είτε από το εγχώριο περιβάλλον. Ο πόλεμος στην Ουκρανία και οι συγκρούσεις στη Μέση Ανατολή αποτελούν σημαντικούς γεωπολιτικούς κινδύνους, που ενδέχεται να προκαλέσουν διαταραχές στο παγκόσμιο εμπόριο και μείωση της οικονομικής δραστηριότητας των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών. Οι επιχειρήσεις ίσως φανούν πιο συγκρατημένες σχετικά με επενδυτικά σχέδια και οι καταναλωτές πιθανόν να μειώσουν το επίπεδο της κατανάλωσης. Επίσης, οι εν λόγω εντάσεις ενδέχεται να ωθήσουν τις τιμές της ενέργειας και το κόστος των ναύλων σε υψηλότερα επίπεδα βραχυπρόθεσμα και να δυσχεράνουν την προσπάθεια των νομισματικών αρχών να μειώσουν τον πληθωρισμό στο τρέχον έτος. Ταυτόχρονα, τα αποτελέσματα της συσταλτικής νομισματικής πολιτικής ίσως αποδειχθούν ισχυρότερα από τα αναμενόμενα, με αρνητικές συνέπειες για την ανάπτυξη της ευρωζώνης, ενώ ο πληθωρισμός των υπηρεσιών ενδέχεται να παραμείνει επίμονος και να αναβάλλει τη μείωση των επιτοκίων. Ο πληθωρισμός θα μπορούσε επίσης να αποδειχθεί πιο ανθεκτικός εάν οι μισθοί αυξηθούν περισσότερο από το αναμενόμενο ή τα περιθώρια κέρδους των επιχειρήσεων παραμείνουν σε υψηλά επίπεδα. Τέλος, η ανάγκη να μειωθούν τα δημοσιονομικά ελλείματα και να τεθεί σε πτωτική πορεία ο λόγος χρέους/ΑΕΠ ίσως αναγκάσει κάποια κράτη-μέλη να ακολουθήσουν πιο περιοριστική δημοσιονομική πολιτική από αυτήν που προβλέπεται σήμερα για την πορεία της οικονομίας το 2025.

### 2.3 ΕΕ και ζώνη του ευρώ: παρεμβάσεις πολιτικής<sup>4</sup>

#### *Το μέλλον της Ένωσης Κεφαλαιαγορών*

Οι ανοικτές, εύρυθμες και ενοποιημένες ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές είναι σημαντικές για τη βέλτιστη της Ενιαίας Αγοράς, τη βελτίωση των πηγών χρηματοδότησης για τις νεοφυείς, αναπτυσσόμενες και μικρομεσαίες επιχειρήσεις και την παροχή ελκυστικών ευκαιριών αποταμίευσης προς τα νοικοκυριά. Αναγνωρίζοντας τη συμβολή των παραπάνω στην αύξηση των επενδύσεων, της ανταγωνιστικότητας και της καινοτομίας της ΕΕ, το Eurogroup το Μάρτιο του 2024 προσδιόρισε τους τομείς προτεραιότητας όπου απαιτούνται μέτρα για τη βελτίωση της λειτουργίας των ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών.

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



4 Βλ. επίσης Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2023, Πλαίσιο ΙΙ.2 (Απρίλιος 2024).

Τον Απρίλιο του 2024 το έκτακτο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο τόνισε την ανάγκη για ταχεία πρόοδο προς την ολοκλήρωση της Ένωσης Κεφαλαιαγορών και εισηγήθηκε, μεταξύ άλλων: (α) την εναρμόνιση των σχετικών πτυχών των εθνικών πλαισίων περί αφερεγγυότητας των επιχειρήσεων, (β) την ανάπτυξη της ευρωπαϊκής αγοράς τιτλοποιήσεων, (γ) την περαιτέρω σύγκλιση της εποπτείας των κεφαλαιαγορών στην ΕΕ, (δ) τη βελτίωση των συνθηκών για επενδύσεις σε μετοχικό κεφάλαιο, (ε) την απλούστευση του ρυθμιστικού πλαισίου για τη μείωση της γραφειοκρατίας, (στ) την καθιέρωση ενός απλού και αποτελεσματικού διασυνοριακού επενδυτικού και αποταμιευτικού προϊόντος για ιδιώτες επενδυτές και τη μελέτη για την ανάπτυξη συνταξιοδοτικών και μακροπρόθεσμων αποταμιευτικών προϊόντων και (ζ) την ενίσχυση του χρηματοοικονομικού αλφαριθμητισμού των πολιτών. Εν συνεχεία, το Μάιο του 2024 το Eurogroup κατέληξε στα βασικά σημεία ενός προγράμματος εργασίας που περιλαμβάνει μέτρα σε εθνικό επίπεδο και κατευθυντήριες γραμμές για μέτρα σε επίπεδο ΕΕ.

### *Προς μια νέα ευρωπαϊκή συμφωνία για την ανταγωνιστικότητα*

Αντιμέτωπη με τη νέα γεωπολιτική πραγματικότητα και με ολοένα πιο σύνθετες προκλήσεις, η ΕΕ καλείται να διασφαλίσει τη μακροπρόθεσμη ανταγωνιστικότητα, την παραγωγικότητα και τη βιώσιμη και κοινωνικά δίκαιη ανάπτυξή της. Οι ηγέτες και ηγέτιδες της ΕΕ στο Έκτακτο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο τον Απρίλιο του 2024 τόνισαν ότι απαιτείται μια νέα συμφωνία για την ανταγωνιστικότητα, η οποία θα εδράζεται σε μια πλήρως ολοκληρωμένη Ενιαία Αγορά (με βάση και τις συστάσεις στην έκθεση του Enrico Letta<sup>5</sup>). Εν προκειμένω η καλύτερη πρόσβαση σε κεφάλαια, η προώθηση των επενδύσεων και η ενίσχυση της στρατηγικής αυτονομίας της ΕΕ έχουν καίρια σημασία. Συγκεκριμένα, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο ζήτησε να επιτευχθεί γρήγορα πρόοδος σε ένα σύνολο κινητήριων μοχλών της ανταγωνιστικότητας, όπως η βιομηχανική πολιτική, η έρευνα και η τεχνολογία, η ενέργεια, η κυκλική οικονομία, ο ψηφιακός μετασχηματισμός, η επανειδίκευση και η αναβάθμιση των δεξιοτήτων του εργατικού δυναμικού, το συνεκτικό, απλό και προβλέψιμο ρυθμιστικό πλαίσιο για τις επιχειρήσεις, και το ελεύθερο και ισότιμο διεθνές εμπόριο.<sup>6</sup>

## 3 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΩΝ ΤΗΣ ΝΟΤΙΟΑΝΑΤΟΛΙΚΗΣ ΕΥΡΩΠΗΣ

Ο μέσος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ των οικονομιών της Νοτιοανατολικής (ΝΑ) Ευρώπης<sup>7</sup> υποχώρησε σημαντικά το 2023 (2,9%) και αναμένεται ότι θα παραμείνει σχεδόν αμετάβλητος το 2024, στο 3%. Ωστόσο, στις επιμέρους χώρες οι εξελίξεις θα είναι ανομοιογενείς το 2024, με τις οικονομίες της Βοσνίας-Ερζεγοβίνης, της Δημοκρατίας της Βόρειας Μακεδονίας, της Ρουμανίας και της Σερβίας να εκτιμάται ότι θα παρουσιάσουν ικανοποιητική επιτάχυνση, σε αντίθεση με το Μαυροβούνιο και την Τουρκία, στις οποίες αναμένεται σημαντική επιβράδυνση. Ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ στην Αλβανία και τη Βουλγαρία εκτιμάται ότι θα κινηθεί στα περυσινά επίπεδα. Για το 2025 ο μέσος ρυθμός ανάπτυξης στις οικονομίες της περιοχής αναμένεται ότι θα επιταχυνθεί σε 3,3% (βλ. Πίνακα II.2).

Στη **Βουλγαρία** ο ρυθμός οικονομικής μεγέθυνσης το 2023 υποδιπλασιάστηκε έναντι του 2022 (σε 1,8% από 3,9%), καθώς η εγχώρια ζήτηση υποχώρησε. Η αδύναμη επίδοση της οικονομίας συνεχίστηκε και κατά τους πρώτους μήνες του 2024. Ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα αυξηθεί οριακά το 2024 έναντι του προηγούμενου έτους (σε 1,9%), με την οικονομική δραστηριότητα να συγκρατείται κυρίως λόγω: (α) του ασταθούς εσωτερικού πολιτικού περιβάλλοντος, (β) της επιβράδυνσης της μεταποίησης εξαιτίας της συνεχιζόμενης πτώσης των εξαγωγών

5 Letta, E. (2024), *Much more than a market: speed, security, solidarity*, April. Τον Ιούνιο του 2023 το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο ζήτησε ανεξάρτητη έκθεση για το μέλλον της Ενιαίας Αγοράς. Η ισπανική και η βελγική Προεδρία της ΕΕ ανέθεσαν τη σύνταξη της έκθεσης στον πρώην ιταλό πρωθυπουργό και πρόεδρο του Ινστιτούτου Delors, Enrico Letta.

6 Βλ. αναλυτικότερα τα [Συμπεράσματα του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου, 17 και 18 Απριλίου 2024](#).

7 Εξετάζονται οι οικονομίες της Αλβανίας, της Βοσνίας-Ερζεγοβίνης, της Βουλγαρίας, της Δημοκρατίας της Βόρειας Μακεδονίας, του Μαυροβουνίου, της Ρουμανίας, της Σερβίας και της Τουρκίας.



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

Χώρα	ΑΕΠ (ετήσιες % μεταβολές όγκου)			Πληθωρισμός (μέσος, ετήσιες % μεταβολές) <sup>3</sup>			Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)			Δημοσιονομικό αποτέλεσμα (% του ΑΕΠ)			Πιστωτική επέκταση (ετήσιες % μεταβολές) <sup>3</sup>			Δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας (%)		Μη εξυπηρετούμενα δάνεια (%)	
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2022	2023	2024 <sup>2</sup>	2022	2023	2022	2023
Αλβανία	3,4	3,3	3,5	4,8	3,0	3,0	-0,9	-1,1	-1,1	-3,7	-1,4	-2,4	11,2	1,0	2,3	16,9	19,6	5,0	4,7
Βοσνία-Ερζεγοβίνη	1,6	2,3	2,8	6,1	2,8	2,2	-2,8	-2,8	-2,5	-1,0	-1,5	-1,5	4,2	5,0	10,1	19,6	19,5	4,5	3,8
Βουλγαρία <sup>1</sup>	1,8	1,9	2,9	8,6	3,1	2,6	-0,4	0,3	-0,3	-1,9	-2,8	-2,9	12,0	14,6	17,9	21,4	21,4	4,6	3,6
Μαυροβούνιο	6,0	3,4	3,0	8,9	4,8	4,3	-10,9	-10,3	-9,7	0,4	-3,7	-3,2	6,1	10,0	-6,4	20,1	20,1	5,7	5,0
Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας	1,0	2,9	3,0	9,4	3,0	1,9	0,7	-1,0	-1,1	-4,9	-3,7	-3,0	9,6	5,9	13,8	18,2	18,2	2,8	2,7
Ρουμανία <sup>1</sup>	2,1	3,3	3,1	9,7	5,9	4,0	-6,7	-7,0	-6,6	-6,6	-6,9	-7,0	12,8	8,3	11,5	22,8	22,8	2,7	2,3
Σερβία	2,5	3,5	4,3	12,0	4,4	3,4	-2,6	-3,6	-3,6	-2,2	-2,2	-1,5	10,9	-5,7	-3,0	22,3	22,3	3,0	3,0
Τουρκία	4,5	3,5	3,8	53,9	57,4	31,5	-4,1	-2,7	-2,1	-5,2	-4,3	-3,6	56,0	56,1	58,0	18,5	18,5	2,1	1,6
<b>Μέσος όρος</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	<b>3,3</b>	<b>8,5</b>	<b>3,9</b>	<b>3,1</b>	<b>-3,5</b>	<b>-3,5</b>	<b>-3,4</b>	<b>-3,1</b>	<b>-3,3</b>	<b>-3,1</b>	<b>9,5</b>	<b>5,6</b>	<b>6,6</b>	<b>20,0</b>	<b>20,3</b>	<b>3,8</b>	<b>3,3</b>

Πηγές: European Commission, *European Economic Forecast, Spring 2024*, May 2024, WIIW, *The Crisis is Over, but its Scarring Effects are Hindering Recovery, Spring 2024* και εθνικές κεντρικές τράπεζες.

Σημείωση: Για το 2024 εκτιμήσεις και το 2025 προβλέψεις.

1 Στη Βουλγαρία και στη Ρουμανία η πιστωτική επέκταση αφορά τον ιδιωτικό τομέα, ενώ στις υπόλοιπες χώρες αφορά το σύνολο.

2 Τελευταίος διαθέσιμος μήνας.

3 Οι μέσοι όροι του πληθωρισμού και της πιστωτικής επέκτασης δεν συμπεριλαμβάνουν την Τουρκία (λόγω ακραίας απόκλισης).

προς τις βασικές αγορές της ΕΕ και (γ) των εισοδηματικών επιπτώσεων του υψηλού επιπέδου τιμών. Η εγχώρια ζήτηση εκτιμάται ότι θα ανακάμψει το 2024 (2,9% από -1,2% το 2023). Η πορεία των δημόσιων επενδύσεων θα εξαρτηθεί από την υλοποίηση των έργων που χρηματοδοτούνται από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας. Οι εξωτερικοί παράγοντες (υψηλές διεθνείς τιμές ενέργειας και τροφίμων) που οδήγησαν τον πληθωρισμό στο 8,6% το 2023 έχουν σταδιακά υποχωρήσει, με συνέπεια τη σταδιακή αποκλιμάκωσή του το 2024, στο 3,1% σε ετήσια βάση το Μάρτιο. Στον τομέα των υπηρεσιών οι πληθωριστικές πιέσεις παραμένουν σχετικά ισχυρές λόγω της αύξησης των μισθών σε συνδυασμό με την άρση του μέτρου του μειωμένου ΦΠΑ στα είδη διατροφής. Το δημοσιονομικό έλλειμμα περιορίστηκε σε 1,9% του ΑΕΠ το 2023 από 2,9% το 2022. Αυτή η εξέλιξη οφείλεται κυρίως στη μείωση των επιδοτήσεων στην ενέργεια, στη διανομή αυξημένων μερισμάτων στις επιχειρήσεις που ελέγχονται από το δημόσιο, αλλά και στην πιο περιοριστική δημοσιονομική πολιτική. Το 2024 αναμένεται αύξηση του ελλείμματος στα επίπεδα του 2022, κυρίως λόγω των αυξήσεων σε μισθούς και συντάξεις, ως αποτέλεσμα της ωρίμανσης των αλλαγών που θεσμοθετήθηκαν το 2022.

Η οικονομική ανάπτυξη της **Ρουμανίας** επιβραδύνθηκε σημαντικά το 2023 σε σύγκριση με το 2022 (2,1% από 4,1%), λόγω του υψηλού πληθωρισμού (9,7%) που επηρέασε το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα, των αυστηρότερων νομισματικών και χρηματοπιστωτικών συνθηκών και της αποδυνάμωσης της εξωτερικής ζήτησης. Ωστόσο, εκτιμάται αντιστροφή της εικόνας για το 2024. Η οικονομία αναμένεται να επιταχυνθεί, υποστηριζόμενη από τα ευρωπαϊκά κονδύλια, τις επενδύσεις σε δημόσιες υποδομές και το υψηλότερο διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών λόγω της συνεχούς υποχώρησης του πληθωρισμού (6,6% το Μάρτιο 2024), σε συνδυασμό με τις αυξήσεις μισθών και συντάξεων. Η τάση αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού εκτιμάται ότι θα συνεχιστεί για το υπόλοιπο του έτους. Ο γενικός πληθωρισμός αναμένεται να υποχωρήσει κατά 4 ποσ. μον. το 2024, στο 5,9%. Η κεντρική τράπεζα της Ρουμανίας αναμένεται ιδιαίτερα προσεκτική ως προς την υιοθέτηση μέτρων χαλάρωσης της νομισματικής πολιτικής, δεδομένης της χαλαρής δημοσιονομικής πολιτικής αλλά και της εκτίμησης για επιμονή του πυρήνα του πληθωρισμού σε υψηλά επίπεδα (8,3% το 2024, έναντι 9,7% το 2023, σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή). Η κεντρική τράπεζα, θέτοντας ως ανώτερο όριο για τον πληθωρισμό το 3,5%, τηρεί

προς το παρόν στάση αναμονής διατηρώντας το επιτόκιο παρέμβασης στο 7% (Απρίλιος 2024), ενώ βασικό αντιπληθωριστικό μέτρο που χρησιμοποίησε ήταν η σχεδόν σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία του εγχώριου νομίσματος έναντι του ευρώ. Οι κίνδυνοι και οι αβεβαιότητες που ενδέχεται να αντιμετωπίσει η οικονομία της Ρουμανίας είναι ο βραδύτερος ρυθμός υποχώρησης του πληθωρισμού, η ασθενέστερη ανάκαμψη του ιδιωτικού τομέα, οι καθυστερήσεις στην απορρόφηση των κονδυλίων της ΕΕ και το υψηλό δημοσιονομικό έλλειμμα, σταθερά μεγαλύτερο του 6% του ΑΕΠ τα τελευταία δύο χρόνια.<sup>8</sup>

Ο ρυθμός ανάπτυξης της **τουρκικής οικονομίας** για το δ' τρίμηνο του 2023 επιβραδύνθηκε σε 4% σε ετήσια βάση, από 5,9% το γ' τρίμηνο. Στο σύνολο του έτους, η οικονομική ανάπτυξη της Τουρκίας υποχώρησε κατά μία ποσ. μον. σε σύγκριση με το 2022 στο 4,5%. Η ιδιωτική κατανάλωση, αν και επιβραδύνθηκε, παρέμεινε ισχυρή (12,8% το 2023 από 18,9% το 2022), καθώς οι αποδοχές ανά εργαζόμενο αυξήθηκαν με ρυθμό διπλάσιο από τον πληθωρισμό (110% σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή). Οι επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου σημείωσαν μεγάλη άνοδο κατά 8,9% το 2023, αντισταθμίζοντας εν μέρει την κατάρρευση των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών (μείωση κατά 2,7%, έναντι αύξησης κατά 9,9% το 2022). Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της Τουρκίας παρουσίασε βελτίωση που οφείλεται στις ισχυρές επιδόσεις του τουρισμού, στη μείωση των τιμών της ενέργειας και των εισαγωγών χρυσού, καθώς και στη βελτιωμένη εισροή επενδύσεων χαρτοφυλακίου. Για το 2024 εκτιμάται περαιτέρω βελτίωσή του. Παρά την περιοριστική νομισματική πολιτική που έχει υιοθετήσει η Τουρκία από το καλοκαίρι του 2023, οι προοπτικές για τον πληθωρισμό παραμένουν δυσοίωτες και για το 2024. Η κεντρική τράπεζα αύξησε το επιτόκιο πολιτικής κατά ακόμη 500 μονάδες βάσης σε 50% το Μάρτιο του 2024, ενώ ο πληθωρισμός τον ίδιο μήνα ανήλθε σε 68,5%. Ήδη έχει δεσμευθεί για πρόσθετα μακροπροληπτικά μέτρα, εστιάζοντας στον έλεγχο της πιστωτικής επέκτασης (ιδιαίτερα των πιστωτικών καρτών), καθώς ο ρυθμός πιστωτικής επέκτασης παραμένει σταθερά σε πολύ υψηλά επίπεδα (άνω του 55%). Πλέον φαίνεται ξεκάθαρα ότι η διαδικασία αποκλιμάκωσης των τιμών θα χρειαστεί περισσότερο χρόνο και περαιτέρω μέτρα. Συνολικά για το 2024 αναμένεται μεγαλύτερη επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ της Τουρκίας (βλ. Πίνακα II.2).

Οι οικονομίες των **Δυτικών Βαλκανίων**<sup>9</sup> εκτιμάται ότι θα ανακάμψουν το 2024, μετά από δύο έτη σχετικά χαμηλών ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης, υποστηριζόμενες σημαντικά και από το νέο Σχέδιο Ανάπτυξης της ΕΕ<sup>10</sup> που εγκρίθηκε στο τέλος του 2023. Το νέο αναπτυξιακό σχέδιο της ΕΕ για τα Δυτικά Βαλκάνια χρηματοδοτεί ένα μίγμα πόρων για επενδύσεις, π.χ. υποδομές ζωτικής σημασίας, καθώς και για τις αναγκαίες διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις. Ειδικότερα για τη **Σερβία**, τη μεγαλύτερη οικονομία της περιοχής, αναμένεται ότι η ανάπτυξη θα συνεχίζει να στηρίζεται στην ιδιωτική κατανάλωση και το βιομηχανικό της τομέα. Μετά από δύο χρόνια μέτριων επιδόσεων, η βιομηχανική παραγωγή τον Ιανουάριο και το Φεβρουάριο αυξήθηκε κατά 7,9% σε ετήσια βάση. Ξεχωρίζουν οι κλάδοι μετάλλων και αυτοκινήτων, καταδεικνύοντας την ανάκαμψη της εξωτερικής ζήτησης. Η **Αλβανία** στηριζόμενη κυρίως στην εγχώρια ζήτηση και την έντονη δυναμική που καταγράφει ο τουριστικός της τομέας αναμένεται να διατηρήσει το 2024 και το 2025 ικανοποιητικό ρυθμό οικονομικής μεγέθυνσης, της τάξεως του 3,5%. Η κινητήρια δύναμη για την οικονομία φαίνεται να είναι οι εξαγωγές υπηρεσιών και ειδικά ο τουρισμός, του οποίου ο ρόλος θα παραμείνει ζωτικής σημασίας και το 2024. Ο ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας της **Βοσνίας-Ερζεγοβίνης** αναμένεται να ανακάμψει στο 2,3% το 2024 και στο 2,8% το 2025, μετά τη σημαντική του επιβρά-

8 Η χώρα υιοθέτησε δέσμη μέτρων δημοσιονομικής προσαρμογής από 1ης Οκτωβρίου 2023. Τα έσοδα ενισχύθηκαν από έναν επιπλέον φόρο στον κύκλο εργασιών μεγάλων επιχειρήσεων και τραπεζών, ενώ καταργήθηκαν ορισμένες φορολογικές ελαφρύνσεις και επιπλέον παροχές για ορισμένες ομάδες του πληθυσμού, με αποτέλεσμα να περιοριστούν οι τρέχουσες δαπάνες. Παρά ταύτα, για το 2024 εκτιμάται αύξηση του ελλείμματος σε 6,9%. Ήδη το Μάρτιο του 2024, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή απηύθυνε ξανά ειδοποίηση στη Ρουμανία, καλώντας την να περιορίσει το δημοσιονομικό της έλλειμμα μέχρι το τέλος του έτους, διαφορετικά ένα μέρος των κεφαλαίων από τα ευρωπαϊκά προγράμματα κινδυνεύει με αναστολή.

9 Εξετάζονται οι οικονομίες της Αλβανίας, της Βοσνίας-Ερζεγοβίνης, της Δημοκρατίας της Βόρειας Μακεδονίας, του Μαυροβουνίου και της Σερβίας.

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

δυνση σε 1,6% το 2023 από 3,9% το 2022. Κύρια συνιστώσα αποτελεί η ιδιωτική κατανάλωση, η οποία υποστηρίζεται από την αύξηση των μισθών σε συνδυασμό με τη μείωση της ανεργίας και την υποχώρηση του πληθωρισμού. Όσον αφορά την οικονομία της **Δημοκρατίας της Βορείου Μακεδονίας**, μετά το αναιμικό 1% του 2023, κυρίως λόγω της υποχώρησης των καθαρών εξαγωγών, αναμένεται βελτίωση του ρυθμού ανάπτυξης το 2024 και το 2025 στο επίπεδο του 3%, λόγω των σημαντικών επενδύσεων σε υποδομές και μεγάλα οδικά έργα. Στην περίπτωση του **Μαυροβουνίου**, μετά από μία διετία (2022-2023) ιδιαίτερα υψηλών ρυθμών ανάπτυξης, περίπου 6%, που στηρίχθηκαν στην ισχυρή ιδιωτική κατανάλωση και την έντονη δυναμική του τουριστικού τομέα, αναμένεται σχετική προσαρμογή στα επίπεδα του 3%-3,5% τη διετία 2024-2025.

Το 2023 ο **μέσος πληθωρισμός στα Δυτικά Βαλκάνια** παρέμεινε σχετικά υψηλός (8,2%), αν και έχει αποκλιμακωθεί σε σχέση με το 2022 (11,6%).<sup>11</sup> Το 2024, ακολουθώντας τη διεθνή τάση, αναμένεται σημαντική βελτίωσή του στο επίπεδο του 4%. Οι κεντρικές τράπεζες των χωρών της περιοχής (μέχρι και τον Απρίλιο του 2024) διατήρησαν τα επιτόκια παρέμβασης στα υψηλά επίπεδα του 2023, τηρώντας στάση αναμονής. Η αντιστροφή της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής θα εξαρτηθεί από την ταχύτητα και τα χαρακτηριστικά της αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού και είναι πιθανή σε κάποιες περιπτώσεις ήδη στο δεύτερο εξάμηνο του έτους.

Ορισμένοι από τους σημαντικότερους **κίνδυνους και αβεβαιότητες** που ενδέχεται να αντιμετωπίσουν οι οικονομίες στα **Δυτικά Βαλκάνια** το 2024 είναι: (α) οι χαμηλοί ρυθμοί ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας και ειδικά των χωρών της ΕΕ, καθώς αυτό σημαίνει ασθενέστερες επενδύσεις και εμπορικές συναλλαγές με τα Δυτικά Βαλκάνια, (β) η επιδείνωση των γεωπολιτικών εντάσεων στη Μέση Ανατολή, που θα μπορούσαν να προκαλέσουν σημαντική άνοδο των διεθνών τιμών της ενέργειας, καθώς και διαταράξεις της εφοδιαστικής αλυσίδας, (γ) η εκροή μεταναστών και οι δημογραφικές επιπτώσεις και (δ) η πολιτική αβεβαιότητα λόγω βουλευτικών εκλογών σε αρκετές χώρες μέσα στο έτος.

Τέλος, ο δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας του τραπεζικού τομέα των υπό εξέταση χωρών το 2023 παρέμεινε υψηλός, κατά μέσο όρο άνω του 20%, ενώ ο δείκτης των μη εξυπηρετούμενων δανείων διατηρείται σταθερά χαμηλός και βελτιωμένος στο 3,3%.

11 Ο υψηλότερος πληθωρισμός στην Ευρώπη (πλην της Τουρκίας) καταγράφεται στη Σερβία. Παρά τη σημαντική πτώση του στις αρχές του 2024 (5,6% το Φεβρουάριο), παραμένει υψηλός λόγω της ισχυρής εγχώριας ζήτησης, σε συνδυασμό με άνοδο των τιμών του ηλεκτρισμού, των καυσίμων θέρμανσης και κίνησης και του καπνού, που οδήγησε τις επιχειρήσεις να αυξήσουν περαιτέρω τις τιμές τους για να διατηρήσουν τα περιθώρια κέρδους τους. Από τον Οκτώβριο του 2023 η κυβέρνηση της Σερβίας θέσπισε μέτρα (π.χ. ελέγχους τιμών), τα οποία λόγω καθυστέρησης στην εφαρμογή δεν συνέβαλαν αποτελεσματικά στον περιορισμό της πληθωριστικής τάσης.

## Πλαίσιο ΙΙ.1

### Η ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΤΗΣ ΕΓΓΕΝΟΥΣ ΚΑΙ ΚΛΗΡΟΝΟΜΟΥΜΕΝΗΣ ΕΠΙΜΟΝΗΣ ΤΟΥ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΥ ΤΩΝ ΗΠΑ

Η επιμονή των πληθωριστικών πιέσεων αποτελεί μείζονος σημασίας ζήτημα από τη σκοπιά της νομισματικής πολιτικής και πρέπει να παρακολουθείται στενά από τις κεντρικές τράπεζες. Ένα υψηλό επίπεδο πληθωριστικής επιμονής μεταφράζεται σε επιμήκυνση του χρόνου που απαιτείται για την επιστροφή του πληθωρισμού στον ποσοτικό στόχο που έχει θέσει η κεντρική τράπεζα, γεγονός το οποίο μπορεί να οδηγήσει σε επιπρόσθετη αυστηροποίηση ή αναπροσαρμογή της νομισματικής πολιτικής. Αντιστρόφως, όταν το επίπεδο της πληθωριστικής επιμονής είναι χαμηλό, οι πληθωριστικές διαταράξεις (inflationary shocks), οι οποίες οδηγούν τον πληθωρισμό εκτός του στόχου της κεντρικής τράπεζας, εξασθενούν γρήγορα.<sup>1</sup> Συνεπώς, ένα οικονομετρικό υπόδειγμα, το

1 Βλ. Pill, H. (2023), "Inflation Persistence and Monetary Policy – speech by Huw Pill", ICMB Lecture, Graduate Institute, Geneva.

οποίο θα μας παράσχει με ακρίβεια εκτιμήσεις τόσο για τη διαχρονική εξέλιξη του επιπέδου της πληθωριστικής επιμονής όσο και για τους προσδιοριστικούς της παράγοντες, αποτελεί σημαντικό εργαλείο για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής.

### Εγγενής και κληρονομούμενη πληθωριστική επιμονή

Γενικά, η επιμονή του πληθωρισμού (inflation persistence) ορίζεται ως η τάση του ρυθμού μεταβολής του επιπέδου των τιμών να παραμένει σταθερός, *ceteris paribus*, και μπορεί να διαχωριστεί σε εγγενή (intrinsic) και κληρονομούμενη (inherited) πληθωριστική επιμονή. Η ειδοποιός διαφορά μεταξύ των δύο μορφών επιμονής του πληθωρισμού είναι ότι η δεύτερη πηγάζει από την επιμονή (persistence) των προσδιοριστικών παραγόντων του πληθωρισμού, όπως για παράδειγμα το παραγωγικό κενό (δηλαδή η διαφορά μεταξύ του πραγματικού και του δυνητικού ΑΕΠ), οι οποίοι και δύνανται να “κληροδοτούν” μέρος της δικής τους επιμονής στον πληθωρισμό. Αντίθετα, η εγγενής επιμονή ενυπάρχει στον πληθωρισμό, ανεξάρτητα από τους προσδιοριστικούς του παράγοντες, και μπορεί να σχετίζεται με τη διαδικασία προσδιορισμού των τιμών (price-setting process).<sup>2</sup> Σκοπός του παρόντος πλαισίου είναι να διερευνηθεί οικονομετρικά η διαχρονική εξέλιξη τόσο της εγγενούς όσο και της κληρονομούμενης επιμονής του πληθωρισμού, αλλά και των προσδιοριστικών τους παραγόντων.<sup>3</sup>

Το θεωρητικό υπόβαθρο της εμπειρικής μας ανάλυσης είναι το υβριδικό νεοκεϋνσιανό υπόδειγμα της καμπύλης Phillips (Hybrid New-Keynesian Phillips Curve, HNKPC). Σύμφωνα με αυτό, ο πληθωρισμός εξαρτάται αθροιστικά από τις προσδοκίες για τη μελλοντική πορεία του πληθωρισμού, την επίδραση της ιστορικότητας του πληθωρισμού, όπως αυτή εκφράζεται μέσα από μια χρονική υστέρηση του πληθωρισμού, την επίδραση του παραγωγικού κενού στον πληθωρισμό, καθώς επίσης και από τις μη αναμενόμενες πληθωριστικές διαταραχές.<sup>4</sup> Το βασικό ποσοτικό μέτρο για την εκτίμηση της εγγενούς πληθωριστικής επιμονής είναι ο υπολογισμός της πρώτης αυτοσυσχέτισης (autocorrelation) όπως αυτή προκύπτει από το υπόδειγμα που περιγράφεται παραπάνω.<sup>5</sup> Η δομική αυτοσυσχέτιση (structural-form autocorrelation) εκφράζεται πάντα ως συνάρτηση των παραμέτρων ενός διαρθρωτικού υποδείγματος και έτσι μας παρέχει τη δυνατότητα να ταυτοποιήσουμε τους προσδιοριστικούς παράγοντες της πληθωριστικής επιμονής.<sup>6</sup> Σύμφωνα με αυτό το υπόδειγμα, ο κύριος προσδιοριστικός παράγοντας της εγγενούς επιμονής του πληθωρισμού είναι ο αυτοπαλίνδρομος συντελεστής, ο οποίος μετρά το μέγεθος της επίδρασης των παρελθουσών τιμών του πληθωρισμού σε σχέση με την επίδραση των πληθωριστικών προσδοκιών στον τρέχοντα πληθωρισμό. Πιο συγκεκριμένα, υψηλές τιμές του αυτοπαλίνδρομου συντελεστή μεταφράζονται σε υψηλές τιμές αυτοσυσχέτισης, δηλαδή εγγενούς πληθωριστικής επιμονής, καθώς αυξάνουν την επίδραση του πληθωρισμού της προηγούμενης περιόδου στον τρέχοντα πληθωρισμό, ενώ ταυτόχρονα φανερώνουν ότι οι τρέχουσες πληθωριστικές προσδοκίες διαδραματίζουν μικρότερο ρόλο στην ερμηνεία των διακυμάνσεων του πληθωρισμού.

Για να αντιληφθούμε την οικονομική σημασία της εγγενούς επιμονής του πληθωρισμού, ας σκεφτούμε το εξής απλό παράδειγμα: Έστω ότι την περίοδο  $t-1$  ο αναμενόμενος πληθωρισμός με βάση τη διαθέσιμη πληροφόρηση

2 Βλ. Fuhner, J.C. (2006), “Intrinsic and Inherited Inflation Persistence”, *International Journal of Central Banking*, Sixth issue September 2006.

3 Το οικονομετρικό υπόδειγμα και η εμπειρική ανάλυση του παρόντος πλαισίου στηρίζεται στην αδημοσίευτη ερευνητική εργασία των Louzis, D.P. and D. Malliaropoulos (2024), “The Dynamics of Intrinsic and Inherited Inflation Persistence”.

4 Για λόγους καλύτερης κατανόησης παραθέτουμε τη συναρτησιακή μορφή ενός τυπικού υποδείγματος HNKPC, η οποία είναι:

$$\pi_t = c + \rho\pi_{t-1} + (\beta - \rho)\pi_t^e + \lambda\tilde{y}_t + \zeta_t$$

Όπου  $\pi_t$  και  $\pi_{t-1}$  είναι ο πληθωρισμός κατά τη χρονική περίοδο  $t$  και  $t-1$ , αντίστοιχα,  $\pi_t^e$  είναι οι πληθωριστικές προσδοκίες,  $\tilde{y}_t$  είναι το παραγωγικό κενό,  $\zeta_t$  είναι οι μη αναμενόμενες πληθωριστικές διαταραχές και  $\beta$  είναι ένας συντελεστής προεξόφλησης κοντά στη μονάδα. Σχετικά με τις παραμέτρους του υποδείγματος, το  $\rho$  είναι ο αυτοπαλίνδρομος συντελεστής και το  $\lambda$  είναι ο συντελεστής ευαισθησίας του παραγωγικού κενού ή η κλίση της καμπύλης Phillips. Βλ. επίσης υποσημείωση 2, καθώς και Basistha, A. and C.R. Nelson (2007), “New measures of output gap based on the forward-looking new Keynesian Phillips curve”, *Journal of Monetary Economics*, 54 (2), 498-511.

5 Βλ. υποσημείωση 2, καθώς επίσης και Fuhner, J.C. (2010), “Inflation Persistence”, *Handbook of Monetary Economics*, Vol. 3, 423-486.

6 Συγκεκριμένα, η πρώτη αυτοσυσχέτιση εκφράζεται ως συνάρτηση των παραμέτρων  $\rho$ ,  $\lambda$  και της διακύμανσης του  $\zeta_t$  (βλ. υποσημείωση 4). Επίσης, κρίνεται σκόπιμο να τονίσουμε ότι η αυτοσυσχέτιση του πληθωρισμού, η οποία προκύπτει από ένα διαρθρωτικό υπόδειγμα όπως αυτό που περιγράφουμε στο κυρίως κείμενο, διαφέρει σημαντικά από την αυτοσυσχέτιση ανηγμένης μορφής (reduced-form autocorrelation), η οποία μπορεί να εκτιμηθεί χρησιμοποιώντας μόνο τη χρονοσειρά του πληθωρισμού.

έως την περίοδο  $t-2$  ήταν 2%, ενώ εξαιτίας μίας πληθωριστικής (ενεργειακής) διαταραχής ο πληθωρισμός της περιόδου  $t-1$  αποδείχθηκε τελικά υψηλότερος, στο 4%. Επιπλέον, αν υποθέσουμε ότι η πληθωριστική διαταραχή ήταν προσωρινή και ως εκ τούτου οι προσδοκίες για τον πληθωρισμό της περιόδου  $t$  παραμένουν σταθερές στο 2%. Αν ο αυτοπαλίνδρομος συντελεστής είναι 0,3, τότε 0,6% ( $=0,3 \times 2\%$ ) της πληθωριστικής διαταραχής μεταφέρεται στην επόμενη περίοδο. Στην περίπτωση αυτή, ο πληθωρισμός της περιόδου  $t$  θα είναι 2,6% ( $=2+0,6$ ). Αν ο αυτοπαλίνδρομος συντελεστής συσχέτισης αυξηθεί στο 0,6, τότε 1,2% ( $=0,6 \times 2\%$ ) της πληθωριστικής διαταραχής μεταφέρεται στην επόμενη περίοδο, οπότε ο πληθωρισμός της περιόδου  $t$  θα είναι 3,2% ( $=2+1,2$ ). Αντίθετα, αν ο αυτοπαλίνδρομος συντελεστής ήταν μηδέν, ο πληθωρισμός θα επέστρεφε αμέσως στο 2% (απουσία εγγενούς επιμονής).

Για την εκτίμηση της κληρονομούμενης πληθωριστικής επιμονής στηρίζομαστε στο κλασικό νεοκεϋνσιανό υπόδειγμα της καμπύλης Phillips (New-Keynesian Phillips Curve, NKPC) από το οποίο απουσιάζει η επίδραση των παρελθουσών τιμών του πληθωρισμού.<sup>7</sup> Συγκεκριμένα, η κληρονομούμενη πληθωριστική επιμονή επηρεάζεται θετικά από την κλίση της καμπύλης Phillips, δηλαδή το συντελεστή ευαισθησίας του παραγωγικού κενού, και αρνητικά από τη διακύμανση των πληθωριστικών διαταραχών.<sup>8</sup> Αν η κλίση της καμπύλης Phillips αυξηθεί, τότε αναμένουμε και αύξηση της κληρονομούμενης πληθωριστικής επιμονής, επειδή σε αυτή την περίπτωση “κληροδοτείται” μεγαλύτερο μέρος της επιμονής του παραγωγικού κενού στον πληθωρισμό.<sup>9</sup>

### Εμπειρική διερεύνηση για την οικονομία των ΗΠΑ

Τα παραπάνω θεωρητικά συμπεράσματα είναι εξαιρετικά χρήσιμα και διαδεδομένα στη βιβλιογραφία, απαιτείται όμως περαιτέρω εμπειρική διερεύνηση, κυρίως όσον αφορά (α) την ποσοτική εκτίμηση της εγγενούς και κληρονομούμενης πληθωριστικής επιμονής, (β) τη διαχρονική εξέλιξη και δυναμική των ανωτέρω και (γ) τη διαχρονική εξέλιξη των κύριων προσδιοριστικών παραγόντων της εγγενούς και κληρονομούμενης πληθωριστικής επιμονής. Για τον σκοπό αυτό, στην παρούσα μελέτη αναπτύσσουμε ευέλικτα υποδείγματα HNKPC και NKPC των οποίων οι παράμετροι μεταβάλλονται διαχρονικά (time-varying parameters), δίνοντάς μας τη δυνατότητα να εκτιμήσουμε τις χρονομεταβλητές αυτοσυσχετίσεις που προκύπτουν από τα υποδείγματα και να καταλήξουμε σε χρήσιμα συμπεράσματα σχετικά με τη δυναμική της εγγενούς και κληρονομούμενης πληθωριστικής επιμονής.<sup>10</sup> Πιο συγκεκριμένα, η εμπειρική μας ανάλυση περιλαμβάνει την εκτίμηση των υποδειγμάτων HNKPC και NKPC με σύγχρονες μπειζιανές οικονομετρικές μεθόδους, χρησιμοποιώντας δεδομένα για τον πληθωρισμό, τις πληθωριστικές προσδοκίες και το ΑΕΠ από την οικονομία των ΗΠΑ για τα τελευταία περίπου 42 χρόνια σε τριμηνιαία συχνότητα.

Στο διάγραμμα παρουσιάζονται οι εκτιμήσεις των πρώτων αυτοσυσχετίσεων του πληθωρισμού (αριστερό γράφημα), μαζί με τους κύριους προσδιοριστικούς τους παράγοντες (δεξιό γράφημα). Ξεκινώντας από τις πρώτες αυτοσυσχετίσεις, παρατηρούμε ότι οι εκτιμήσεις που παράγονται από τα δύο υποδείγματα HKNPC και NKPC και αφορούν αντίστοιχα την εγγενή και την κληρονομούμενη πληθωριστική επιμονή μεταβάλλονται σημαντικά με την πάροδο του χρόνου. Μια πιο προσεκτική ματιά στο αριστερό γράφημα του διαγράμματος αποκαλύπτει επίσης ότι η Παγκόσμια Χρηματοπιστωτική Κρίση (ΠΧΚ) του 2007-2009 αποτελεί σημείο καμπής για την πληθωριστική επιμονή. Πιο συγκεκριμένα, από την αρχή του δείγματος (β' τρίμ. 1982) μέχρι και περίπου τις αρχές της ΠΧΚ διακρίνουμε μια ελαφρά πτωτική τάση και για τα δύο είδη πληθωριστικής επιμονής. Μετά όμως από την ΠΧΚ, η πτωτική τάση ανατρέπεται και έχουμε μια σαφή, σχεδόν γραμμική, ανοδική τάση μέχρι και το τέλος του δείγματος (γ' τρίμ. 2023). Η κύρια διαφορά μεταξύ της εγγενούς και της κληρονομούμενης πληθωριστικής επιμονής είναι ότι η πρώτη αυξάνεται ραγδαία κατά περίπου 80% από το 2007 έως και το τέλος του δείγματος (από 0,4 σε 0,72), ενώ η αύξηση της κληρονομούμενης επιμονής είναι σαφώς πιο ήπια (της τάξεως του 30%). Επίσης, παρατηρούμε ότι η αύξηση της εγγενούς πληθωριστικής επιμονής είναι ακόμη πιο έντονη από το ξέσπασμα της πανδημίας COVID-19 και μέχρι το τέλος του 2021, οπότε και καταγράφονται ενδείξεις σταθεροποίησης.

7 Σε αυτή την περίπτωση ο αυτοπαλίνδρομος συντελεστής είναι μηδέν,  $\rho = 0$ .

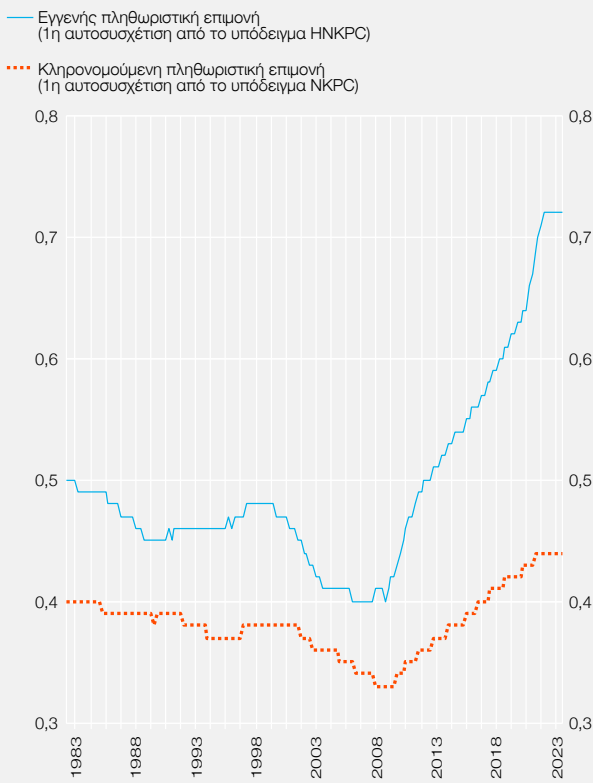
8 Σε σχέση πάντοτε με τη διακύμανση των διαταραχών του παραγωγικού κενού.

9 Αντίθετα, αν αυξηθεί η διακύμανση των πληθωριστικών διαταραχών σε σχέση με τη διακύμανση των διαταραχών του παραγωγικού κενού, τότε αναμένουμε μείωση της κληρονομούμενης πληθωριστικής επιμονής. Βλ. επίσης και υποσημείωση 2.

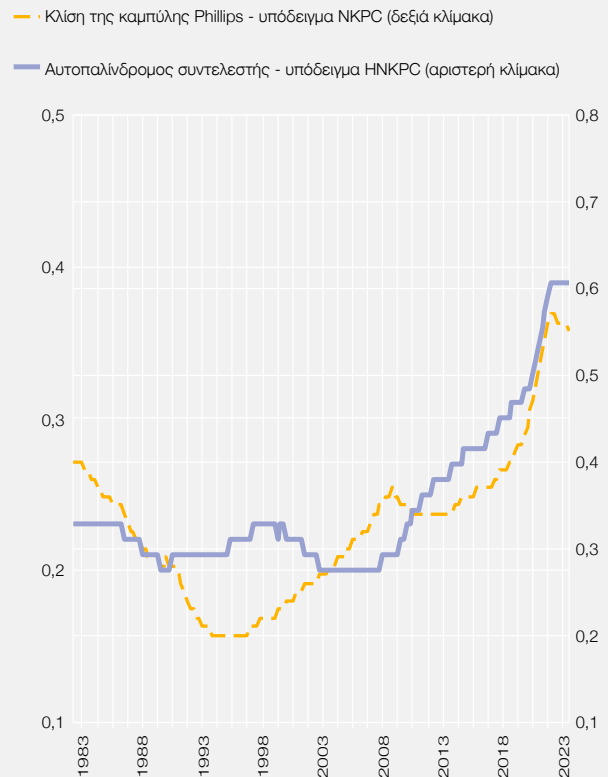
10 Αυτό πρακτικά σημαίνει ότι το υπόδειγμα HNKPC με χρονομεταβλητές παραμέτρους γίνεται:  $\pi_t = c_t + \rho_t \pi_{t-1} + (\beta - \rho_t) \pi_t^e + \lambda_t \tilde{y}_t + \zeta_t$ , ενώ για το υπόδειγμα NKPC ισχύει ότι  $\rho_t = 0$  για κάθε χρονική στιγμή  $t$ .

### Εγγενής και κληρονομούμενη πληθωριστική επιμονή

#### Πρώτη αυτοσυσχέτιση του πληθωρισμού



#### Κύριοι προσδιοριστικοί παράγοντες εγγενούς και κληρονομούμενης επιμονής



Πηγή: Οικονομετρικές εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

Το δεξιό γράφημα μας βοηθά να κατανοήσουμε καλύτερα τη δυναμική της εγγενούς και της κληρονομούμενης πληθωριστικής επιμονής. Με βάση το θεωρητικό πλαίσιο που περιγράψαμε εν συντομία παραπάνω, η εγγενής επιμονή εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την εξέλιξη του αυτοπαλίνδρομου συντελεστή του υποδείγματος ΗΝΚΡC, ο οποίος ουσιαστικά δείχνει το βαθμό κατά τον οποίο ο πληθωρισμός που διαμορφώνεται στην αγορά είναι το συνδυαστικό αποτέλεσμα μιας μεταβολής των πληθωριστικών προσδοκιών των οικονομικών μονάδων και δευτερογενών επιδράσεων των πληθωριστικών διαταραχών του παρελθόντος (second-round effects). Τα εμπειρικά μας ευρήματα καταδεικνύουν ότι η διαχρονική εξέλιξη του αυτοπαλίνδρομου συντελεστή είναι σχεδόν ταυτόσημη με αυτή της εγγενούς πληθωριστικής επιμονής, αποκαλύπτοντας μάλιστα ότι μετά την ΠΧΚ η αύξηση της επιμονής του πληθωρισμού οφείλεται λιγότερο σε μια αποσταθεροποίηση των πληθωριστικών προσδοκιών και περισσότερο στις δευτερογενείς επιδράσεις των πληθωριστικών διαταραχών του παρελθόντος, όπως προκύπτει και από το διπλασιασμό του αυτοπαλίνδρομου συντελεστή (από 0,2 σε 0,4).<sup>11</sup>

Αντίστοιχα συμπεράσματα μπορούμε να εξαγάγουμε και για την κληρονομούμενη πληθωριστική επιμονή. Συγκεκριμένα, η αυξητική της τάση μετά την ΠΧΚ οφείλεται κυρίως στην αύξηση της κλίσης της καμπύλης Phillips, συνεπώς το παραγωγικό κενό “κληροδοτεί” μεγαλύτερο μέρος της δικής του επιμονής στον πληθωρισμό. Η πτωτική τάση της κληρονομούμενης επιμονής πριν από την ΠΧΚ αποτελεί προϊόν τόσο της μείωσης της κλίσης της καμπύλης Phillips μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 1990 όσο και της αύξησης της σχετικής διακύμανσης των πληθωριστικών διαταραχών μέχρι και την ΠΧΚ.<sup>12</sup>

11 Στην αύξηση της εγγενούς πληθωριστικής επιμονής συμβάλλει επίσης και η αυξητική πορεία της κλίσης της καμπύλης Phillips του υποδείγματος ΗΝΚΡC, η οποία δεν παρουσιάζεται στο παρόν πλαίσιο για λόγους οικονομίας χώρου.

12 Οι εκτιμήσεις αυτές δεν παρουσιάζονται στο παρόν πλαίσιο για λόγους οικονομίας χώρου.

### Συμπεράσματα για τη νομισματική πολιτική

Η πληθωριστική επιμονή, τόσο η εγγενής όσο και η κληρονομούμενη, όπως αυτή προκύπτει από τα υποδείγματα της καμπύλης Phillips με χρονομεταβλητές παραμέτρους, έχει αυξηθεί σημαντικά στις ΗΠΑ μετά την ΠΧΚ του 2007-2009. Η αύξηση της κληρονομούμενης πληθωριστικής επιμονής οφείλεται κυρίως στην αύξηση της κλίσης της καμπύλης Phillips.<sup>13</sup> Αυτό σημαίνει ότι για κάθε μονάδα αύξησης του ΑΕΠ πάνω από το δυνητικό προϊόν, ο πληθωρισμός αυξάνεται πιο έντονα και παραμένει υψηλότερος για μεγαλύτερο διάστημα. Παράλληλα, η αύξηση της εγγενούς πληθωριστικής επιμονής αυξάνει την επίδραση του πληθωρισμού της προηγούμενης περιόδου στον τρέχοντα πληθωρισμό, ενώ ταυτόχρονα μειώνει την επίδραση των πληθωριστικών προσδοκιών.

Το συμπέρασμα αυτό έχει σημαντικές συνέπειες στην ερμηνεία της εξέλιξης του πληθωρισμού των ΗΠΑ μετά την πανδημία και την ενεργειακή κρίση. Ο πληθωρισμός, αν και υποχώρησε σημαντικά μετά τον Οκτώβριο του 2022, καθώς μειώνονταν οι τιμές της ενέργειας, παραμένει σε υψηλά επίπεδα σε σχέση με το στόχο της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ. Σύμφωνα με τα εμπειρικά ευρήματα της παραπάνω ανάλυσης, η αυξημένη εγγενής επιμονή του πληθωρισμού μπορεί να ερμηνευθεί ως αποτέλεσμα των δευτερογενών επιδράσεων μιας σειράς ασυσχέτιστων μεταξύ τους πληθωριστικών διαταραχών, όπως π.χ. οι διαταράξεις της εφοδιαστικής αλυσίδας κατά την πανδημία COVID-19, η δημοσιονομική επέκταση κατά τη διάρκεια της πανδημίας και οι διαταραχές που σχετίζονται με την ενεργειακή κρίση. Οι διαταραχές αυτές, όταν λειτουργούν στην ίδια κατεύθυνση, γίνονται μέρος της ιστορικότητας του πληθωρισμού, επιτείνοντας με τη σειρά τους ακόμη περισσότερο την επιμονή του. Η εξασθένηση των σχετικών διαταραχών δύναται να συμβάλλει στην αποκλιμάκωση της εγγενούς πληθωριστικής επιμονής.

Οι κεντρικές τράπεζες, οι οποίες είναι επιφορτισμένες με το καθήκον να διασφαλίζουν τη σταθερότητα των τιμών, πρέπει κατά την άσκηση της νομισματικής πολιτικής να λαμβάνουν υπόψη τους τις μεταβολές της πληθωριστικής επιμονής. Υψηλότερη πληθωριστική επιμονή (ανεξάρτητα από το αν είναι εγγενής ή κληρονομούμενη) μπορεί να οδηγήσει σε αποσταθεροποίηση των πληθωριστικών προσδοκιών και να έχει μακροχρόνιες συνέπειες στο επίπεδο του πληθωρισμού. Για να αποφευχθεί μια αποσταθεροποίηση των προσδοκιών, οι κεντρικές τράπεζες πρέπει να διατηρούν την αξιοπιστία τους. Ταυτόχρονα, η φύση της πληθωριστικής επιμονής παίζει σημαντικό ρόλο στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής στη διάρκεια του οικονομικού κύκλου. Αν η αύξηση της πληθωριστικής επιμονής οφείλεται σε μια αύξηση της κλίσης της καμπύλης Phillips, τότε η νομισματική πολιτική γίνεται πιο αποτελεσματική, με την έννοια ότι απαιτείται μικρότερη αύξηση των επιτοκίων για την ευθυγράμμιση του πληθωρισμού με το στόχο της κεντρικής τράπεζας. Αν η αύξηση της πληθωριστικής επιμονής είναι εγγενής, η νομισματική πολιτική γίνεται λιγότερο προβλέψιμη, καθώς η πορεία του πληθωρισμού εξαρτάται σε μεγαλύτερο βαθμό από την πορεία μη προβλέψιμων μελλοντικών διαταραχών (π.χ. τις τιμές της ενέργειας, τα περιθώρια κέρδους κ.λπ.) και από τις δευτερογενείς επιδράσεις τους στον πληθωρισμό.

Σε κάθε περίπτωση όμως, η αύξηση της επιμονής του πληθωρισμού απαιτεί τα επιτόκια να παραμείνουν υψηλά για μεγαλύτερο διάστημα, ανεξάρτητα από το εάν η προέλευσή της είναι εγγενής ή κληρονομούμενη.

<sup>13</sup> Σχετικά με τη μεταβολή της κλίσης της καμπύλης Phillips βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική 2022-2023*, Πλαίσιο ΙΙ.2 “Νέα διεθνή εμπειρικά ευρήματα σχετικά με την κλίση της καμπύλης Phillips”, Ιούνιος 2023, σελ. 46.





# Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

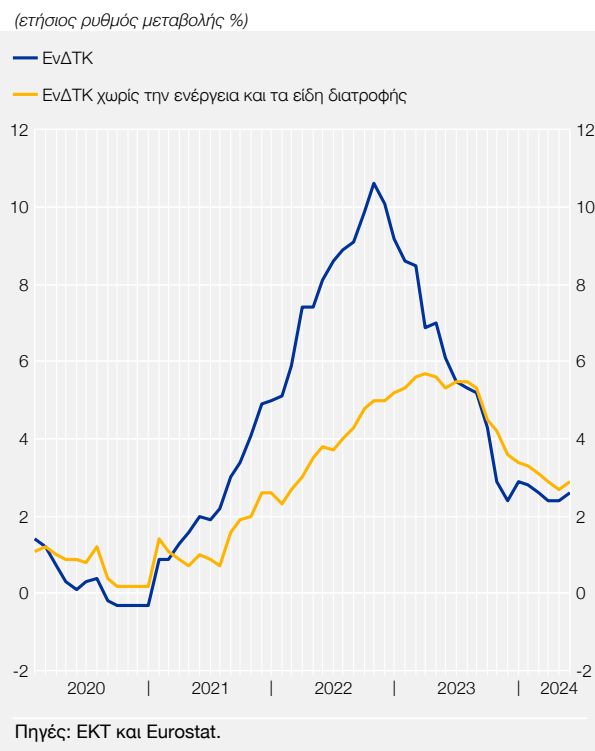
Στις αρχές του 2024 ο καταγραφόμενος πληθωρισμός και οι περισσότεροι δείκτες του υποκείμενου πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ συνέχισαν την πορεία αποκλιμάκωσης που είχε ξεκινήσει το προηγούμενο έτος. Αρχικά, μετά το Σεπτέμβριο του 2023, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ διατήρησε σταθερά τα βασικά επιτόκια. Όμως, τον Απρίλιο του 2024 το Διοικητικό Συμβούλιο επισήμανε ότι, εάν ενισχυθεί η πεποίθησή του ότι αφενός ο πληθωρισμός συγκλίνει προς το στόχο και αφετέρου ότι η σύγκλιση αυτή δεν θα είναι παροδική, θα ήταν σκόπιμο να μετριαστεί ο βαθμός περιορισμού της νομισματικής πολιτικής τον οποίο μεθοδεύει το Ευρωσύστημα. Πράγματι, τον Ιούνιο του 2024 το Διοικητικό Συμβούλιο μείωσε τα βασικά επιτόκια κατά 25 μονάδες βάσης.

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

Κατά τους πρώτους μήνες του 2024 ο καταγραφόμενος πληθωρισμός και η πλειονότητα των δεικτών υποκείμενου πληθωρισμού εξακολούθησαν να αποκλιμακώνονται (βλ. Διάγραμμα III.1). Οι παράγοντες που συνετέλεσαν σε αυτή την εξέλιξη περιλαμβάνουν την περιοριστική νομισματική πολιτική του Ευρωσυστήματος, την αποδρομή της επίδρασης από παρελθούσες απότομες αυξήσεις των τιμών των εισροών πάσης φύσεως, όπως επίσης και τη συγκράτηση των μισθολογικών αυξήσεων αλλά και της ανόδου της κερδοφορίας. Οι βραχυπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες υποχώρησαν σημαντικά, ενώ οι περισσότεροι δείκτες μακροπρόθεσμων πληθωριστικών προσδοκιών διατηρήθηκαν περί το 2%.

Πρόσφατα το Διοικητικό Συμβούλιο διατύπωσε την εκτίμηση ότι ο ρυθμός πληθωρισμού θα κινηθεί γύρω από τα παρόντα επίπεδα (περί το 2,5%) μέχρι το τέλος του τρέχοντος έτους. Το δεύτερο εξάμηνο του 2025 ο ρυθμός πληθωρισμού αναμένεται να επιβραδυνθεί και να προσεγγίσει το στόχο του 2%. Με βάση τις τελευταίες μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Ιούνιος 2024), το Διοικητικό Συμβούλιο αναμένει καταγραφόμενο ρυθμό πληθωρισμού σε ετήσια βάση 2,5% το 2024, 2,2% το 2025 και 1,9% το 2026. Οι αντίστοιχες προβολές για τον πυρήνα του πληθωρισμού είναι 2,8% το 2024, 2,2% το 2025 και 2% το 2026 (βλ. Πίνακα III.2). Στην προσέγγιση του πληθωρισμού στο στόχο θα συμβάλουν η συγκράτηση των μισθολογικών αυξήσεων, η ενιαία νομισματική πολιτική η οποία θα εξακολουθήσει να τηρεί περιοριστική κατεύθυνση, καθώς και η αποδρομή των επιδράσεων που επηρέασαν την οικονομία της ζώνης του ευρώ κατά το παρελθόν από την ενεργειακή κρίση, τις ελλείψεις εισροών και την επανεκκίνηση της οικονομίας μετά την πανδημία.

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



<sup>1</sup> Το κεφάλαιο ενσωματώνει πληροφορίες και στοιχεία που ήταν διαθέσιμα μέχρι τις 7.6.2024.

Τον Ιούνιο του 2024 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επισήμανε ότι το ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ ενισχύθηκε στη διάρκεια του α΄ τριμήνου του τρέχοντος έτους μετά από στασιμότητα άνω του έτους. Η οικονομική δραστηριότητα έχει σταθεροποιηθεί στη μεταποίηση, ενώ ενισχύεται στον τομέα των υπηρεσιών. Το Διοικητικό Συμβούλιο αναμένει ότι η ανάκαμψη θα υποστηριχθεί από άνοδο των πραγματικών εισοδημάτων λόγω της επιβράδυνσης του πληθωρισμού και της αύξησης των μισθών στη ζώνη του ευρώ. Προσδοκείται επίσης βελτίωση των όρων εμπορίου και ενίσχυση του ρυθμού ανόδου των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών από τη ζώνη του ευρώ, λόγω της αναμενόμενης επιτάχυνσης της παγκόσμιας οικονομίας και της συνέχισης της αναδιάρθρωσης των δαπανών διεθνώς υπέρ των εμπορεύσιμων αγαθών. Τέλος, η περιοριστική επίδραση της νομισματικής πολιτικής στη συνολική ζήτηση αναμένεται παγκοσμίως να αμβλυνθεί προϊόντος του χρόνου.

Οι συνθήκες στις αγορές εργασίας είναι ευνοϊκές, με ιστορικά χαμηλό ποσοστό ανεργίας και συνεχιζόμενη άνοδο της απασχόλησης, αν και οι αναγγελίες κενών θέσεων εργασίας έχουν μειωθεί. Οι συνθήκες χρηματοδότησης στη ζώνη του ευρώ παραμένουν συνολικά περιοριστικές, αν και τα επιτόκια των επιχειρηματικών δανείων σημείωσαν πτώση το 2024. Παρατηρήθηκε κάποια ενδυνάμωση της πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις, ενώ ο ρυθμός πιστωτικής επέκτασης προς τα νοικοκυριά έχει παύσει να επιβραδύνεται. Πάντως, ο ρυθμός μεταβολής της προσφοράς χρήματος με την ευρεία έννοια (M3) παραμένει πολύ χαμηλός.

Υπενθυμίζεται ότι κατά το προηγούμενο έτος το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αύξησε τα βασικά επιτόκια έξι φορές. Μετά το Σεπτέμβριο του 2023 και μέχρι και το Μάιο του 2024 τα βασικά επιτόκια του Ευρωσυστήματος παρέμειναν αμετάβλητα υπό το φως της επιβράδυνσης του καταγραφόμενου πληθωρισμού, καθώς επίσης και των περισσότερων δεικτών υποκείμενου πληθωρισμού. Οι αποφάσεις πολιτικής για τα επιτόκια βασίζονται στα διαθέσιμα οικονομικά στοιχεία και αφορούν τον ορίζοντα μέχρι την επόμενη συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου, οπότε και επανεξετάζονται οι οικονομικές εξελίξεις και αξιολογούνται εκ νέου οι προοπτικές του πληθωρισμού.

Επανελημμένως, και κατά το πρώτο εξάμηνο του 2024, υπογραμμίστηκε ότι η περιοριστική επίδραση των αυξήσεων των βασικών επιτοκίων που είχαν προηγηθεί δεν είχε εξανεμιστεί, αλλά εξακολουθούσε. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ τόνισε ότι τα εν λόγω επιτόκια θα παρέμεναν για ικανό χρονικό διάστημα σε επίπεδα τόσο περιοριστικά ώστε ο πληθωρισμός να επιστρέψει γρήγορα στο στόχο του 2%. Τον Απρίλιο του 2024 το Διοικητικό Συμβούλιο διευκρίνισε ότι τα βασικά επιτόκια ήταν πλέον σε επίπεδα που θα είχαν αποφασιστική συμβολή στην έγκαιρη επιστροφή του πληθωρισμού στο στόχο. Επιπλέον, το Διοικητικό Συμβούλιο υπογράμμισε ότι, στο μέτρο που θα θεμελιωθεί στερεότερα η πεποίθηση ότι αφενός ο πληθωρισμός συγκλίνει προς το στόχο και αφετέρου η σύγκλιση αυτή δεν είναι παροδική, θεωρεί ενδεδειγμένο το μετριασμό της αυστηροποίησης της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ. Πάντως, το Διοικητικό Συμβούλιο δεν δεσμεύθηκε ως προς την ακριβή μελλοντική πορεία των βασικών επιτοκίων.

Έτσι, τον Ιούνιο του 2024 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ μείωσε τα βασικά επιτόκια κατά 25 μονάδες βάσης. Κρίθηκε ότι είχε φθάσει πλέον η κατάλληλη στιγμή να ελαττωθεί ο βαθμός νομισματικού περιορισμού, καθώς, σε σύγκριση με το Σεπτέμβριο του 2023, ο ρυθμός πληθωρισμού έχει υποχωρήσει πάνω από 2,5 ποσοστιαίες μονάδες και οι προοπτικές του έχουν βελτιωθεί σημαντικά. Ο υποκείμενος πληθωρισμός έχει επίσης συγκρατηθεί και οι πληθωριστικές προσδοκίες έχουν αναθεωρηθεί προς τα κάτω. Εξάλλου υπογραμμίστηκε ότι λόγω της αυστηρής κατεύθυνσης την οποία έχει ακολουθήσει η ενιαία νομισματική πολιτική, οι συνθήκες χρηματοδότησης παραμένουν περιοριστικές. Από την άλλη πλευρά, το Διοικητικό Συμβούλιο τόνισε ότι, παρά το σταδιακό περιορισμό των πληθωριστικών πιέσεων, ο εγχώριος πληθωρισμός εξακολουθεί να είναι υψηλός. Οι μισθοί εξακολουθούν να αυξάνονται ταχέως σε μια προσπάθεια να αντισταθμιστούν οι επιπτώσεις της πρότερης επιτάχυνσης του πληθωρισμού τιμών. Βέβαια, οι διαθέσιμοι πρόδρομοι δείκτες υποδεικνύουν εξασθένηση των μισθολογικών αυξήσεων στη διάρκεια του 2024.

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

Με έναυσμα την υπό εξέλιξη εξομάλυνση του ισολογισμού του Ευρωσυστήματος, το Μάρτιο του 2024 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αναθεώρησε το λειτουργικό πλαίσιο άσκησης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Όπως περιγράφεται στο Πλαίσιο ΙΙΙ.1, το Διοικητικό Συμβούλιο έθεσε τις θεμελιώδεις αρχές, αλλά και τις βασικές παραμέτρους, για την εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής και την παροχή ρευστότητας από την κεντρική τράπεζα στο τραπεζικό σύστημα σε ένα περιβάλλον όπου η υπερβάλλουσα ρευστότητα μετριάζεται.

## 2 Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ: ΧΑΡΑΞΗ ΚΑΙ ΕΦΑΡΜΟΓΗ

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

Έξι φορές στο διάστημα Φεβρουαρίου-Σεπτεμβρίου 2023 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε νέες αυξήσεις των βασικών επιτοκίων (βλ. Πίνακα ΙΙΙ.1). Κατά το 2023 ο πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ ήταν και αναμενόταν να διατηρηθεί επί μεγάλο χρονικό διάστημα πολύ υψηλός σε σχέση με το μεσοπρόθεσμο στόχο του 2%. Ο πληθωρισμός είχε αρχίσει να επιβραδύνεται, εξαιτίας της ταχείας μείωσης των τιμών της ενέργειας, ωστόσο ο πυρήνας του πληθωρισμού παρέμενε αρχικά υψηλός και οι υποκείμενες πληθωριστικές πιέσεις ισχυρές, καθώς οι προηγηθείσες αυξήσεις στις τιμές της ενέργειας εξακολούθησαν να ασκούν ανοδική επίδραση στις τιμές ενός ευρέος φάσματος προϊόντων. Ο πυρήνας του πληθωρισμού άρχισε να ακολουθεί καθοδική τάση το δεύτερο εξάμηνο του 2023, ωστόσο ο πληθωρισμός των τιμών των ειδών διατροφής παρέμενε ακόμη σε υψηλά επίπεδα (βλ. Διαγράμματα ΙΙΙ.1 και ΙΙΙ.2). Οι εγχώριες πληθωριστικές πιέσεις εξακολουθούσαν να θεωρούνται ισχυρές και αποδίδονταν πλέον κατά κύριο λόγο στην έντονη άνοδο του μοναδιαίου κόστους εργασίας λόγω μισθολογικών αυξήσεων (βλ. Διαγράμματα ΙΙΙ.3 και ΙΙΙ.4), παράλληλα με πτώση της παραγωγικότητας.

Πίνακας ΙΙΙ.1 Βασικά επιτόκια του Ευρωσυστήματος

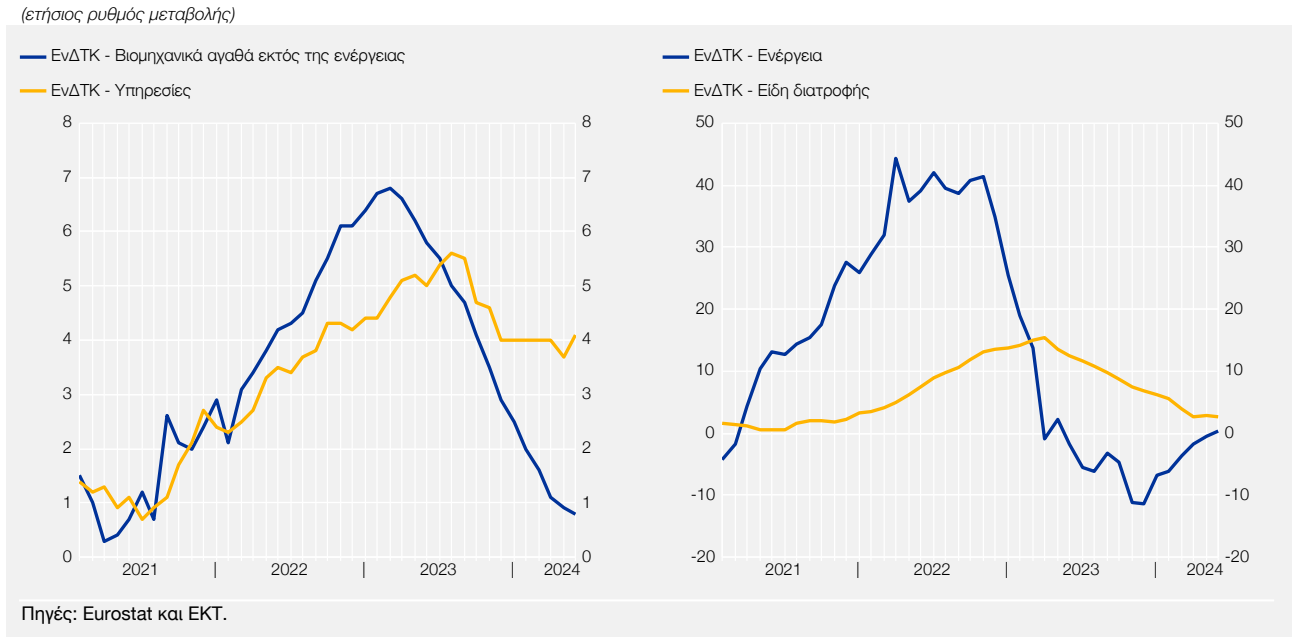
(ποσοστά % ετησίως)

Ημερομηνία μεταβολής επιτοκίων <sup>1</sup>	Πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων	Πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης (δημοπρασίες σταθερού επιτοκίου)	Πάγια διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης
2019 18 Σεπτ.	-0,50	0,00	0,25
2022 27 Ιουλ.	0,00	0,50	0,75
14 Σεπτ.	0,75	1,25	1,50
2 Νοεμ.	1,50	2,00	2,25
21 Δεκ.	2,00	2,50	2,75
2023 8 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

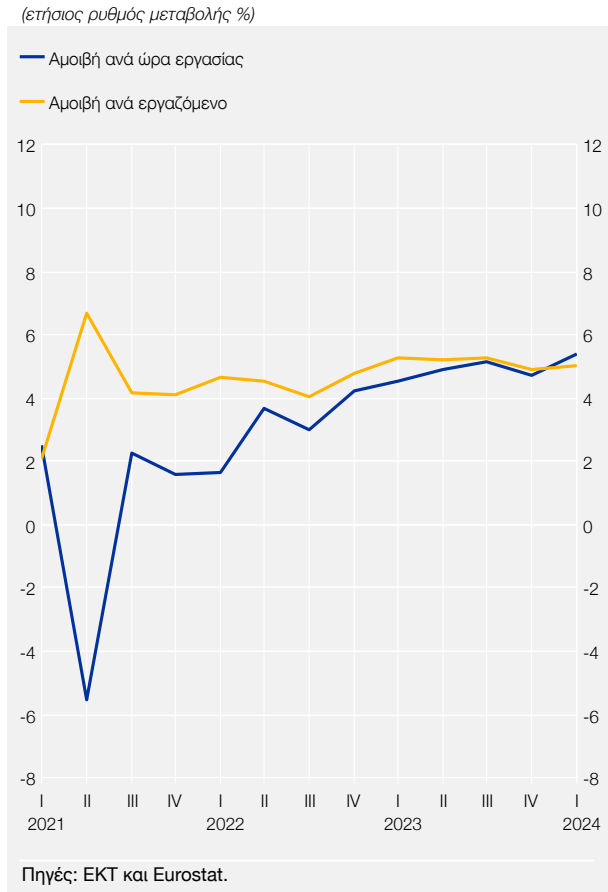
Πηγή: ΕΚΤ.

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).

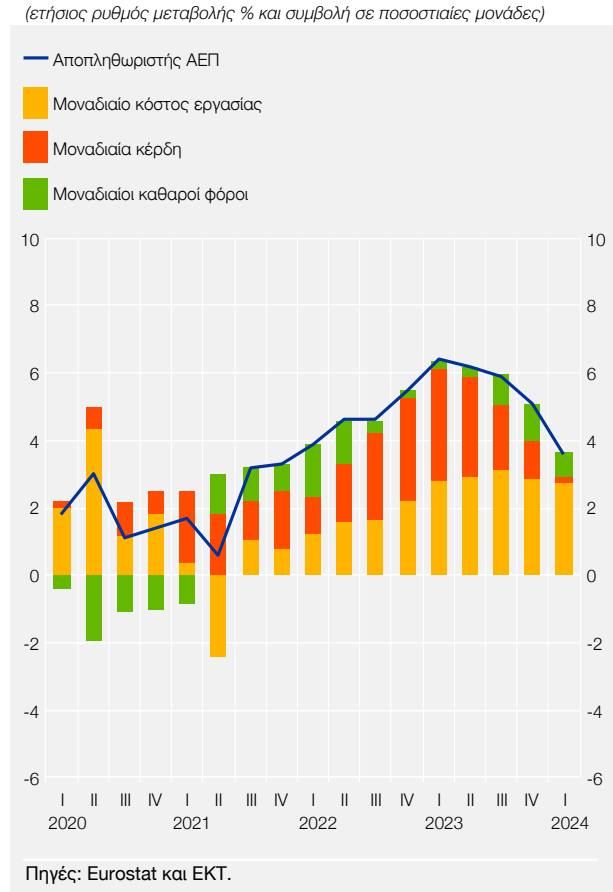
Διάγραμμα III.2 Επιμέρους δείκτες πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2021-Μάιος 2024)



Διάγραμμα III.3 Αμοιβή της εργασίας στη ζώνη του ευρώ (α' τρίμηνο 2021-α' τρίμηνο 2024)



Διάγραμμα III.4 Συμβολή στη μεταβολή του αποπληθωριστή ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ (α' τρίμηνο 2020-α' τρίμηνο 2024)

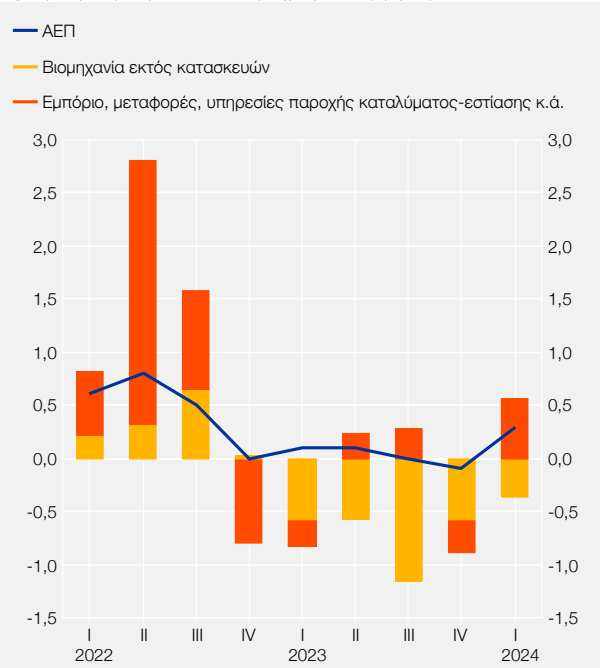


Ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ επιβραδύνθηκε το 2023 σε 0,2%, κυρίως λόγω των οικονομικών συνεπειών του πολέμου στην Ουκρανία, αλλά και της δυσμενούς επίδρασης του υψηλού πληθωρισμού στην κατανάλωση, όπως επίσης και της χειροτέρευσης των συνθηκών χρηματοδότησης. Εκτός από τις υψηλές τιμές της ενέργειας, ο βιομηχανικός τομέας επηρεάστηκε από την αυστηροποίηση των νομισματικών συνθηκών και την εξασθένηση της εξωτερικής ζήτησης. Αντίθετα, στις αρχές του έτους το προϊόν του τομέα των υπηρεσιών ήταν αυξημένο, καθώς η ζήτηση για δραστηριότητες ψυχαγωγίας και αναψυχής συνέχισε να ενισχύεται, σε αντιστροφή της σημαντικής μείωσης των σχετικών δαπανών κατά τη διάρκεια της πανδημίας. Στη διάρκεια του 2023 η κάμψη της οικονομικής δραστηριότητας εξαπλώθηκε από τη μεταποίηση προοδευτικά και στον τομέα των υπηρεσιών (βλ. Διάγραμμα ΙΙΙ.5), καθώς μεταξύ άλλων η επίδραση της αύξησης των επιτοκίων διευρύνθηκε.

Η ανάλυση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ κατά το πρώτο εξάμηνο του 2024 ανέδειξε ότι ο καταγραφόμενος πληθωρισμός ακολούθησε πτωτική τάση. Ειδικότερα, ο ρυθμός πληθωρισμού των τιμών των αγαθών συμπεριλαμβανομένων των τιμών των τροφίμων έβαινε επιβραδυνόμενος. Αντίθετα, ο ρυθμός ανόδου των τιμών των υπηρεσιών επιμένει επί πολλούς μήνες σε υψηλά επίπεδα. Η πλειονότητα των δεικτών του υποκείμενου πληθωρισμού υποδεικνύει αποκλιμάκωση, καθώς η περιοριστική νομισματική πολιτική συγκρατεί τη συνολική ζήτηση, ενώ η επίδραση από τις προηγηθείσες<sup>2</sup> απότομες αυξήσεις των τιμών της ενέργειας και των ενδιάμεσων αγαθών εκλείπει πλέον (βλ. Διάγραμμα ΙΙΙ.6). Οι μισθολογικές αυξήσεις κατέγραψαν επιβράδυνση – και αναφέρονται ενδείξεις περαιτέρω εξασθένησής τους. Έτσι, παρά τη συνεχιζόμενη μείωση της παραγωγικότητας, ο ρυθμός αύξησης του μοναδιαίου κόστους εργασίας υποχώρησε, αν και βεβαίως είναι ακόμη υψηλός (βλ. Διάγραμμα ΙΙΙ.4). Η ταυτόχρονη συγκράτηση της ανόδου της κερδοφορίας καταδεικνύει ότι οι επιχειρήσεις απορροφούν σε κάποια έκταση τις μισθολογικές αυξήσεις χωρίς να αναπροσαρμόζουν αντίστοιχα τις τιμές των προϊόντων. Πάντως, οι εγχώριες πληθωριστικές πιέσεις εξακολουθούσαν να χαρακτηρίζονται από το Διοικητικό Συμβούλιο (στο πλαίσιο των συνεδριάσεών του μέχρι και το Μάιο του 2024) ως ισχυρές.

Διάγραμμα ΙΙΙ.5 ΑΕΠ και προστιθέμενη αξία σε βασικούς κλάδους στη ζώνη του ευρώ (α' τρίμηνο 2022-α' τρίμηνο 2024)

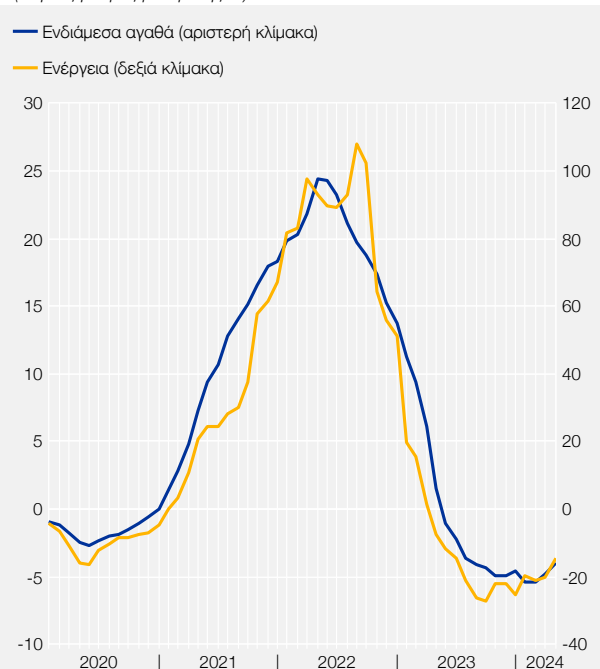
(ρυθμός μεταβολής έναντι του προηγούμενου τριμήνου)



Πηγές: Eurostat και ΕΚΤ.

Διάγραμμα ΙΙΙ.6 Τιμές παραγωγού στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2020-Απρίλιος 2024)

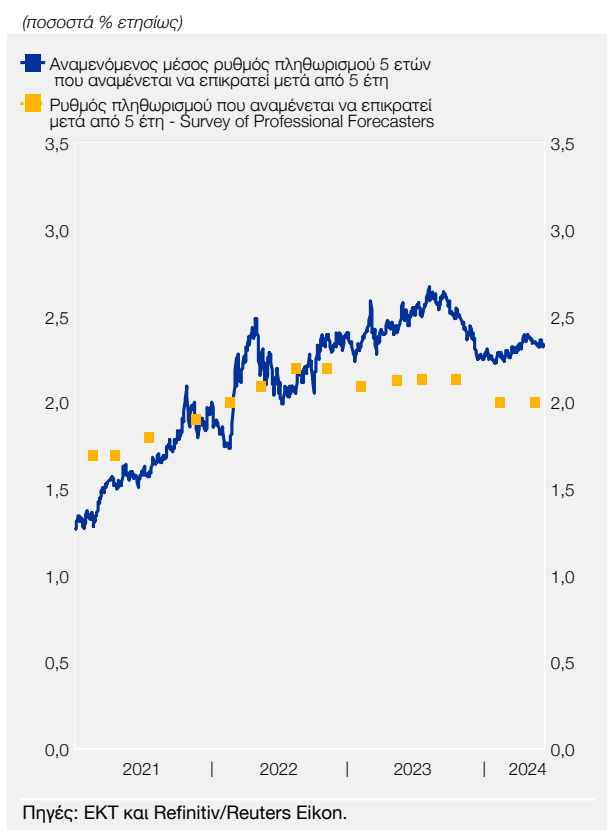
(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)



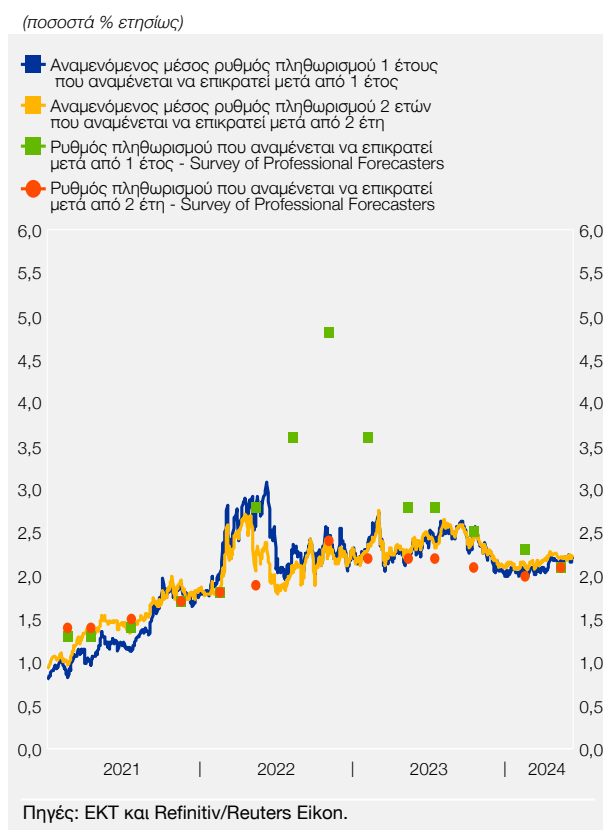
Πηγές: ΕΚΤ και Eurostat.

2 Ο ρυθμός αύξησης των τιμών της ενέργειας (τιμές παραγωγού) επιβραδύνθηκε μετά τα μέσα του 2022.

**Διάγραμμα III.7 Μακροπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες στη ζώνη του ευρώ (4 Ιανουαρίου 2021-7 Ιουνίου 2024)**



**Διάγραμμα III.8 Μεσοπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες στη ζώνη του ευρώ (4 Ιανουαρίου 2021-7 Ιουνίου 2024)**



Οι μακροοικονομικές προβλέψεις για τον καταγραφόμενο πληθωρισμό και για τον πυρήνα του πληθωρισμού (ρυθμός πληθωρισμού εκτός ενέργειας και ειδών διατροφής) αναθεωρήθηκαν προς τα κάτω μεταξύ Δεκεμβρίου 2023 και Μαρτίου 2024, αλλά κατά το πλείστον προς την αντίθετη κατεύθυνση μεταξύ Μαρτίου και Ιουνίου 2024. Το Διοικητικό Συμβούλιο επισήμανε την έντονη αποκλιμάκωση των βραχυπρόθεσμων πληθωριστικών προσδοκιών, καθώς επίσης και το γεγονός ότι η πλειονότητα των δεικτών μακροπρόθεσμων πληθωριστικών προσδοκιών λάμβανε τιμές γύρω στο 2% (βλ. Διαγράμματα III.7 και III.8).

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

Τον Ιούνιο του 2024 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επισήμανε ότι ο πληθωρισμός είχε μόλις σημειώσει επιτάχυνση, καθώς ο ρυθμός μεταβολής των τιμών της ενέργειας διαμορφώθηκε σε θετικά επίπεδα (μετά από πολλούς μήνες με αρνητική τιμή), ενώ σημαντική επιτάχυνση κατέγραψε και ο ρυθμός ανόδου των τιμών των υπηρεσιών. Το Διοικητικό Συμβούλιο διατύπωσε την εκτίμηση ότι ο ρυθμός πληθωρισμού θα διακυμανθεί γύρω από τα παρόντα επίπεδα (περί το 2,5%) μέχρι το τέλος του τρέχοντος έτους. Κατόπιν, το δεύτερο εξάμηνο του 2025 ο ρυθμός πληθωρισμού

3 Δηλαδή κυρίως κατά το έτος 2022.

4 Το 2021 και το 2022 για τους τελικούς καταναλωτές.

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

(μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)

	Ιούνιος 2024				Μάρτιος 2024				Δεκέμβριος 2023				Σεπτέμβριος 2023		
	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025
ΕνΔΤΚ	5,4	2,5	2,2	1,9	5,4	2,3	2,0	1,9	5,4	2,7	2,1	1,9	5,6	3,2	2,1
ΕνΔΤΚ χωρίς ενέργεια και είδη διατροφής	4,9	2,8	2,2	2,0	4,9	2,6	2,1	2,0	5,0	2,7	2,3	2,1	5,1	2,9	2,2

Πηγή: Μακροοικονομικές προβολές ΕΚΤ/Ευρωσυστήματος.

αναμένεται να μειωθεί ώστε να προσεγγίσει το στόχο του 2%. Το Διοικητικό Συμβούλιο δέχεται ότι η προδιαγραφόμενη αποκλιμάκωση του πληθωρισμού θα υποβοηθηθεί από την προσδοκώμενη εξασθένιση των μισθολογικών αυξήσεων, τη συνέχιση της επίδρασης της περιοριστικής κατεύθυνσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, όπως επίσης και την εξάλειψη πλέον της επιρροής της ενεργειακής κρίσης, των ελλείψεων εισροών που δημιούργησε η πανδημία, αλλά και των αποτελεσμάτων της επανεκκίνησης της οικονομίας μετά την αποδρομή της. Με βάση τις πιο πρόσφατες μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Ιούνιος 2024), το Διοικητικό Συμβούλιο αναμένει καταγραφόμενο ρυθμό πληθωρισμού σε ετήσια βάση 2,5% το 2024, 2,2% το 2025 και 1,9% το 2026. Οι αντίστοιχες προβολές για τον πυρήνα του πληθωρισμού είναι 2,8% το 2024, 2,2% το 2025 και 2% το 2026 (βλ. Πίνακα ΙΙΙ.2).

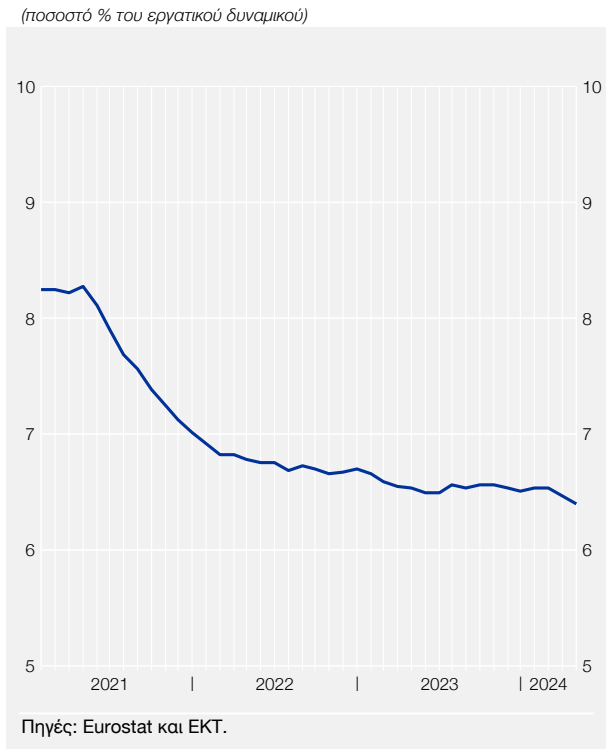
Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ διαβλέπει τους εξής ανοδικούς κινδύνους σχετικά με τις προοπτικές του πληθωρισμού: (α) το ενδεχόμενο απροσδόκητης αύξησης των τιμών της ενέργειας και του κόστους μεταφοράς, καθώς και το ενδεχόμενο συρρίκνωσης του διεθνούς εμπορίου λόγω των εξελίξεων στη Μέση Ανατολή, αλλά και της συνεχιζόμενης σύρραξης μεταξύ Ουκρανίας και Ρωσίας, (β) το ενδεχόμενο να σημειωθούν ταχύτερες από τις αναμενόμενες αυξήσεις μισθών ή των περιθωρίων κέρδους, (γ) το ενδεχόμενο ακραία καιρικά φαινόμενα λόγω της κλιματικής αλλαγής να προκαλέσουν άνοδο των τιμών των τροφίμων. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αναγνωρίζει ως αντίστοιχο μεσοπρόθεσμο καθοδικό κίνδυνο το ενδεχόμενο η συνολική ζήτηση να αποδειχθεί ασθενέστερη από την αναμενόμενη, εξαιτίας χειροτέρευσης του εξωτερικού περιβάλλοντος της ζώνης του ευρώ ή στην περίπτωση που η μετάδοση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής λάβει μεγαλύτερη έκταση από ό,τι ήδη εκτιμάται.

Τον Ιούνιο του 2024 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επισήμανε ότι το ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ κατέγραψε αύξηση στη διάρκεια του α΄ τριμήνου του τρέχοντος έτους μετά από πέντε συναπτά τρίμηνα στασιμότητας (βλ. Διάγραμμα ΙΙΙ.5). Ειδικότερα, η οικονομική δραστηριότητα έχει πλέον σταθεροποιηθεί (σε χαμηλά επίπεδα βέβαια) στο μεταποιητικό τομέα, ενώ ενισχύεται στον τομέα των υπηρεσιών. Το Διοικητικό Συμβούλιο αναμένει ότι η ανάκαμψη θα υποστηριχθεί από άνοδο των πραγματικών εισοδημάτων λόγω της επιβράδυνσης του πληθωρισμού και της αύξησης των μισθών στη ζώνη του ευρώ. Προσδοκείται επίσης βελτίωση των όρων εμπορίου και επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών από τη ζώνη του ευρώ, λόγω της αναμενόμενης επιτάχυνσης της παγκόσμιας οικονομίας και της συνέχισης της αναδιάρθρωσης των δαπανών διεθνώς υπέρ των εμπορεύσιμων αγαθών. Τέλος, η περιοριστική επίδραση της νομισματικής πολιτικής στη συνολική ζήτηση αναμένεται παγκοσμίως να αμβλυνθεί προϊόντος του χρόνου.

Όπως και κατά το προηγούμενο έτος, στις αρχές του 2024 οι συνθήκες στις αγορές εργασίας παρέμεναν ευνοϊκές, με το ποσοστό ανεργίας να κινείται σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα και την απασχόληση να επεκτείνεται (βλ. Διάγραμμα ΙΙΙ.9). Οι αναγγελίες κενών θέσεων εργασίας, αν και έχουν περιοριστεί κατά τι σε σχέση με το πρόσφατο παρελθόν, παραμένουν πολυάριθμες.

Επανειλημμένως, και στη διάρκεια του πρώτου εξαμήνου του 2024, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ τόνισε ότι το αναθεωρημένο πλαίσιο οικονομικής διακυβέρνησης που πρόσφατα υιοθετήθηκε στην Ευρωπαϊκή Ένωση πρέπει να εφαρμοστεί πιστά και χωρίς καθυστέρηση, προ-

**Διάγραμμα III.9 Ποσοστό ανεργίας στη ζώνη του ευρώ**  
(Ιανουάριος 2021-Απρίλιος 2024)



κειμένου οι δημοσιονομικές πολιτικές των κρατών-μελών να ενισχύσουν την παραγωγικότητα στην οικονομία και να εξασφαλίσουν μείωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και σταδιακή αποκλιμάκωση του δημόσιου χρέους, το οποίο έχει φθάσει σε υψηλά επίπεδα. Η κρατική πολιτική που ενθαρρύνει την επέκταση του παραγωγικού δυναμικού στη Νομισματική Ένωση με διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις και νέες επενδύσεις, ειδικά στον ενεργειακό τομέα, συμβάλλει στη συγκράτηση των μεσοπρόθεσμων πληθωριστικών πιέσεων. Κατά συνέπεια, το Διοικητικό Συμβούλιο ζητεί από τις κυβερνήσεις να εφαρμόσουν πλήρως και χωρίς καθυστερήσεις τα επενδυτικά σχέδια και τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που περιλαμβάνει το πρόγραμμα NextGenerationEU, το οποίο προωθεί επίσης την πράσινη μετάβαση και τον ψηφιακό μετασχηματισμό της ευρωπαϊκής οικονομίας. Το Διοικητικό Συμβούλιο θεωρεί επίσης σκόπιμο να ενισχυθεί η Ενιαία Αγορά, με στόχο την περαιτέρω προαγωγή της καινοτομίας και των επενδύσεων. Επιβάλλεται, τέλος, να επιταχυνθεί η

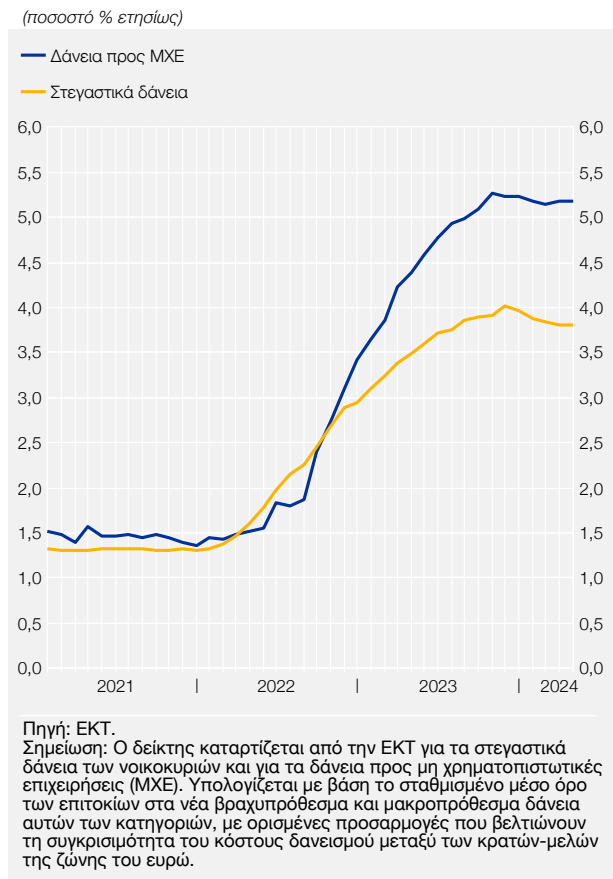
πρόοδος προς την ολοκλήρωση της Ένωσης Κεφαλαιαγορών και της Τραπεζικής Ένωσης, επειδή έτσι θα διευκολυνθεί η τεράστια κινητοποίηση επενδυτικών πόρων που απαιτείται για την πράσινη μετάβαση και τον ψηφιακό μετασχηματισμό.

**Νομισματικές και πιστωτικές εξελίξεις**

Κατά το προηγούμενο έτος (2023) αυξήθηκε το κόστος άντλησης ρευστών διαθεσίμων εκ μέρους των τραπεζών. Κατά συνέπεια, τα επιτόκια των επιχειρηματικών και των στεγαστικών δανείων κατέγραψαν επίσης άνοδο. Σημειώθηκε επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης τόσο προς τις επιχειρήσεις όσο και προς τα νοικοκυριά και υποχώρησε σημαντικά ο ρυθμός ανόδου των νομισματικών μεγεθών (βλ. Διαγράμματα III.10 και III.11).

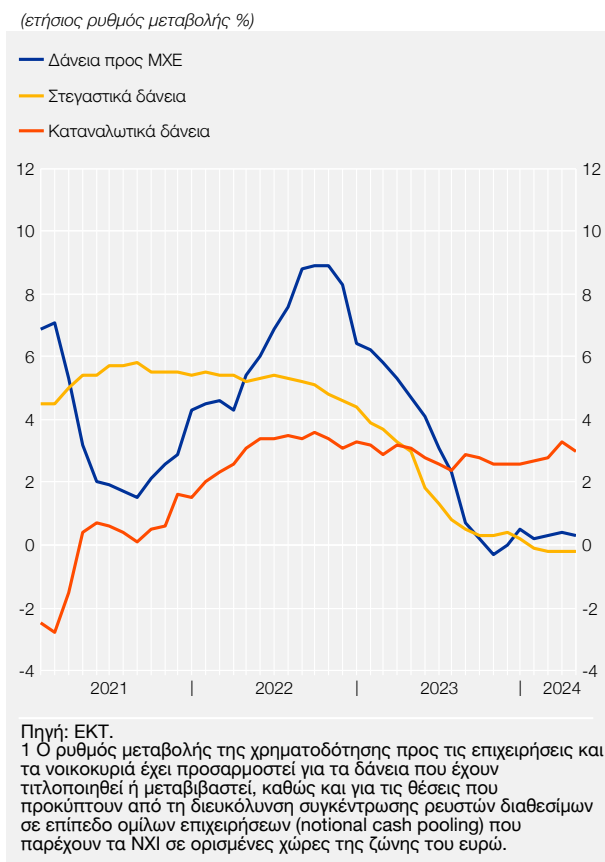
Στις αρχές του 2024 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επισήμανε τα εξής: Πρώτον, το γεγονός ότι οι συνθήκες χρηματοδότησης στη ζώνη του ευρώ παραμένουν περιοριστικές. Δεύτερον, τα επιτόκια των επιχειρηματικών δανείων έχουν αρχίσει να καταγράφουν υποχώρηση. Τα επιτόκια των στεγαστικών δανείων παρουσιάζουν σταθερότητα (βλ. Διάγραμμα III.10).

**Διάγραμμα III.10 Δείκτης κόστους δανεισμού προς επιχειρήσεις και νοικοκυριά στη ζώνη του ευρώ**  
(Ιανουάριος 2021-Απρίλιος 2024)

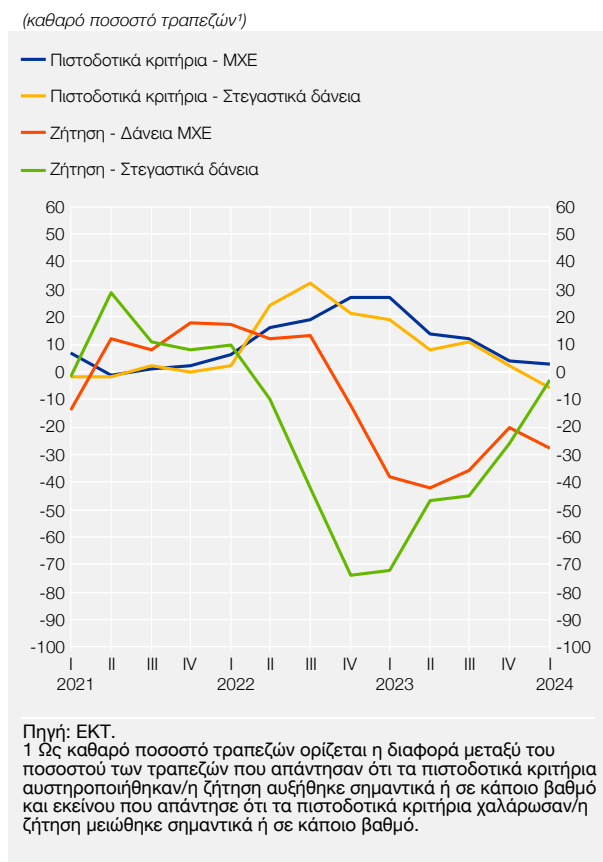




**Διάγραμμα ΙΙΙ.11 Δάνεια προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά στη ζώνη του ευρώ<sup>1</sup>**  
(Ιανουάριος 2021-Απρίλιος 2024)



**Διάγραμμα ΙΙΙ.12 Μεταβολή στα πιστοδοτικά κριτήρια και τη ζήτηση δανείων στη ζώνη του ευρώ (α' τρίμηνο 2021-α' τρίμηνο 2024)**

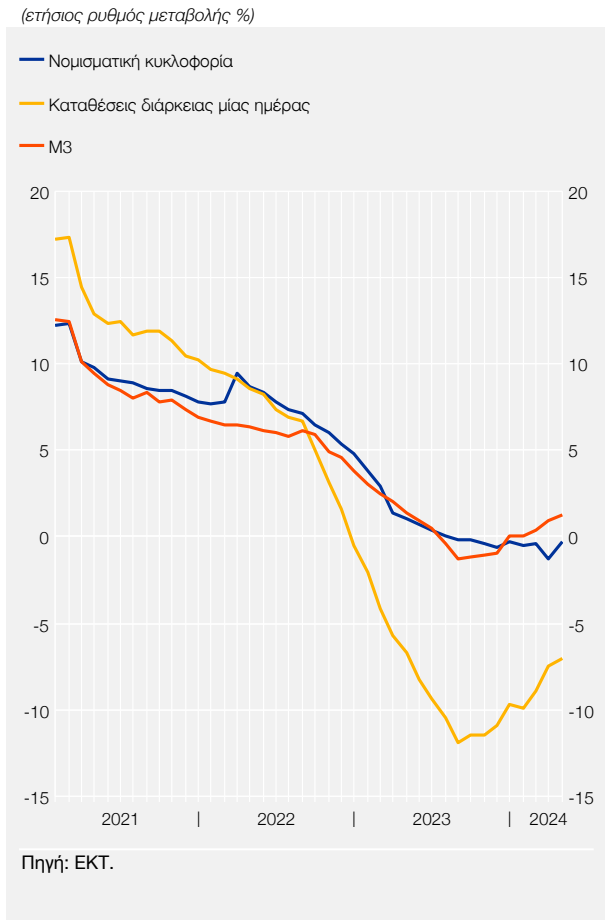


Τρίτον, τη μικρή επιτάχυνση της πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις κατά το 2024, παράλληλα με σταθεροποίηση του ρυθμού πιστωτικής επέκτασης προς τα νοικοκυριά (βλ. Διάγραμμα ΙΙΙ.11). Η τακτική έρευνα που διεξάγει το Ευρωσύστημα για τις τραπεζικές χορηγήσεις στη ζώνη του ευρώ υποδεικνύει υποχώρηση της ζήτησης για τραπεζική χρηματοδότηση, καθώς τα υψηλά επιτόκια επιδρούν αρνητικά στην επενδυτική δραστηριότητα σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των τραπεζών του δείγματος. Η έρευνα επίσης δείχνει περαιτέρω οριακή αυστηροποίηση των πιστοδοτικών κριτηρίων των τραπεζών όσον αφορά τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, ταυτόχρονα με χαλάρωση των κριτηρίων όσον αφορά τη στεγαστική πίστη (βλ. Διάγραμμα ΙΙΙ.12).

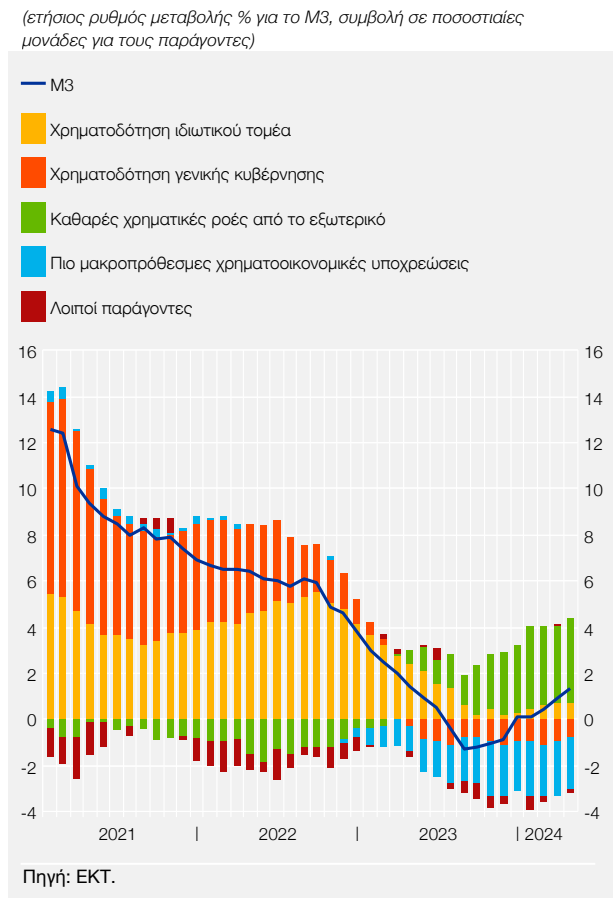
Τέταρτον, τη διατήρηση του ρυθμού μεταβολής της προσφοράς χρήματος με την ευρεία έννοια (M3) σε πολύ χαμηλά επίπεδα (βλ. Διαγράμματα ΙΙΙ.13 και ΙΙΙ.14).

Σε εφαρμογή της στρατηγικής νομισματικής πολιτικής, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ πρόβη τον Ιούνιο του 2024 σε διεξοδική εξέταση των αλληλεπιδράσεων μεταξύ της ενιαίας νομισματικής πολιτικής και της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Το συμπέρασμα αυτής της εξέτασης ήταν ότι οι τράπεζες στη ζώνη του ευρώ παραμένουν ανθεκτικές. Η βελτίωση των οικονομικών προοπτικών στήριξε τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Αντίθετα η όξυνση των γεωπολιτικών εντάσεων επιδρά δυσμενώς. Επιπλέον, το Διοικητικό Συμβούλιο σημείωσε ότι ενδέχεται να προκύψουν αρνητικά αποτελέσματα για την ευρύτερη οικονομία σε περίπτωση που σημειωθεί απροσδόκητη επιδείνωση των συνθηκών χρηματοδότησης διεθνώς και συνακόλουθη πτώση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων. Η μακροπροληπτική πολιτική θεωρείται ως η πρώτη γραμμή άμυνας έναντι της ανάπτυξης ευπαθειών στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Τα μακροπροληπτικά μέτρα που έχουν ήδη υιοθετηθεί ή πρόκειται να τεθούν σε

**Διάγραμμα III.13 Νομισματικά μεγέθη στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2021-Απρίλιος 2024)**



**Διάγραμμα III.14 Παράγοντες που συμβάλλουν στη μεταβολή του νομισματικού μεγέθους M3 στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2021-Απρίλιος 2024)**



ισχύ στο άμεσο μέλλον συμβάλλουν στη θωράκιση της ανθεκτικότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

**Πολιτική επιτοκίων και άλλα μέτρα νομισματικής πολιτικής**

Κατά το πρώτο εξάμηνο του 2024 οι αποφάσεις πολιτικής επιτοκίων λαμβάνονταν από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ με βάση τα διαθέσιμα οικονομικά στοιχεία και πληροφορίες και με ορίζοντα την επόμενη συνεδρίασή του, οπότε και επαναξιολογείτο η κατάσταση της οικονομίας της Νομισματικής Ένωσης. Το Διοικητικό Συμβούλιο εξήγησε ότι διαμορφώνει εκτίμηση για την ένταση και τη διάρκεια της περιοριστικής νομισματικής πολιτικής που απαιτούνται στη ζώνη του ευρώ με βάση τις προοπτικές του πληθωρισμού, τη δυναμική του υποκείμενου πληθωρισμού και την έκταση στην οποία μεταδίδεται στην πραγματική οικονομία της ζώνης του ευρώ η επίδραση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής.

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

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ διαβεβαίωσε ότι τα εν λόγω επιτόκια πολιτικής θα διατηρούνταν για ικανό χρονικό διάστημα σε επίπεδα τα οποία θα ήταν επαρκώς περιοριστικά ώστε ο πληθωρισμός να επιστρέφει γρήγορα στο στόχο του 2%. Τον Απρίλιο του 2024 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ανακοίνωσε ειδικότερα ότι τα βασικά επιτόκια είχαν πλέον φθάσει σε επίπεδα ικανά να συνδράμουν αποφασιστικά στην έγκαιρη επιστροφή του πληθωρισμού στο στόχο. Επιπλέον, το Διοικητικό Συμβούλιο διευκρίνισε ότι, εφόσον ενισχυθεί η πεποίθησή του ότι αφενός ο πληθωρισμός συγκλίνει προς το στόχο και αφετέρου η σύγκλιση αυτή δεν είναι προσωρινή αλλά θα έχει διάρκεια, θα ήταν σκόπιμο να μετριαστεί ο βαθμός περιορισμού της νομισματικής πολιτικής τον οποίο επιδιώκει το Ευρωσύστημα. Πάντως, το Διοικητικό Συμβούλιο υπογράμμισε ότι δεν είναι δυνατόν να δεσμευθεί ως προς τη μελλοντική πορεία των βασικών επιτοκίων.

Τονίστηκε επανειλημμένως ότι το Διοικητικό Συμβούλιο 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, καθώς και την αποτελεσματική λειτουργία του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής.

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

Από την άλλη πλευρά, το Διοικητικό Συμβούλιο τόνισε ότι, παρά τον προοδευτικό περιορισμό των πληθωριστικών πιέσεων, ο εγχώριος πληθωρισμός εξακολουθεί να είναι υψηλός. Οι μισθοί εξακολουθούν να αυξάνονται ταχέως σε μια προσπάθεια να αντισταθμιστούν οι συνέπειες της πρότερης επιτάχυνσης του πληθωρισμού τιμών. Δεδομένης της κατανομής των μισθολογικών συμφωνιών στο χρόνο και της σημασίας των εφάπαξ πληρωμών προς τους εργαζόμενους, το κόστος εργασίας αναμένεται να καταγράψει διακυμάνσεις βραχυχρόνια. Πάντως, σύμφωνα με τους πρόδρομους δείκτες οι μισθολογικές αυξήσεις θα μετριαστούν στη διάρκεια του 2024.

Το Διοικητικό Συμβούλιο είχε αποφασίσει ότι κατά το πρώτο εξάμηνο του 2024 θα συνέχιζε να επανεπενδύεται ολόκληρο το προϊόν της εξόφλησης των τίτλων που έχουν ήδη αποκτηθεί από το Ευρωσύστημα μέσω του προγράμματος αγοράς τίτλων PEPP, το οποίο θεσμοθετήθηκε με την έναρξη της πανδημίας. Ακολούθως, κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2024, το ύψος του χαρτοφυλακίου των εν λόγω χρεογράφων θα αφεθεί να ελαττώνεται κατά 7,5 δισεκ. ευρώ κατά μέσο όρο ανά μήνα. Στο τέλος του 2024 οι επανεπενδύσεις θα σταματήσουν και στο πλαίσιο του PEPP.

Το Μάρτιο του 2024 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε ότι είναι αναγκαίο να αναπροσαρμοστεί το λειτουργικό πλαίσιο άσκησης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής με δεδομένη την αναμενόμενη εξομάλυνση του ισολογισμού του Ευρωσυστήματος. Σχετικά, όπως περιγράφεται στο Πλαίσιο ΙΙΙ.1, το Διοικητικό Συμβούλιο έθεσε τις θεμελιώδεις αρχές, αλλά και τις βασικές παραμέτρους όσον αφορά την εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής και την παροχή ρευστότητας από την κεντρική τράπεζα στο τραπεζικό σύστημα υπό συνθήκες σταδιακής αποκλιμάκωσης της υπερβάλλουσας ρευστότητας από τα υψηλά επίπεδα στα οποία έχει φθάσει.

## Πλαίσιο III.1

**ΟΙ ΠΡΟΣΦΑΤΕΣ ΑΛΛΑΓΕΣ ΣΤΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ ΤΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ**

Μέχρι τη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση (2007-2008), το Ευρωσύστημα κατήυθνε τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια στην αγορά χρήματος στο μέσο του επιτοκιακού διαδρόμου που οριζόταν από το επιτόκιο της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης (MLFR) και από το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων (DFR), δηλ. κοντά στο επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος (MRO) (corridor system, Διάγραμμα Α). Το λειτουργικό πλαίσιο<sup>1</sup> ήταν σχεδιασμένο για συνθήκες σχετικής έλλειψης ρευστότητας, ώστε η κεντρική τράπεζα να χορηγεί στα πιστωτικά ιδρύματα τα αποθεματικά που χρειάζονταν μετά την κάλυψη των αναγκών τους σε ρευστότητα μέσω της διατραπεζικής αγοράς. Οι ανάγκες για αποθεματικά προέρχονταν (α) από την υποχρέωση τήρησης ελάχιστων αποθεματικών (minimum reserve requirements) και (β) από τους αυτόνομους παράγοντες, που επιδρούν στη ρευστότητα στο τραπεζικό σύστημα και οι οποίοι βρίσκονται εκτός του ελέγχου του Ευρωσυστήματος.<sup>2</sup> Λόγω της θετικής διαφοράς που υπήρχε μεταξύ του επιτοκίου δανεισμού διάρκειας μίας ημέρας στην αγορά χρήματος (EONIA) και εκείνου για κατάθεση αποθεματικών στην κεντρική τράπεζα (DFR), η κατάθεση πλεοναζόντων αποθεματικών (άνω των ελάχιστων απαιτούμενων) στην κεντρική τράπεζα συνεπαγόταν ένα κόστος ευκαιρίας για τις τράπεζες, δίνοντας κίνητρα να δραστηριοποιούνται στη διατραπεζική αγορά χρήματος για τη διαχείριση της ρευστότητάς τους. Κατά συνέπεια, η ζήτηση για πλεονάζοντα αποθεματικά από την κεντρική τράπεζα ήταν σχεδόν αμελητέα και αφορούσε κυρίως λόγους διακανονισμού συναλλαγών.

Μετά την εκδήλωση της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης, κατέστη αναγκαίο το Ευρωσύστημα να προσφέρει αυξημένη ρευστότητα στο τραπεζικό σύστημα – με την εφαρμογή αρχικά της διαδικασίας χορήγησης ρευστότητας χωρίς ποσοτικό περιορισμό με σταθερό επιτόκιο (fixed rate full allotment) στις πράξεις αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος – ωθώντας τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια προς τα κάτω, από το MRO προς το DFR (Διάγραμμα Α). Από την έναρξη του διευρυσμένου προγράμματος αγοράς τίτλων (asset purchase programme – APP) το 2015, όταν το Ευρωσύστημα ήρθε αντιμέτωπο με το ελάχιστο εφικτό όριο των επιτοκίων (effective lower bound) και μετά, το λειτουργικό πλαίσιο του Ευρωσυστήματος κατ' ουσίαν λειτουργεί υπό ένα σύστημα κατώτατου επιτοκιακού ορίου (floor system), στο οποίο η κεντρική τράπεζα προσφέρει συστηματικά μεγάλου ύψους αποθεματικά στο τραπεζικό σύστημα. Καθώς τα αποθεματικά αυτά υπερβαίνουν κατά πολύ τις ανάγκες ρευστότητας που πηγάζουν από τις συνήθεις δραστηριότητες των τραπεζών (ελάχιστα υποχρεωτικά αποθεματικά, ζήτηση τραπεζογραμματίων εκ μέρους του κοινού, εκροές καταθέσεων, διακανονισμός διατραπεζικών πληρωμών κ.λπ.), τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια κυμαίνονται επί μακρές χρονικές περιόδους πολύ κοντά στο κάτω όριο του διαδρόμου που ορίζουν τα επιτόκια πολιτικής, δηλ. κοντά στο DFR, ενώ το κόστος ευκαιρίας λόγω διακράτησης πλεοναζόντων αποθεματικών στην κεντρική τράπεζα (δηλ. η διαφορά του επιτοκίου μίας ημέρας στην αγορά χρήματος και του DFR) έχει εξαλειφθεί.

Η εμπειρία από την εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής σε περιβάλλον υπερβάλλουσας ρευστότητας κατέδειξε ορισμένα μειονεκτήματα που σχετίζονταν κυρίως με τον ατελή έλεγχο των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων. Καθώς στην αγορά χρήματος δραστηριοποιούνται και συμμετέχοντες που δεν έχουν τη δυνατότητα να καταθέσουν την υπερβάλλουσα ρευστότητά τους στο Ευρωσύστημα, όπως είναι οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί εκτός των τραπεζών (non-bank financial institutions), οι τράπεζες χρεώνουν ένα περιθώριο διαμεσολάβησης σε σχέση με το DFR όταν δανείζονται ρευστότητα από τους οργανισμούς αυτούς, γεγονός που μπορεί να οδηγήσει το επιτόκιο διάρκειας μίας ημέρας σε επίπεδο κάτω από το DFR.<sup>3</sup> Επιπλέον, η παροχή άφθονης ρευστότητας αποθάρρυνε τη διαχείριση της ρευστότητας μέσω των αγορών χρήματος και κεφαλαίων, ενώ η ισχυρή παρουσία του Ευρω-

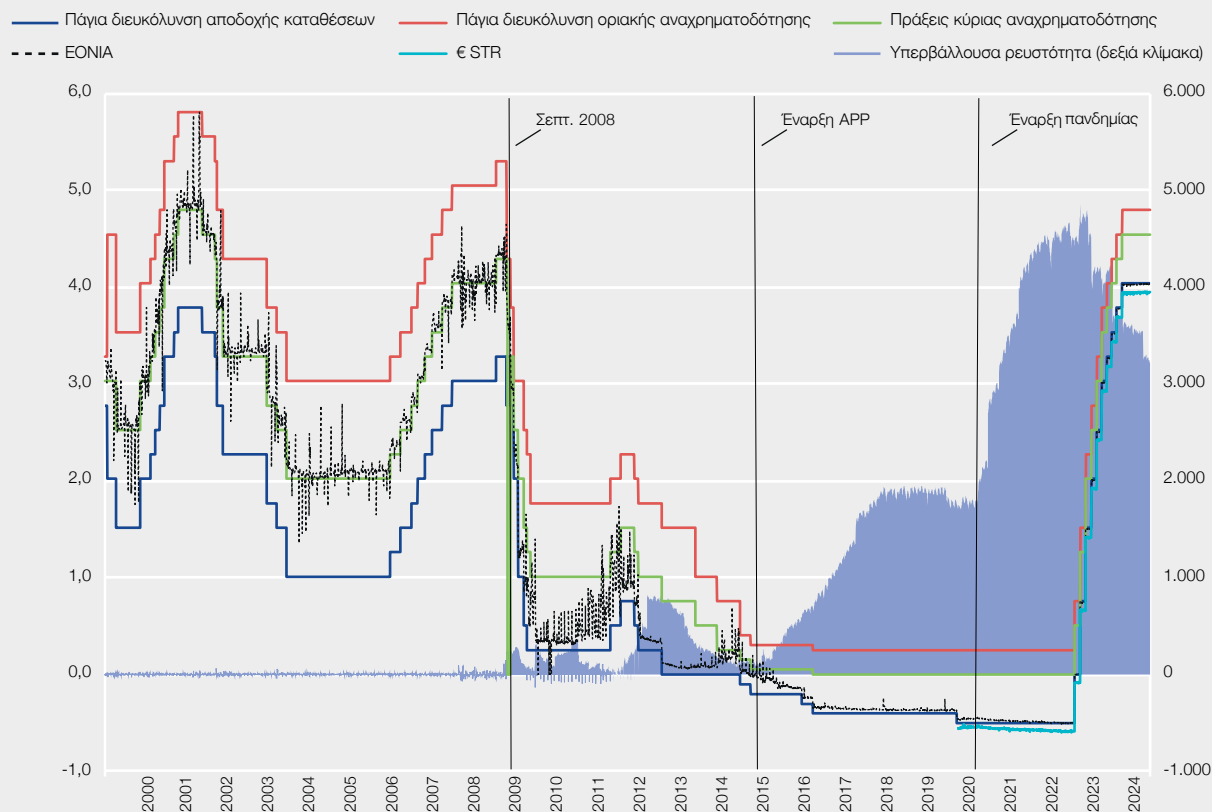
1 Το λειτουργικό πλαίσιο περιλαμβάνει τις διαδικασίες και τους κανόνες που διέπουν την εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος. Σκοπός του λειτουργικού πλαισίου είναι να κατευθύνει τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια στην αγορά χρήματος σε συνέπεια με τις αποφάσεις νομισματικής πολιτικής.

2 Όπως τα τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία και οι καταθέσεις του Δημοσίου στην κεντρική τράπεζα.

3 Βλ. Aberg et al. (2021), "Demand for central bank reserves and monetary policy implementation frameworks: the case of the Eurosystem", ECB Occasional Paper No. 282.

### Επιτόκια πολιτικής του Ευρωσυστήματος, υπερβάλλουσα ρευστότητα και επιτόκιο διάρκειας μίας ημέρας (4 Ιανουαρίου 1999-28 Μαΐου 2024)

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



Πηγή: ΕΚΤ.

συστήματος ως αγοραστή χρεογράφων έθετε και ζητήματα αποτελεσματικής λειτουργίας των αγορών, π.χ. επέφερε έλλειψη ασφαλών περιουσιακών στοιχείων που χρησιμοποιούνται ως ενέχυρα.

#### Η ζήτηση αποθεματικών καθώς υποχωρεί η υπερβάλλουσα ρευστότητα

Από τα τέλη του 2022 η υπερβάλλουσα ρευστότητα στο τραπεζικό σύστημα της ευρωζώνης άρχισε να υποχωρεί λόγω αποπληρωμής των TLTRO III και στη συνέχεια λόγω περιορισμού των επανεπενδύσεων σε τίτλους εκ μέρους του Ευρωσυστήματος. Η συρρίκνωση του ισολογισμού του Ευρωσυστήματος αποφασίστηκε προκειμένου να ευθυγραμμιστούν όλα τα εργαλεία πολιτικής προς την κατεύθυνση της αυστηροποίησης της νομισματικής πολιτικής. Ωστόσο, υπάρχει αρκετή αβεβαιότητα ως προς το πότε και σε ποιο βαθμό η υποχώρηση των αποθεματικών στο τραπεζικό σύστημα θα μπορούσε να ασκήσει ανεπιθύμητες ανοδικές πιέσεις στα βραχυπρόθεσμα επιτόκια,<sup>4</sup> καθώς μετά τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-2008 πιθανόν έχουν επέλθει διαρθρωτικές μεταβολές στη ζήτηση αποθεματικών από την κεντρική τράπεζα.<sup>5</sup>

Η ζήτηση αποθεματικών από την κεντρική τράπεζα είναι εν μέρει ενδογενής στο εκάστοτε λειτουργικό πλαίσιο, καθώς επηρεάζεται από το επιτόκιο που εφαρμόζεται στα αποθεματικά των τραπεζών που κατατίθενται στην κεντρική τράπεζα, αλλά και από τους όρους των πράξεων ανοικτής αγοράς του Ευρωσυστήματος.<sup>6</sup>

4 Ανοδικές πιέσεις στα επιτόκια θα μπορούσαν να ασκηθούν στο σημείο εκείνο όπου αρκετοί συμμετέχοντες στην αγορά αντιμετωπίζουν έλλειψη ρευστότητας ώστε να χρειάζεται να δανειστούν ή όταν οι τράπεζες που διαθέτουν πλεονάζουσα ρευστότητα δεν δανείζουν σε άλλους συμμετέχοντες στην αγορά για προληπτικούς λόγους ή λόγω αποστροφής προς τον κίνδυνο.

5 Βλ. "The Eurosystem's operational framework", ομιλία της Isabel Schnabel, Μέλους της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ, στη συνεδρίαση του Money Market Contact Group, 14.3.2024.

6 Βλ. Aberg et al., όπ.π.

Άλλοι παράγοντες έχουν επίσης μετατοπίσει τη ζήτηση αποθεματικών, για παράδειγμα οι εποπτικοί κανόνες βάσει των οποίων τα πιστωτικά ιδρύματα πρέπει να τηρούν υψηλότερα αποθέματα ρευστότητας από ό,τι στο παρελθόν.<sup>7</sup> Εξάλλου, η προληπτική συμπεριφορά των τραπεζών για κάλυψη έναντι του κινδύνου ρευστότητας έχει ενταθεί μετά τις συνεχείς κρίσεις των τελευταίων ετών. Η ζήτηση αποθεματικών είναι δυνατόν να έχει ενισχυθεί, επειδή αποτελούν στοιχεία ενεργητικού που δεν υπόκεινται σε κίνδυνο από μεταβολές αποτιμήσεων ή κίνδυνο ρευστότητας. Επίσης, η υπερβάλλουσα ρευστότητα χαρακτηρίστηκε από ανισομερή κατανομή μεταξύ τραπεζών και γεωγραφικών περιοχών, η οποία, σε συνδυασμό με τη μικρότερη ανοχή των τραπεζών προς τον κίνδυνο, συντέλεσε σε σημαντικό περιορισμό του όγκου συναλλαγών στην αγορά άνευ εξασφαλίσεων, χωρίς να είναι σαφές ακόμη αν η δραστηριότητα αυτή θα επανακάμψει πλήρως καθώς η υπερβάλλουσα ρευστότητα υποχωρεί.<sup>8</sup>

### Τα χαρακτηριστικά των πρόσφατων αλλαγών στο λειτουργικό πλαίσιο του Ευρωσυστήματος

Το Ευρωσύστημα προέβη από το Δεκέμβριο του 2022 σε επαναξιολόγηση του λειτουργικού πλαισίου εφαρμογής της νομισματικής πολιτικής. Στα μέσα Μαρτίου 2024 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ανακοίνωσε τις αλλαγές που υιοθέτησε ώστε να διασφαλίσει την ομαλή εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής, καθώς η ρευστότητα στο τραπεζικό σύστημα σταδιακά συρρικνώνεται. Οι βασικές παράμετροι και τα χαρακτηριστικά που θα διέπουν το λειτουργικό πλαίσιο συνοψίζονται στον πίνακα.

Τα τρία κυριότερα χαρακτηριστικά των αλλαγών στο λειτουργικό πλαίσιο είναι τα εξής:<sup>9</sup>

Πρώτον, βασίζεται στη ζήτηση αποθεματικών εκ μέρους των τραπεζών. Το Ευρωσύστημα θα παρέχει ρευστότητα (με σταθερό επιτόκιο) χωρίς ποσοτικό περιορισμό, σηματοδοτώντας μια σημαντική αλλαγή σε σχέση με τον τρόπο παροχής ρευστότητας πριν το 2008. Οι τακτικές πράξεις αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος αποτελούν κεντρικό σημείο παροχής της οριακής μονάδας αποθεματικών στο τραπεζικό σύστημα με βάση τη ζήτηση που εκδηλώνεται, διασφαλίζοντας μια πιο ισομερή κατανομή μεταξύ των επιμέρους τραπεζών και κρατών-μελών σε σύγκριση με τα προγράμματα αγοράς τίτλων.

Δεύτερον, το λειτουργικό πλαίσιο υιοθετεί έναν ευρύ συνδυασμό εργαλείων για την παροχή ρευστότητας. Τα εργαλεία αυτά περιλαμβάνουν, εκτός από τις βραχυπρόθεσμες, και πιο μακροπρόθεσμες τακτικές πράξεις, που είναι απαραίτητες για την ομαλή αναχρηματοδότηση των αναγκών ρευστότητας των τραπεζών. Μετά το καταληκτικό σημείο μείωσης του ισολογισμού του Ευρωσυστήματος, η προσφορά αποθεματικών θα διεξάγεται και μέσω νέων διαρθρωτικών πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης και ενός διαρθρωτικού χαρτοφυλακίου ομολόγων. Τα νέα αυτά εργαλεία θα αποτελούν μια πιο σταθερή πηγή ρευστότητας, ενώ αναμένεται να συμβάλουν στη μείωση του λειτουργικού φόρτου και της ανάγκης δέσμευσης μεγάλου μέρους του ενεργητικού των τραπεζών ως ενέχυρου στις πράξεις αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος. Ο σχεδιασμός του λειτουργικού πλαισίου αποβλέπει επίσης στην ενσωμάτωση μέτρων πολιτικής σχετικών με την κλιματική αλλαγή στις διαρθρωτικές πράξεις νομισματικής πολιτικής.

Τρίτον, η νομισματική πολιτική εφαρμόζεται μέσω ενός σχετικά ελαστικού κατώτατου ορίου (soft floor), με μια πιο περιορισμένη διαφορά επιτοκίου μεταξύ MRO και DFR (δηλ. μεταξύ του επιτοκίου που πληρώνουν οι τράπεζες για να δανειστούν αποθεματικά και εκείνου που λαμβάνουν για κατάθεση στην κεντρική τράπεζα). Ελαστικό κατώτατο όριο σημαίνει ότι το Ευρωσύστημα θα ανεχθεί κάποια απόκλιση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων γύρω από το DFR στο βαθμό που δεν αλλοιώνονται οι ενδείξεις για την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής. Η μικρή σχετικά διαφορά επιτοκίου (στο επίπεδο των 15 μ.β. μεταξύ επιτοκίου MRO και DFR) περιορίζει τυχόν ανοδικές πιέσεις στα βραχυπρόθεσμα επιτόκια καθώς η υπερβάλλουσα ρευστότητα υποχωρεί, ενώ ενισχύει τα κίνητρα για τις τράπεζες να συμμετέχουν στις πράξεις αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος. Από την άλλη

7 Το κανονιστικό πλαίσιο “Βασιλεία III” για το δείκτη κάλυψης ρευστότητας (Liquidity Coverage Ratio) επηρεάζει τη ζήτηση εκ μέρους των τραπεζών για ρευστά στοιχεία ενεργητικού υψηλής ποιότητας (HQLA), μεταξύ των οποίων συγκαταλέγεται η υπερβάλλουσα ρευστότητα από την κεντρική τράπεζα.

8 Βλ. “Back to normal? Balance sheet size and interest rate control”, ομιλία της Isabel Schnabel, Μέλους της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ, σε εκδήλωση των Columbia University και SGH Macro Advisors, 27.3.2023.

9 Βλ. Isabel Schnabel, όπ.π.

πλευρά, εκτιμάται ότι το εύρος αυτό διατηρεί ταυτόχρονα κίνητρα για τις τράπεζες να δραστηριοποιούνται στην αγορά χρήματος, ενθαρρύνοντας μια συνετή διαχείριση της ρευστότητάς τους.

### Οι αλλαγές στο λειτουργικό πλαίσιο εφαρμογής της νομισματικής πολιτικής

1. Επιτόκιο που σηματοδοτεί την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής:	Το επιτόκιο στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων του Ευρωσυστήματος.
2. Εργαλεία για την παροχή ρευστότητας:	
I. Βραχυπρόθεσμες πράξεις	
Πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης (ΠΚΑ):	<b>Διαδικασία:</b> Δημοπρασία σταθερού επιτοκίου για τη χορήγηση ρευστότητας χωρίς ποσοτικό περιορισμό. Διατήρηση του διευρυμένου συνόλου περιουσιακών στοιχείων που γίνονται δεκτά ως εξασφαλίσεις στις πράξεις αυτές. <b>Επιτόκιο:</b> Το επιτόκιο των ΠΚΑ θα προσαρμοστεί ώστε η διαφορά του έναντι του επιτοκίου στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων να μειωθεί σε 15 μ.β. (αντί 50 μ.β. που είναι τώρα). Η αντίστοιχη διαφορά μεταξύ του επιτοκίου στη διευκόλυνση οριακής αναχρηματοδότησης και στις ΠΚΑ θα παραμείνει αμετάβλητη στις 25 μ.β. Οι αλλαγές αυτές τίθενται σε ισχύ από την έκτη περίοδο τήρησης αποθεματικών του 2024, που ξεκινά στις 18 Σεπτεμβρίου.
II. Πιο μακροπρόθεσμες πράξεις:	
Πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης: χορήγηση ρευστότητας για τρεις μήνες	<b>Διαδικασία:</b> Δημοπρασία σταθερού επιτοκίου για τη χορήγηση ρευστότητας χωρίς ποσοτικό περιορισμό. Διατήρηση του διευρυμένου συνόλου περιουσιακών στοιχείων που αποδέχεται το Ευρωσύστημα ως εξασφαλίσεις στις πράξεις αυτές.
III. Διαρθρωτικές πράξεις ανοικτής αγοράς	
α. Διαρθρωτικές πράξεις πιο μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης:	Θα εισαχθούν σε επόμενο στάδιο, όταν ο ισολογισμός του Ευρωσυστήματος αρχίσει να διευρύνεται εκ νέου, λαμβάνοντας υπόψη το υφιστάμενο χαρτοφυλάκιο ομολόγων. Οι όροι των πράξεων αυτών θα ρυθμιστούν με βάση τις αρχές που διέπουν το λειτουργικό πλαίσιο ώστε να μην επηρεάζεται η κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής.
β. Διαρθρωτικό χαρτοφυλάκιο χρεογράφων:	
3. Τήρηση ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών στην κεντρική τράπεζα:	
Συντελεστής ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών:	Διατηρείται στο 1%.
Επιτόκιο ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών:	Διατηρείται στο 0%.
Πηγή: ΕΚΤ.	





# IV ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Η ελληνική οικονομία συνεχίζει να αναπτύσσεται με ικανοποιητικό ρυθμό, σημαντικά υψηλότερο από τον αντίστοιχο της ευρωζώνης. Στην αύξηση του ΑΕΠ – κατά 2,1% το α' τρίμηνο του 2024 σε σύγκριση με το αντίστοιχο τρίμηνο του προηγούμενου έτους – συνέβαλαν κυρίως η ιδιωτική κατανάλωση και οι επενδύσεις, ενώ υστέρηση κατέγραψαν οι εξαγωγές αγαθών. Οι ενδείξεις από τη βιομηχανία, τις κατασκευές και τις υπηρεσίες παραμένουν θετικές, αλλά κάποιοι δείκτες οικονομικής δραστηριότητας, όπως των λιανικών πωλήσεων και των εξαγωγών, εμφάνισαν υποχώρηση. Οι προσδοκίες πάντως των επιχειρήσεων παραμένουν σε υψηλά επίπεδα.

Ο γενικός πληθωρισμός συνεχίζει να επιβραδύνεται και στη διάρκεια του τρέχοντος έτους, ενώ επίσης ο πυρήνας του πληθωρισμού αποκλιμακώνεται σε σχέση με τους υψηλούς ρυθμούς του 2023. Στην αγορά εργασίας η απασχόληση εξακολουθεί να παρουσιάζει θετικούς ρυθμούς μεταβολής και το α' τρίμηνο του 2024, και οι κενές θέσεις εργασίας αυξάνονται.

Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών διευρύνθηκε το πρώτο τετράμηνο του 2024 σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2023, καθώς η επιδείνωση των ισοζυγίων αγαθών και πρωτογενών εισοδημάτων αντισταθμίστηκε μόνο εν μέρει από τη βελτίωση κυρίως του ισοζυγίου δευτερογενών εισοδημάτων.

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

Η ελληνική οικονομία προβλέπεται ότι θα αναπτυχθεί με ρυθμό 2,2% και 2,5% το 2024 και το 2025, ενώ ο πληθωρισμός θα διαμορφωθεί σε 3,0% και 2,3% αντίστοιχα. Οι κίνδυνοι που περιβάλλουν την πρόβλεψη για το ΑΕΠ είναι κυρίως καθοδικοί και συνδέονται με ενδεχόμενες δυσμενείς γεωπολιτικές εξελίξεις και τις επιπτώσεις τους στην ευρωπαϊκή οικονομία, με την εντεινόμενη στενότητα στην αγορά εργασίας, με την εκδήλωση καταστροφικών φαινομένων που απορρέουν από την κλιματική κρίση και, τέλος, με τυχόν καθυστερήσεις στην απορρόφηση των πόρων του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας. Θετικά ενδέχεται να επιδράσει τυχόν υψηλότερο από το αναμενόμενο επίπεδο εισπράξεων από την τουριστική δραστηριότητα.

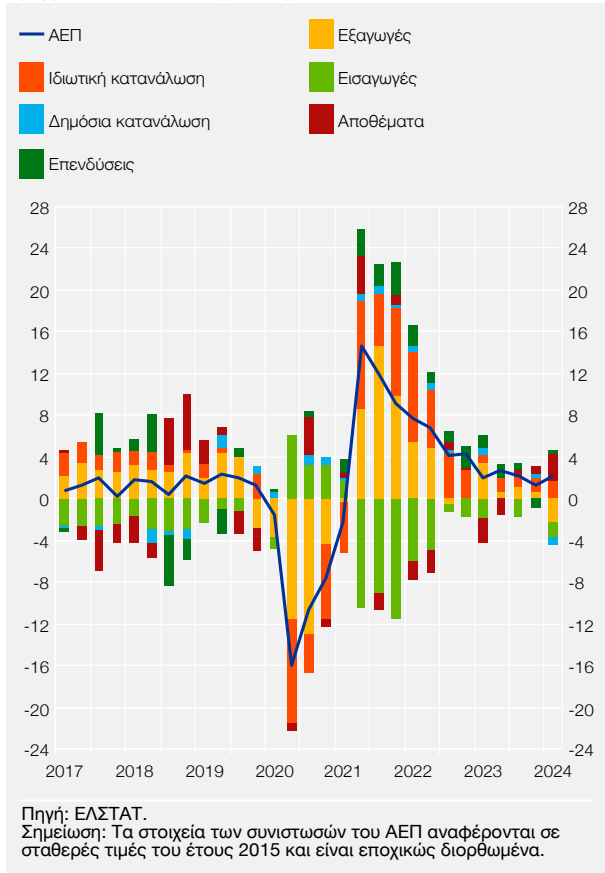
## 1 ΣΥΝΟΨΗ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ<sup>1</sup>

Η ελληνική οικονομία συνέχισε να αναπτύσσεται το 2023 με ικανοποιητικό ρυθμό, παρά τις διεθνείς γεωπολιτικές αναταράξεις και τις φυσικές καταστροφές που έπληξαν τη χώρα το δεύτερο εξάμηνο του έτους, ξεπερνώντας το ρυθμό ανάπτυξης της ζώνης του ευρώ. Το α' τρίμηνο του 2024 το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 2,1% σε σχέση με το αντίστοιχο τρίμηνο του 2023. Βασικές συνιστώσες της ανάπτυξης ήταν η ιδιωτική κατανάλωση και σε μικρότερο βαθμό οι επενδύσεις, ενώ η δημόσια κατανάλωση κατέγραψε σημαντική μείωση. Αντίθετα, ο εξωτερικός τομέας είχε αρνητική συμβολή στη μεταβολή του ΑΕΠ, καθώς μειώθηκαν σημαντικά οι εξαγωγές αγαθών και ταυτόχρονα αυξήθηκαν οι εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών (βλ. Διάγραμμα IV.1 και Πίνακα IV.1). Την ίδια περίοδο οι δείκτες δραστηριότητας στη βιομηχανία, τις κατασκευές και τις υπη-

<sup>1</sup> Το κείμενο βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία που ήταν διαθέσιμα μέχρι τις 10.6.2024.

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

(συμβολές σε ποσοστιαίες μονάδες)



ρεσίες συνέχισαν να καταγράφουν ισχυρούς θετικούς ρυθμούς μεταβολής, αλλά κάποιοι δείκτες που αφορούν την ιδιωτική κατανάλωση παρουσίασαν επιβράδυνση ή υποχώρηση, όπως ο όγκος λιανικών πωλήσεων. Πτωτικά κινήθηκε, σύμφωνα με τα στοιχεία του ισοζυγίου πληρωμών, και η εξαγωγική δραστηριότητα στα αγαθά, ενδεχομένως και λόγω της μείωσης των εξαγωγών αγροτικών προϊόντων σε συνέχεια των φυσικών καταστροφών το δεύτερο εξάμηνο του 2023.

Οι προσδοκίες των επιχειρήσεων πάντως παραμένουν σε υψηλά επίπεδα σε σύγκριση με τη ζώνη του ευρώ (βλ. Διάγραμμα IV.2). Επιπλέον, ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI) κινείται σε επίπεδα σαφώς υψηλότερα από το αντίστοιχο μέσο επίπεδο στην ευρωζώνη, υποδηλώνοντας άνοδο της ελληνικής μεταποιητικής παραγωγής.

Η ελληνική αγορά ακινήτων συνέχισε το 2023, αλλά και κατά τους πρώτους μήνες του 2024, να προσελκύει επενδυτική ζήτηση, ιδιαίτερα από το εξωτερικό, με αποτέλεσμα οι τιμές να κινηθούν περαιτέρω ανοδικά. Οι μεγαλύτερες αυξήσεις τιμών σημειώθηκαν στην αγορά κατοικίας, με την προσφορά ποιοτικού ή νέου αποθέματος να είναι περιορισμένη. Ως συνέπεια, διαμορφώνονται επίπεδα τιμών δυσανάλογα προς το δια-

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

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές και συμβολές σε ποσοστιαίες μονάδες, σταθερές αγοραίες τιμές 2015)

	2020	2021	2022	2023	2023 (β' τρίμ.)	2023 (γ' τρίμ.)	2023 (δ' τρίμ.)	2024 (α' τρίμ.)
Ιδιωτική κατανάλωση	-7,4 (-5,2)	5,8 (4,1)	7,4 (5,5)	1,8 (1,3)	2,1 (1,5)	1,4 (1,0)	2,0 (1,4)	2,2 (1,6)
Δημόσια κατανάλωση	3,0 (0,6)	1,8 (0,4)	2,1 (0,5)	1,7 (0,4)	1,1 (0,2)	-0,9 (-0,2)	1,9 (0,4)	-4,0 (-0,8)
Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	2,0 (0,2)	19,3 (2,3)	11,7 (1,6)	4,0 (0,6)	9,2 (1,3)	5,1 (0,7)	-5,5 (-0,8)	2,9 (0,4)
<i>Επενδύσεις σε κατοικίες</i>	19,0 (0,2)	27,3 (0,3)	33,7 (0,4)	20,7 (0,4)	45,9 (0,6)	27,5 (0,4)	-18,9 (-0,4)	-14,0 (-2,0)
Εγχώρια τελική ζήτηση <sup>1</sup>	-4,3 (-4,3)	6,5 (6,8)	6,9 (7,4)	2,1 (2,3)	2,8 (2,9)	1,4 (1,5)	0,9 (0,9)	1,1 (1,2)
Αποθέματα και στατιστικές διαφορές (ως % του ΑΕΠ)	2,2%	2,8%	2,0%	1,4%	0,2%	3,2%	2,6%	1,9%
Εγχώρια ζήτηση	-3,9 (-4,0)	7,0 (7,7)	6,0 (6,5)	1,5 (1,5)	2,1 (2,2)	2,7 (2,8)	0,6 (0,7)	5,6 (5,8)
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	-21,5 (-7,8)	24,2 (7,8)	6,2 (2,5)	3,7 (1,5)	1,4 (0,5)	2,8 (1,1)	1,6 (0,6)	-5,7 (-2,3)
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	-7,3 (2,7)	17,9 (-7,1)	7,2 (-3,3)	2,1 (-1,0)	0,1 (0,0)	4,1 (-1,8)	0,0 (0,0)	3,1 (-1,4)
Εξωτερική ζήτηση	... (-5,1)	... (0,7)	... (-0,8)	... (0,5)	... (0,5)	... (-0,7)	... (0,6)	... (-3,6)
Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν σε τιμές αγοράς	-9,3	8,4	5,6	2,0	2,7	2,1	1,3	2,1

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, τριμηνιαίοι εθνικοί λογαριασμοί, 7 Ιουνίου 2024. 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.

θέσιμο εισόδημα, τα οποία δυσχεραίνουν την απόκτηση πρώτης κατοικίας και συμπαρασύρουν ανοδικά τόσο τις τιμές κατοικιών υποδεέστερων χαρακτηριστικών όσο και τα μισθώματα, αναδεικνύοντας τη στέγαση σε σημαντικό ζήτημα για τα ελληνικά νοικοκυριά.

Η απασχόληση συνέχισε να αυξάνεται – με ηπιότερους ρυθμούς – το 2023 και το α' τρίμηνο του 2024. Η συνολική απασχόληση αυξήθηκε κατά 1,8% και το ποσοστό ανεργίας ανήλθε στο 12,1%, από 11,8% το αντίστοιχο τρίμηνο του 2023. Πάντως, παρατηρείται αύξηση της στενότητας στην αγορά εργασίας σε σύγκριση με το πρόσφατο παρελθόν, καθώς καταγράφεται αξιοσημείωτη αύξηση των κενών θέσεων εργασίας το α' τρίμηνο του 2024.

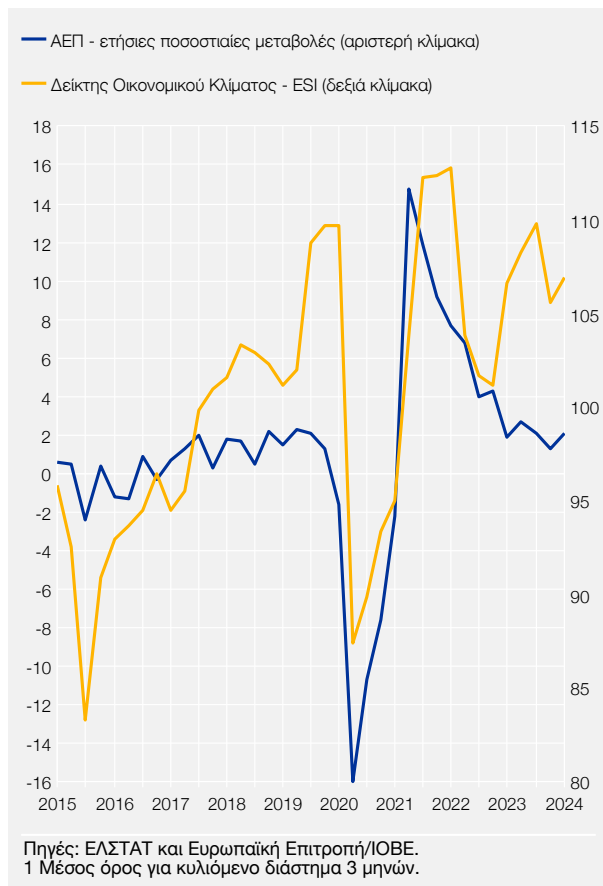
Ο γενικός πληθωρισμός στη διάρκεια του 2023 επιβραδύνθηκε σημαντικά, αποκλειστικά χάρη στη μεγάλη υποχώρηση των τιμών των ενεργειακών αγαθών, αλλά ο πυρήνας του πληθωρισμού παρέμεινε σε υψηλό επίπεδο. Κατά το διαθέσιμο πεντάμηνο του 2024 πάντως, οι δύο συνιστώσες του πυρήνα του πληθωρισμού, δηλαδή τα μη ενεργειακά βιομηχανικά αγαθά και οι υπηρεσίες, έχουν αποκλιμακωθεί σημαντικά σε σύγκριση με το 2023. Παρά το γεγονός ότι οι γεωπολιτικές εξελίξεις συντηρούν το κλίμα αβεβαιότητας όσον αφορά τις τιμές των εμπορευμάτων, προβλέπεται περαιτέρω επιβράδυνση τόσο του γενικού πληθωρισμού όσο και του πυρήνα μέσα στο 2024, καθώς όλες οι επιμέρους συνιστώσες αποκλιμακώνονται.

Η διεθνής ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας σημείωσε υποχώρηση το 2023 και στις αρχές του 2024, κυρίως ως προς τις σχετικές τιμές καταναλωτή. Σε όρους διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας, πρόσφατες κατατάξεις υποδηλώνουν ότι το επιχειρηματικό περιβάλλον βελτιώνεται, αλλά εξακολουθεί να είναι λιγότερο ελκυστικό από ό,τι στις περισσότερες χώρες της ΕΕ.

Σε ό,τι αφορά το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ), το έλλειμμα του διευρύνθηκε το πρώτο τετράμηνο του τρέχοντος έτους σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2023, αφού οι εξαγωγές αγαθών μειώθηκαν – παρά την άνοδο που κατέγραψαν τον Απρίλιο του 2024 – και οι εισαγωγές αγαθών αυξήθηκαν. Επιπροσθέτως, επιδείνωση κατέγραψε το ισοζύγιο πρωτογενών εισοδημάτων. Οι εξελίξεις αυτές αντισταθμίστηκαν μόνο μερικώς από τη βελτίωση πρωτίστως του ισοζυγίου δευτερογενών εισοδημάτων και δευτερευόντως του ισοζυγίου υπηρεσιών. Το έλλειμμα του ΙΤΣ ως ποσοστό του ΑΕΠ αναμένεται να μειωθεί για το σύνολο του έτους – παρά την αναμενόμενη ενίσχυση των εισαγωγών επενδυτικών αγαθών – λόγω της αύξησης των εισπράξεων από ταξιδιωτικές υπηρεσίες και υπηρεσίες θαλάσσιων μεταφορών, και της βελτίωσης του ισοζυγίου δευτερογενών εισοδημάτων, σε συνδυασμό με την ενίσχυση του ονομαστικού ΑΕΠ.

Καθώς εντείνονται οι παγκόσμιες γεωπολιτικές και οικονομικές προκλήσεις, όπως η πράσινη μετάβαση και η κλιματική κρίση, η τεχνητή νοημοσύνη αλλά και η γήρανση του πληθυσμού

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



στις ανεπτυγμένες χώρες, καθίσταται περισσότερο αναγκαία η διατήρηση, μεσοπρόθεσμα, υψηλών ρυθμών ανάπτυξης. Με αυτή την έννοια, η οικονομική πολιτική θα πρέπει να εστιάζει: (α) στην περαιτέρω διεύρυνση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων σε τομείς όπως η απονομή της δικαιοσύνης, ο ανταγωνισμός στις αγορές προϊόντων και η αντιμετώπιση της φοροδιαφυγής, προκειμένου να ενισχυθεί η διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα της οικονομίας, (β) στην παραγωγική αξιοποίηση των πόρων του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης NGEU (βλ. και Πλαίσιο V.1), με στόχο την αναβάθμιση των υποδομών που χρειάζονται για την πράσινη ανάπτυξη και την ψηφιακή μετάβαση, οι οποίες θα ενισχύσουν τη συνολική παραγωγικότητα της οικονομίας, (γ) στην ενίσχυση της έρευνας, της καινοτομίας και του ανθρώπινου κεφαλαίου και (δ) στην περαιτέρω αύξηση του ποσοστού των εξαγωγών, κυρίως των αγαθών, ως προς το ΑΕΠ, ώστε μεταξύ άλλων να αντιμετωπίζονται και οι διακυμάνσεις του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.

Σύμφωνα με τις πιο πρόσφατες εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, η οικονομική δραστηριότητα αναμένεται να αυξηθεί κατά 2,2% το 2024 και 2,5% το 2025. Ο πληθωρισμός εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί σε 3,0% το 2024 και 2,3% το 2025. Οι κίνδυνοι που περιβάλλουν τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος για την ανάπτυξη είναι κυρίως καθοδικοί και συνδέονται με: (α) τυχόν επιδείνωση της γεωπολιτικής κρίσης στην Ουκρανία και τη Μέση Ανατολή και τις επιπτώσεις της στο διεθνές οικονομικό περιβάλλον, (β) χαμηλότερο του αναμενομένου ρυθμό απορρόφησης και αξιοποίησης των κονδυλίων του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, (γ) ενδεχόμενες φυσικές καταστροφές λόγω της κλιματικής κρίσης, (δ) εντεινόμενη στενότητα στην αγορά εργασίας και (ε) βραδύτερη του αναμενομένου υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων. Θετικά ενδέχεται να επηρεαστεί ο ρυθμός ανάπτυξης στην περίπτωση που τα έσοδα από τον τουρισμό υπερβούν τις σχετικές προβλέψεις.

## 2 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ

### 2.1 Εξελίξεις από την πλευρά της ζήτησης

Η οικονομική δραστηριότητα διατήρησε και επιτάχυνε τη δυναμική της στη διάρκεια του α' τριμήνου του 2024, λόγω της θετικής συμβολής της εγχώριας ζήτησης, ιδίως της ιδιωτικής κατανάλωσης, αλλά και των επενδύσεων, στη διαμόρφωση του ΑΕΠ. Αντίθετα, η συμβολή του εξωτερικού τομέα ήταν αρνητική, καθώς η εξαγωγική δραστηριότητα, ιδιαίτερα στα αγαθά, φαίνεται ότι επηρεάστηκε από την επιδείνωση του διεθνούς περιβάλλοντος, ενώ παράλληλα καταγράφηκε άνοδος των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών (βλ. Διάγραμμα IV.1 και Πίνακα IV.1).

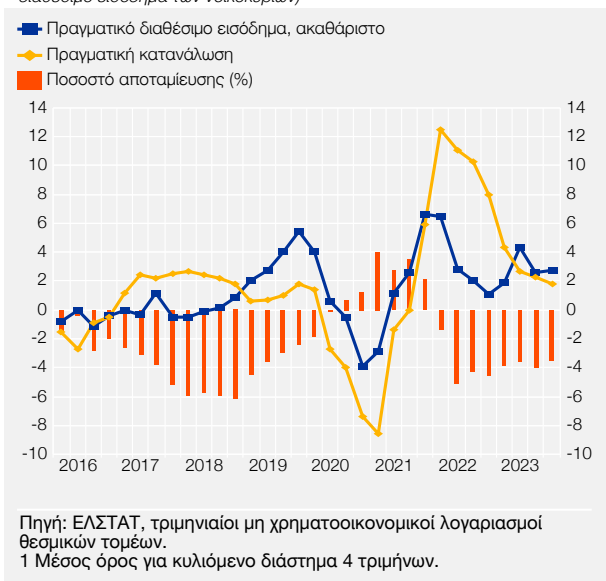
Η ιδιωτική κατανάλωση κατέγραψε σημαντικά ηπιότερους ρυθμούς ανόδου το 2023 (1,8% από 7,4% το 2022), μετά τους υψηλούς ρυθμούς της μεταπανδημικής περιόδου, λόγω της εξομάλυνσης της καταναλωτικής ζήτησης. Η καταναλωτική δαπάνη των νοικοκυριών υποστηρίχθηκε από την άνοδο του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματός τους. Σύμφωνα με τα στοιχεία των τριμηνιαίων μη χρηματοοικονομικών λογαριασμών των θεσμικών τομέων που καταρτίζει η ΕΛΣΤΑΤ, το ονομαστικό διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών και των μη κερδοσκοπικών ιδρυμάτων που εξυπηρετούν τα νοικοκυριά (ΜΚΙΕΝ) αυξήθηκε κατά 7,3% το 2023, ενώ το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα αυξήθηκε κατά 2,5% συνεπεία του πληθωρισμού. Η αύξηση του ονομαστικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών αποδίδεται κυρίως στη θετική συμβολή του εισοδήματος από εξαρτημένη εργασία και του εισοδήματος των αυτοαπασχολούμενων (βλ. Διάγραμμα IV.3). Η άνοδος του εισοδήματος εξαρτημένης εργασίας το 2023 (6,0%) υποστηρίχθηκε κυρίως από την άνοδο των αμοιβών ανά απασχολούμενο (5,5%) και δευτερευόντως από την αύξηση της απασχόλησης (0,5%). Στην άνοδο του εισοδήματος από εργασία συνέβαλαν η αύξηση του κατώτατου μισθού και οι ενεργητικές πολιτικές απασχόλησης. Παράλληλα, σημαντική ήταν η συμβολή των στοχευμένων δημοσιονομικών μέτρων για τη στήριξη των εισοδημάτων των ευάλωτων νοικοκυριών έναντι της αύξησης των τιμών της ενέργειας.

Η άνοδος της ιδιωτικής κατανάλωσης το 2023 συνέχισε να τροφοδοτείται, αν και με αισθητά χαμηλότερο ρυθμό σε σχέση με τα μεταπανδημικά έτη 2022 και 2021, από τη ζήτηση ιδίως για διαρκή αγαθά και υπηρεσίες, όπως υποδηλώνεται από την άνοδο του προϊόντος των υπηρεσιών, την αύξηση των πωλήσεων οχημάτων ιδιωτικής χρήσης (βλ. Πίνακα IV.2) και την άνοδο των υποδεικτών του δείκτη όγκου λιανικών πωλήσεων που αφορούν διαρκή αγαθά.<sup>2</sup> Η ισχυρή ανάκαμψη της ιδιωτικής κατανάλωσης το 2022 είχε ως συνέπεια την απομείωση των αποταμιεύσεων των νοικοκυριών που είχαν συσσωρευθεί κατά τη διάρκεια της πανδημίας. Ο μέσος όρος του ποσοστού αποταμίευσης των νοικοκυριών για κυλιόμενο διάστημα τεσσάρων τριμήνων καταδεικνύει τη μείωση των υψηλών ποσοστών αποταμίευσης της περιόδου της πανδημίας στη διάρκεια του 2022 και του 2023, και την επάνοδό τους στα προ πανδημίας αρνητικά επίπεδα (βλ. Διάγραμμα IV.4).

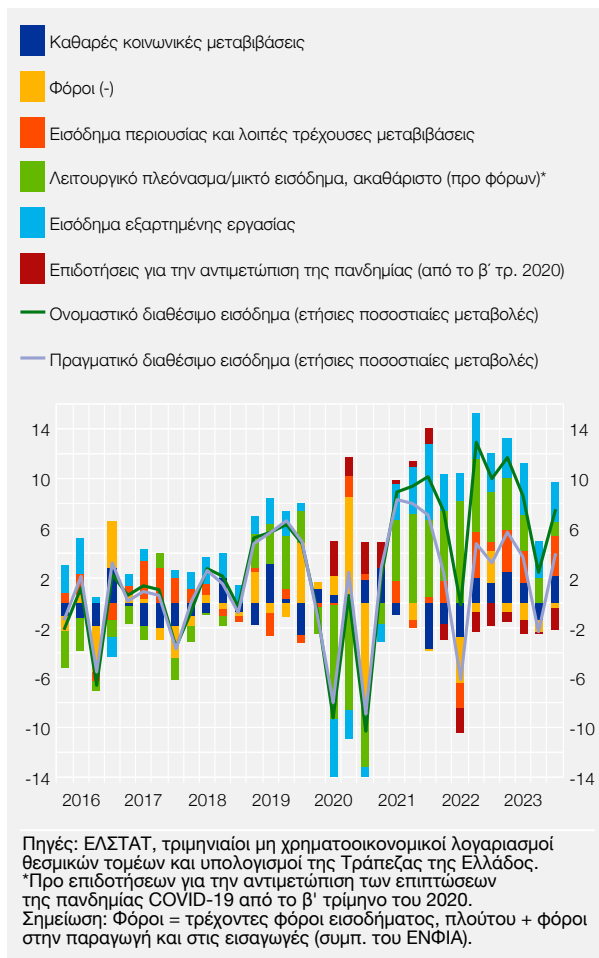
Η ιδιωτική κατανάλωση συνέχισε να αυξάνεται το α' τρίμηνο του 2024 (2,2%) και να αποτελεί βασική συνιστώσα της ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας, λόγω της ενίσχυσης του πραγματικού εισοδήματος των νοικοκυριών που

**Διάγραμμα IV.4** Ιδιωτική κατανάλωση, διαθέσιμο εισόδημα νοικοκυριών και ποσοστό αποταμίευσης<sup>1</sup> (α' τρίμηνο 2016-δ' τρίμηνο 2023)

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



**Διάγραμμα IV.3** Συμβολές στη μεταβολή του διαθέσιμου εισοδήματος (α' τρίμηνο 2016-δ' τρίμηνο 2023)



υποστηρίχθηκε από τη συνεχιζόμενη αύξηση της απασχόλησης και τη μείωση του πληθωρισμού. Η αβεβαιότητα που περιβάλλει την εξέλιξη της ιδιωτικής κατανάλωσης, και η οποία καταγράφεται στην εξέλιξη του δείκτη εμπιστοσύνης των καταναλωτών (βλ. Διάγραμμα IV.5), συνδέεται κυρίως με ενδεχόμενη εκ νέου άνοδο των τιμών, ιδίως στα είδη διατροφής και στις δαπάνες στέγασης, που έχει αναδιανεμητικές επιδράσεις και πλήττει περισσότερο τα νοικοκυριά με χαμηλότερα εισοδήματα, τα οποία έχουν υψηλότερη ροπή προς κατανάλωση.

Οι επενδύσεις αυξήθηκαν και το 2023 με ρυθμό υψηλότερο σε σχέση με την οικονομική δραστηριότητα. Στη διάρκεια του α' τριμήνου του 2024 ο ακαθάριστος σχηματισμός πάγιου κεφαλαίου

2 Οι υποδείκτες του δείκτη όγκου λιανικών πωλήσεων που συνδέονται με κατανάλωση διαρκών αγαθών: “Επιπλα-ηλεκτρικά είδη-οικιακός εξοπλισμός” (2,4%) και “Ένδυση-υπόδηση” (0,9%) συνέχισαν να καταγράφουν αύξηση το 2023, αν και με επιβραδυνόμενο ρυθμό σε σχέση με το 2022 και το 2021.

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

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

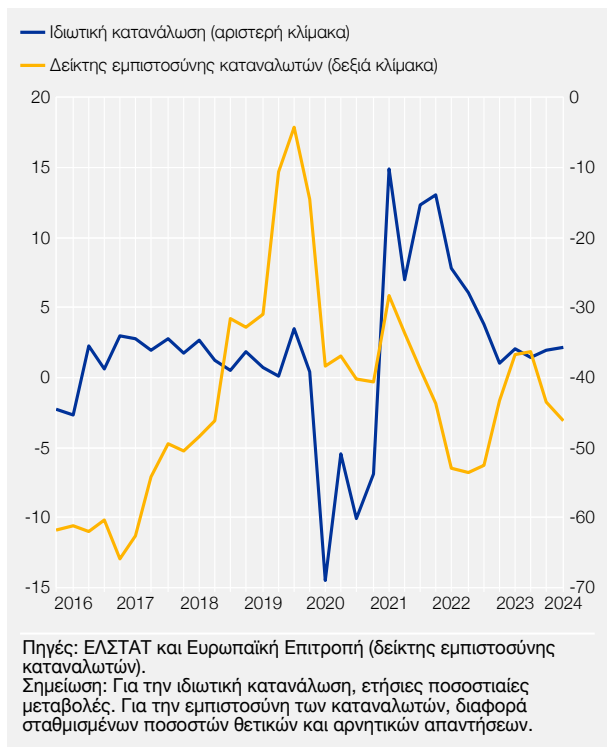
	2019	2020	2021	2022	2023	2024 (διαθέσιμη περίοδος)
Όγκος λιανικού εμπορίου (γενικός δείκτης)	0,8	-4,0	10,2	3,3	-3,3	-4,7 (Ιαν.-Μάρτ.)
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στο λιανικό εμπόριο	6,0	-20,6	15,2	-5,3	21,9	-8,1 (Ιαν.-Μάιος)
Δείκτης εμπιστοσύνης καταναλωτών	-19,6	-32,5	-35,4	-50,7	-40,0	-43,8 (Μάιος)
Νέες κυκλοφορίες Ι.Χ. επιβατικών αυτοκινήτων	13,2	-26,6	22,2	6,7	16,5	11,2 (Ιαν.-Απρ.)
Καταναλωτική πίστη <sup>2</sup>	-1,6 (Δεκ.)	-2,2 (Δεκ.)	-0,3 (Δεκ.)	1,2 (Δεκ.)	3,4 (Δεκ.)	5,4 (Απρ.)
Βαθμός χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία παραγωγής κεφαλαιακών αγαθών	69,8	70,1	74,7	68,7	71,0	74,8 (Ιαν.-Μάιος)
Παραγωγή κεφαλαιακών αγαθών	6,0	0,2	13,8	5,5	6,0	2,9 (Ιαν.-Απρ.)
Εκταμιεύσεις Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ)	-9,5	88,7	-15,5	22,5	1,6	33,4 (Ιαν.-Απρ.)
Τραπεζική χρηματοδότηση των εγχώριων μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων <sup>2</sup>	1,7 (Δεκ.)	9,8 (Δεκ.)	2,8 (Δεκ.)	11,9 (Δεκ.)	5,8 (Δεκ.)	6,8 (Απρ.)
Στεγαστική πίστη <sup>2</sup>	-3,4 (Δεκ.)	-2,7 (Δεκ.)	-3,0 (Δεκ.)	-3,6 (Δεκ.)	-3,5 (Δεκ.)	-2,9 (Απρ.)
Δείκτης παραγωγής στις κατασκευές (σταθερές τιμές)	-6,0	-9,6	6,9	24,2	12,8	-
Όγκος νέων οικοδομών και προσθηκών βάσει αδειών	9,8	5,9	45,9	-2,2	15,9	38,6 (Ιαν.-Φεβρ.)
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές	0,0	7,9	103,5	-10,2	24,3	3,7 (Ιαν.-Μάιος)

Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ (λιανικό εμπόριο, αυτοκίνητα, παραγωγή κεφαλαιακών αγαθών, όγκος οικοδομών, παραγωγή στις κατασκευές), 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 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 2016-α' τρίμηνο 2024)**



κατέγραψε άνοδο κατά 2,9%, έναντι 8,9% το α' τρίμηνο του 2023. Οι θετικοί ρυθμοί οφείλονται σε μεγάλο βαθμό στην αύξηση κατά 10,6% των επενδύσεων σε "Άλλες κατασκευές" (εκτός κατοικιών). Σημαντική άνοδο κατά 7,8% παρουσίασαν επίσης οι επενδύσεις σε "Μεταφορικό εξοπλισμό" και κατά 6,8% σε "Μηχανολογικό εξοπλισμό και οπλικά συστήματα". Αντίθετα, οι επενδύσεις σε "Κατοικίες" υποχώρησαν κατά 14,0% και σε "Εξοπλισμό τεχνολογίας πληροφορικής και επικοινωνιών" κατά 1,7%. Τέλος, οι επενδύσεις σε "Άλλα προϊόντα" αυξήθηκαν κατά 0,4%.

Ως ποσοστό του ΑΕΠ, το 2023, οι ακαθάριστες επενδύσεις κεφαλαίου του ιδιωτικού τομέα στην πραγματική οικονομία υποχώρησαν στο 12,6% και διαμορφώθηκαν σε 27,7 δισεκ. ευρώ, μετά την υψηλότερη τιμή από τις αρχές του 2009 που κατέγραψαν το 2022 (16,5% του ΑΕΠ). Αξιοσημείωτο είναι ότι το 2022 ο καθαρός σχηματισμός κεφαλαίου για τις επιχειρήσεις κατέγραψε την υψηλότερη ιστορικά τιμή (8,1% του ΑΕΠ), αντανακλώντας τη δυναμική επέκταση της παραγωγικής κεφαλαιακής τους βάσης. Το 2023 παρατηρήθηκε μετριασμός της δυναμικής αυτής.

Το 2023 η συνολική χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα υποχώρησε σε 12,1% του ΑΕΠ, από 14,6% του ΑΕΠ το 2022, λόγω της μείωσης τόσο της εσωτερικής<sup>3</sup> χρηματοδότησης (ιδιωτικοί αποταμιευτικοί πόροι) όσο και της εξωτερικής (βλ. Διάγραμμα IV.6). Η μείωση της εσωτερικής χρηματοδότησης (από 10,1% του ΑΕΠ το 2022 σε 8,4% το 2023) εξηγείται από τη μειούμενη δυναμική των κερδών των επιχειρήσεων που αντισταθμίστηκε ελαφρά από την ηπιότερα αρνητική αποταμίευση των νοικοκυριών.

Πιο συγκεκριμένα, το 2023 η αποταμίευση των επιχειρήσεων υποχώρησε σε 10,3% του ΑΕΠ, από 12,6% το 2022, παραμένοντας όμως σε υψηλότερα επίπεδα συγκριτικά με το μέσο όρο της τριετίας 2017-2019 (8,3% του ΑΕΠ). Οι καλές επιδόσεις του τουριστικού τομέα και της οικονομίας γενικότερα, συνδυαστικά με τις πληθωριστικές πιέσεις και τις επιχορηγήσεις του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, εξηγούν τη διατήρηση των επιχειρηματικών κερδών σε υψηλά επίπεδα.

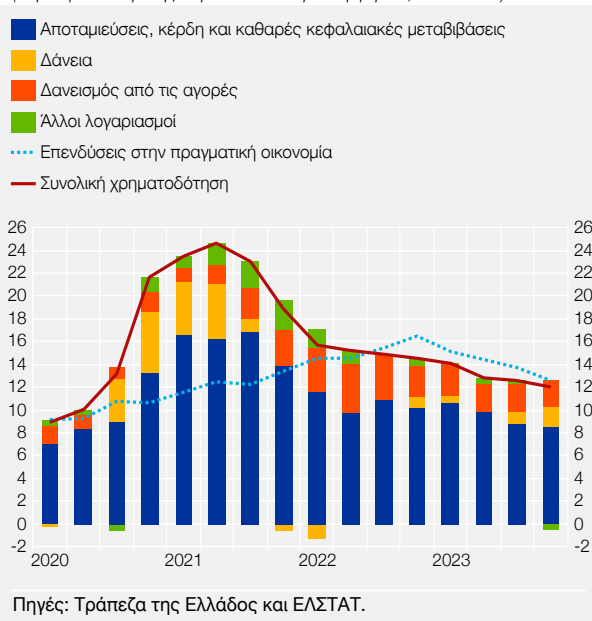
Επιπλέον, η αρνητική αποταμίευση των νοικοκυριών το 2023 (-1,9% του ΑΕΠ) ήταν ηπιότερη συγκριτικά τόσο με το 2022 (-2,5% του ΑΕΠ) όσο και με τα προ πανδημίας επίπεδα (μέσος όρος τριετίας 2017-2019: -2,4% του ΑΕΠ). Αυτό αντανακλά τον ισχυρότερο ρυθμό ανόδου του ονομαστικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών το 2023 (7,3%) συγκριτικά με αυτόν της κατανάλωσης (6,5%). Αντίθετα, η σχεδόν καθολική απόσυρση των μέτρων στήριξης που σχετίζονταν με την πανδημία και την ενέργεια, η συνέχιση της εκτόνωσης της συμπιεσμένης ζήτησης και η αποπληρωμή των δανειακών και φορολογικών υποχρεώσεων επιβάρυναν σημαντικά τις αποταμιεύσεις των νοικοκυριών.

Μετά από δύο έτη (2020-2021) χρηματοδοτικού πλεονάσματος για τον ιδιωτικό τομέα, από το 2022 η εσωτερική αποταμίευση δεν καλύπτει το επίπεδο επενδύσεων στην πραγματική οικονομία. Ως εκ τούτου, το 2023 σημειώθηκε χρηματοδοτικό έλλειμμα, το οποίο ανήλθε σε 4,1% του ΑΕΠ. Αυτό συνίσταται σε έλλειμμα 4,8% του ΑΕΠ για τα νοικοκυριά, ενώ πλεονάσμα 0,7% του ΑΕΠ εμφάνισαν οι επιχειρήσεις.

Οι υψηλές επιδόσεις που κατέγραψε ο ελληνικός τουρισμός το 2023 έδωσαν σημαντικά κίνητρα στις ξενοδοχειακές επιχειρήσεις να προχωρήσουν σε κατασκευή νέων ξενοδοχειακών μονάδων ή ανακαίνιση υφιστάμενων. Ήδη μεγάλοι ξενοδοχειακοί όμιλοι (εντός και εκτός Ελλάδος) έχουν ανακοινώσει τα επενδυτικά τους σχέδια, ενώ ορισμένες μονάδες θα λειτουργήσουν ήδη από το 2024. Οι επενδύσεις καλύπτουν τόσο τα αστικά κέντρα (κέντρο Αθήνας, Αθηναϊκή Ριβιέρα, Θεσσαλονίκη) όσο και τους παραδοσιακούς τουριστικούς προορισμούς (νησιά, Χαλκιδική, Πελοπόννησος). Η πλειοψηφία των νέων τουριστικών μονάδων αφορά μεγάλα ξενοδοχεία τεσσάρων και πέντε αστέρων, εντούτοις καταγράφεται και τάση κατασκευής μικρότερων (boutique) ξενοδοχείων, τα οποία παρουσιάζουν αυξημένη ζήτηση. Παρ' όλα αυτά, οι επενδύσεις στον τουριστικό κλάδο παραμένουν σε πολύ χαμηλά επίπεδα σε σχέση με την προ οικονομικής κρίσης περίοδο. Σε σταθερές τιμές 2015, οι επενδύσεις σε λοιπές κατασκευές στον κλάδο "Δραστηριό-

**Διάγραμμα IV.6 Πηγές χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα και πραγματικές επενδύσεις (α' τρίμ. 2020-6' τρίμ. 2023)**

(άθροισμα κυλιόμενης περιόδου τεσσάρων τριμήνων, % του ΑΕΠ)



<sup>3</sup> Η εσωτερική χρηματοδότηση ορίζεται ως το άθροισμα της ακαθάριστης αποταμίευσης των νοικοκυριών, των παρακρατηθέντων κερδών των επιχειρήσεων και των καθαρών κεφαλαιακών μεταβιβάσεων. Η ανάλυση γίνεται με βάση το άθροισμα μιας κυλιόμενης περιόδου τεσσάρων τριμήνων.

τητες υπηρεσιών παροχής καταλύματος και εστίασης” ανέρχονταν στα 361,8 εκατ. ευρώ κατά μέσο όρο ετησίως την περίοδο 2017-2022, έναντι 925,4 εκατ. ευρώ κατά μέσο όρο την περίοδο 2000-2009. Για να μπορέσει να διατηρηθεί και να αναπτυχθεί περαιτέρω η οικονομική δραστηριότητα του τουριστικού κλάδου, χρειάζεται να επιταχυνθούν οι επενδύσεις σε υποδομές, ιδιαίτερα σε εκείνες τις περιοχές που παρουσιάζουν υψηλή πληρότητα.

Το πρόγραμμα ιδιωτικοποιήσεων εξελίσσεται κανονικά, καθώς υπάρχει έντονο ενδιαφέρον από πλευράς επενδυτών για την αξιοποίηση υποδομών και ακινήτων. Σύμφωνα με τις προβλέψεις του Προϋπολογισμού 2024, τα έσοδα από το πρόγραμμα ιδιωτικοποιήσεων ανήλθαν σε 406,4 εκατ. ευρώ για το 2023, έναντι 586,6 εκατ. ευρώ το 2022. Για το 2024 αναμένεται σημαντική επιτάχυνση και εκτιμάται ότι τα έσοδα θα ανέλθουν στα 5.770,7 εκατ. ευρώ, κυρίως λόγω των συμβάσεων παραχώρησης της Αττικής Οδού και της Εγνατίας Οδού. Το Μάιο του 2024 το Κυβερνητικό Συμβούλιο Οικονομικής Πολιτικής (ΚΥΣΟΙΠ) ενέκρινε το επικαιροποιημένο Επιχειρησιακό Πρόγραμμα Αξιοποίησης του ΤΑΙΠΕΔ, που περιλαμβάνει 39 έργα, όπως τη μακροχρόνια παραχώρηση της Εγνατίας Οδού και της Αττικής Οδού, την αξιοποίηση της ΕΥΔΑΠ και της ΕΥΑΘ, την πώληση μετοχικού μεριδίου στη HelleniQ Energy, καθώς και την αξιοποίηση λιμένων, μαρινών και άλλων ακινήτων.

## 2.2 Εξελίξεις από την πλευρά της προσφοράς

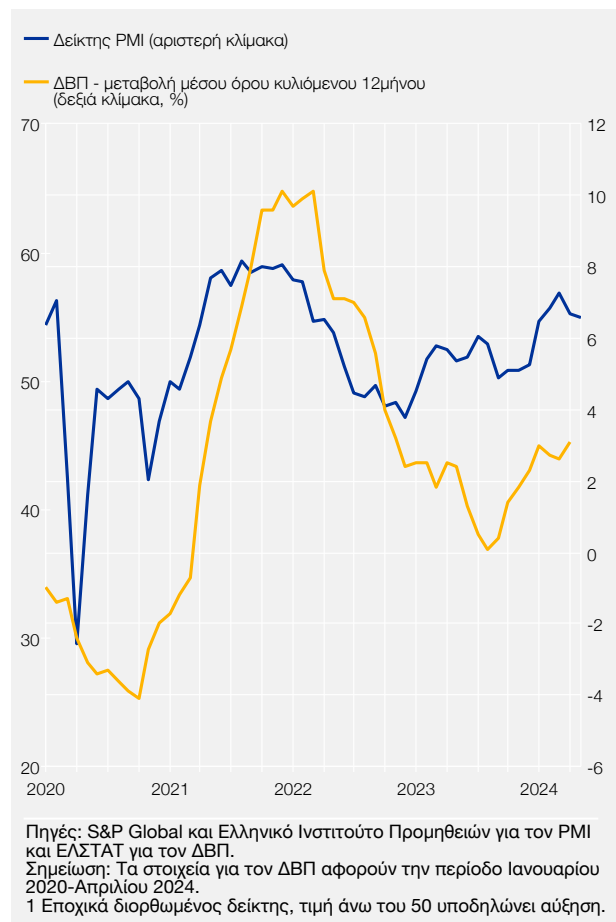
Η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία (ΑΠΑ) της οικονομίας διατήρησε τη θετική της δυναμική το α΄ τρίμηνο του 2024, κυρίως λόγω της ανόδου του προϊόντος του τομέα των υπηρεσιών και της βιομηχανίας (βλ. Πίνακα IV.3).

Το προϊόν του αγροτικού τομέα συνέχισε και κατά το α΄ τρίμηνο του 2024 την πτωτική πορεία που είχε καταγραφεί το 2023. Το προϊόν της βιομηχανίας συμπεριλαμβανομένης της ενέργειας σταθεροποιήθηκε το 2023, αλλά αυξήθηκε το α΄ τρίμηνο του 2024. Η εξέλιξη αυτή συνάδει με τη δυναμική πορεία του δείκτη βιομηχανικής παραγωγής το α΄ τρίμηνο του έτους, που αποδίδεται κυρίως στην άνοδο της παροχής ηλεκτρικού ρεύματος και στην αύξηση της μεταποιητικής παραγωγής. Παράλληλα, ο δείκτης PMI (βλ. Διάγραμμα IV.7) υποδεικνύει ισχυρή άνοδο της μεταποιητικής παραγωγής τους πρώτους πέντε μήνες του έτους και καταγράφει την καλύτερη επίδοση μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ.

Το προϊόν του κατασκευαστικού τομέα συνέχισε να αυξάνεται το α΄ τρίμηνο του 2024, αλλά με ηπιότερους ρυθμούς σε σχέση με το 2023. Οι πρόδρομοι δείκτες δραστηριότητας για τον τομέα των κατασκευών (δείκτης οικοδομικών αδειών και δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές) υποδεικνύουν διατήρηση της ανόδου της κατασκευαστικής δραστηριότητας τους πρώτους μήνες του 2024 (βλ. Πίνακα IV.2).

Το 2023 η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία του τομέα των υπηρεσιών αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό 1,8% και συνέβαλε κατά 1,4 ποσοστιαίες μονάδες στη μεταβολή της ΑΠΑ. Η ανάπτυξη του τριτογενούς τομέα προήλθε από το σύνολο

Διάγραμμα IV.7 Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών<sup>1</sup> (PMI) και Δείκτης Βιομηχανικής Παραγωγής (ΔΒΠ) (Ιανουάριος 2020-Μάιος 2024)





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

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές και συμβολές ανά κλάδο, σε σταθερές τιμές έτους 2015)

	2021	2022	2023	2023 (β' τρίμ.)	2023 (γ' τρίμ.)	2023 (δ' τρίμ.)	2024 (α' τρίμ.)
Γεωργία, δασοκομία και αλιεία	-3,8 (-0,2)	12,1 (0,5)	-7,4 (-0,3)	-5,6 (-0,3)	-9,6 (-0,4)	-17,3 (-0,8)	-12,9 (-0,6)
Δευτερογενής τομέας	12,5 (2,3)	-3,4 (-0,6)	1,7 (0,3)	-0,2 (-0,0)	2,0 (0,3)	3,8 (0,7)	3,1 (0,5)
Βιομηχανία συμπεριλαμβανομένης της ενέργειας	12,5 (2,1)	-4,9 (-0,8)	0,0 (0,0)	-3,4 (-0,5)	1,1 (0,2)	3,5 (0,5)	3,3 (0,5)
Κατασκευές	12,0 (0,2)	9,5 (0,2)	14,0 (0,3)	25,8 (0,5)	8,5 (0,2)	5,5 (0,1)	1,5 (0,0)
Τριτογενής τομέας	7,3 (5,6)	6,0 (4,6)	1,6 (1,3)	2,2 (1,7)	0,5 (0,4)	1,1 (0,9)	0,8 (0,6)
Εμπόριο, ξενοδοχεία και εστιατόρια, μεταφορές και αποθήκευση	14,2 (3,0)	10,8 (2,5)	0,4 (0,1)	-0,5 (-0,1)	-0,6 (-0,2)	0,5 (0,1)	0,8 (0,2)
Ενημέρωση και επικοινωνία	11,1 (0,4)	4,2 (0,1)	5,7 (0,2)	9,2 (0,3)	1,0 (0,0)	5,7 (0,2)	4,6 (0,2)
Χρηματοπιστωτικές και ασφαλιστικές δραστηριότητες	-2,0 (-0,1)	2,1 (0,1)	3,1 (0,2)	4,7 (0,2)	2,1 (0,1)	2,3 (0,1)	2,2 (0,1)
Δραστηριότητες σχετικές με την ακίνητη περιουσία	5,6 (1,0)	2,3 (0,4)	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	9,7 (0,5)	11,6 (0,6)	6,1 (0,4)	9,4 (0,5)	5,0 (0,3)	1,6 (0,1)	0,9 (0,1)
Δημόσια διοίκηση και άμυνα	1,6 (0,3)	2,4 (0,5)	0,7 (0,1)	2,6 (0,5)	-0,8 (-0,1)	-0,2 (-0,0)	-0,1 (-0,0)
Τέχνες, διασκέδαση και ψυχαγωγία	14,9 (0,5)	11,7 (0,4)	7,9 (0,3)	6,4 (0,2)	6,5 (0,2)	9,1 (0,3)	1,3 (0,1)
Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές	7,7	4,7	1,2	1,5	0,1	0,4	1,0

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, τριμηνιαίοι εθνικοί λογαριασμοί, 7 Ιουνίου 2024. Τα ετήσια στοιχεία είναι μη εποχικώς διορθωμένα. Τα τριμηνιαία στοιχεία είναι εποχικώς διορθωμένα.

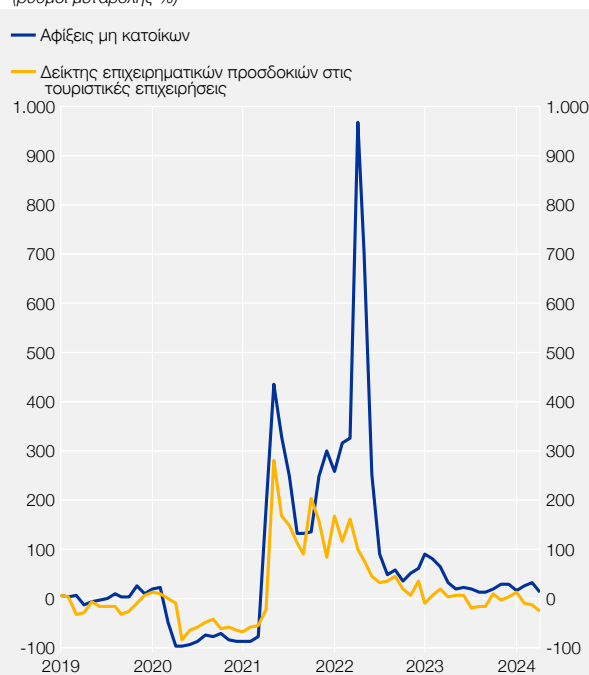
Σημείωση: Εντός παρενθέσεων, συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες.

των κλάδων του, αν και με διαφορετική ένταση ανά κλάδο. Ανάλογη εικόνα καταγράφηκε και κατά το α' τρίμηνο του 2024, με την προστιθέμενη αξία του τομέα των υπηρεσιών να σημειώνει αύξηση κατά 0,8% έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2023 (βλ. Πίνακα IV.4). Ο ευρύτερος κλάδος του τουρισμού, του χονδρικού και λιανικού εμπορίου και των μεταφορών, ο οποίος αποτελεί περίπου το 1/4 της συνολικής ΑΠΑ, είχε τη μεγαλύτερη θετική συμβολή στην άνοδό της, ίση με 0,2 της ποσοστιαίας μονάδας. Επιπρόσθετα, αύξηση κατέγραψαν τόσο ο κύκλος εργασιών όσο και οι εγγραφές νέων επιχειρήσεων στον τουριστικό κλάδο (κατά 10% και 25% αντίστοιχα), στο χονδρικό και λιανικό εμπόριο (κατά 2% και 7%) και στις μεταφορές (κατά 4% και 64%). Τη δεύτερη μεγαλύτερη συμβολή, κατά 0,16 της ποσοστιαίας μονάδας, στην αύξηση της ΑΠΑ είχε ο κλάδος της ενημέρωσης και επικοινωνίας. Σημειώνεται ότι ο κύκλος εργασιών του εν λόγω κλάδου αυξήθηκε κατά 5,3%, αν και οι εγγραφές νέων επιχειρήσεων μειώθηκαν κατά 3,8%.

Το Μάιο του 2024 ο δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις υπηρεσίες διαμορφώθηκε σε

### Διάγραμμα IV.8 Εισερχόμενη ταξιδιωτική κίνηση και επιχειρηματικές προσδοκίες στον τουρισμό (Ιανουάριος 2019-Απρίλιος 2024)

(ρυθμοί μεταβολής %)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και ΙΟΒΕ (προσδοκίες).

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

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2020	2021	2022	2023	2024
<b>A. Δείκτες κύκλου εργασιών στις υπηρεσίες</b>					
<b>1. Εμπόριο</b>					
Χονδρικό εμπόριο	-10,8	4,7	21,4	-2,2	-11,5 (lav.-Μάρτ.)
Λιανικό εμπόριο	-3,9	11,5	12,4	3,7	1,6 (lav.-Μάρτ.)
Εμπορία και επισκευή αυτοκινήτων-μοτοσικλετών	-13,0	-16,0	15,8	21,2	7,4 (lav.-Μάρτ.)
<b>2. Μεταφορές</b>					
Χερσαίες μεταφορές	-17,8	10,6	21,3	15,8	2,3 (lav.-Μάρτ.)
Θαλάσσιες και ακτοπλοϊκές μεταφορές	-25,8	6,3	32,9	1,7	-13,5 (lav.-Μάρτ.)
Αεροπορικές μεταφορές	-65,9	64,1	94,3	22,6	63,5 (lav.-Μάρτ.)
Αποθήκευση και υποστηρικτικές προς τις μεταφορές δραστηριότητες	-14,6	13,6	23,2	-2,7	-3,3 (lav.-Μάρτ.)
<b>3. Ξενοδοχεία και εστιατόρια</b>					
Υπηρεσίες παροχής καταλύματος και εστίασης	-62,7	79,9	54,6	8,4	30,9% (lav.-Μάρτ.)
<b>4. Ενημέρωση και επικοινωνία</b>					
Τηλεπικοινωνίες	-2,6	7,3	5,8	5,5	3,6% (lav.-Μάρτ.)
Παραγωγή κιν/κών ταινιών-βίντεο-τηλ/κών προγραμμάτων-ηχογραφήσεις και μουσικές εκδόσεις	-17,5	10,6	20,6	12,8	-21,3% (lav.-Μάρτ.)
Δραστηριότητες προγραμματισμού και ραδιοτηλεοπτικών εκπομπών	0,4	-0,3	12,6	-23,7	-22,6% (lav.-Μάρτ.)
<b>5. Επαγγελματικές-επιστημονικές-τεχνικές δραστηριότητες</b>					
Νομικές-λογιστικές δραστηριότητες και υπηρεσίες παροχής συμβουλών διαχείρισης	-2,9	12,2	23,9	6,9	3,0% (lav.-Μάρτ.)
Δραστηριότητες αρχιτεκτόνων-μηχανικών	4,1	21,7	8,8	12,1	-11,9% (lav.-Μάρτ.)
Υπηρεσίες διαφήμισης και έρευνας αγοράς	-8,6	12,0	11,5	11,6	23,4% (lav.-Μάρτ.)
Ταξιδιωτικά πρακτορεία και λοιπές δραστηριότητες	-75,0	102,3	96,6	24,1	24,1% (lav.-Μάρτ.)
<b>B. Επιβατική κίνηση</b>					
Επιβάτες Διεθνούς Αερολιμένα Αθηνών	-68,4	52,8	84,1	24,0	17,0 (lav.-Μάιος)
Επιβάτες Aegean Airlines <sup>1</sup>	-65,5	38,9	73,3	25,9	10,7 (lav.-Μάρτ.)
Επιβατική κίνηση Οργανισμού Λιμένος Πειραιώς (ΟΛΠ)	-59,3	34,7	45,5	16,4	12,6 (lav.-Μάρτ.)
<b>Γ. Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις υπηρεσίες</b>					
	-22,2	37,8	1,9	2,7	18,8 (lav.-Μάιος)

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

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

υψηλότερα 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 βελτιώνονται μέσα στο πρώτο πεντάμηνο του έτους, παρά τις επιμέρους μηνιαίες διακυμάνσεις.

Αναφορικά με τις υπηρεσίες του τουρισμού, το πρώτο τετράμηνο του 2024 οι αφίξεις μη κατοίκων και οι ταξιδιωτικές εισπράξεις (σε ονομαστικές τιμές) αυξήθηκαν κατά 20% και 22% αντίστοιχα σε σχέση με το ίδιο διάστημα του 2023 (βλ. Διάγραμμα IV.8), έχοντας ξεπεράσει και τα επίπεδα του πρώτου τετραμήνου του 2019. Την ίδια περίοδο οι αφίξεις επιβατών εξωτερικού σε όλα τα αεροδρόμια της χώρας υπερέβησαν εκείνες του 2023 και του 2019 κατά 15% και 26% αντίστοιχα. Σύμφωνα με τα στοιχεία της Fraport Greece, οι αφίξεις επιβατών εξωτερικού στα περιφερειακά αεροδρόμια της χώρας ήταν αυξημένες κατά 9,6% στο πρώτο πεντάμηνο του 2024 έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2023, ενώ οι αφίξεις επιβατών εξωτερικού στο Διεθνές Αερολιμένα Αθηνών σημείωσαν αύξηση κατά 21% την ίδια περίοδο.

Το 2024 ο ξενοδοχειακός κλάδος στην Ελλάδα παρουσιάζει ικανοποιητική επέκταση της δυναμικότητάς του σε σχέση με τα προ πανδημίας επίπεδα. Πιο συγκεκριμένα, το 2024<sup>4</sup> λειτουργούν στην Ελλάδα 10.063 ξενοδοχειακές μονάδες, έναντι 9.971 το 2019. Ο αριθμός των δωματίων διαμορφώνεται σε 444.859 το 2024, έναντι 433.689 το 2019 (αύξηση 3%), ενώ αντίστοιχα ο αριθμός των ξενοδοχειακών κλινών διαμορφώνεται σε 888.619 το 2024, έναντι 856.347 το 2019 (αύξηση 4%). Παράλληλα, σταθερή είναι η ποιοτική αναβάθμιση του ξενοδοχειακού δυναμικού της χώρας, κυρίως μέσω των μονάδων 5 αστέρων που αποτελούν πλέον το 8% του συνόλου των ξενοδοχείων, έναντι 6% το 2019.

Το πρώτο τετράμηνο του 2024 είναι ιδιαίτερα θετικό για τον ελληνικό τουρισμό, δημιουργώντας προσδοκίες για υπέρβαση των ιστορικά υψηλών επιπέδων του 2023, αλλά με βραδύτερο ρυθμό σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Ωστόσο, η ενίσχυση της ανθεκτικότητας του τουριστικού κλάδου, στο μεσοπρόθεσμο αλλά και στο μακροπρόθεσμο ορίζοντα, συνδέεται με την υλοποίηση έργων υποδομών σύμφωνα με τα προβλεπόμενα από το Εθνικό Σχέδιο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, την επέκταση της τουριστικής περιόδου, την προώθηση εναλλακτικών μορφών τουρισμού, τις πράσινες επενδύσεις, τη βελτίωση της προσβασιμότητας στους τουριστικούς προορισμούς, τον ψηφιακό μετασχηματισμό (περιλαμβανόμενης της διαθεσιμότητας γρήγορου ίντερνετ σε όλες τις τουριστικές περιοχές), αλλά και την αναβάθμιση των δεξιοτήτων των εργαζομένων του κλάδου.

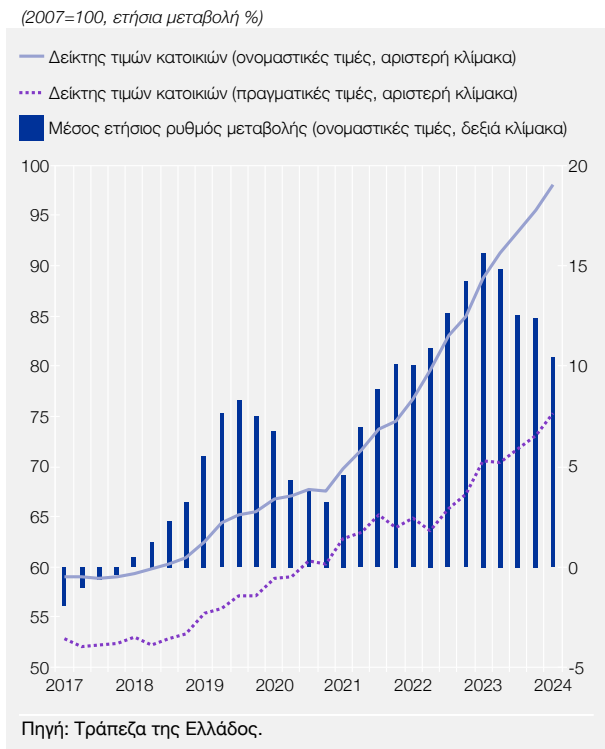
### 3 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

Το 2023, αλλά και τους πρώτους μήνες του 2024, η άνοδος των τιμών των ακινήτων συνεχίστηκε με υψηλούς ρυθμούς, ειδικά στο ανώτερο προδιαγραφών τμήμα της αγοράς. Στην αγορά κατοικίας σημειώθηκαν οι μεγαλύτερες αυξήσεις τιμών, με τη ζήτηση για επενδυτική εκμετάλλευση να παραμένει σε υψηλά επίπεδα και την προσφορά ποιοτικού ή νέου αποθέματος να είναι περιορισμένη. Η στέγαση αποτελεί ιδιαίτερα σημαντικό ζήτημα για τα ελληνικά νοικοκυριά, καθώς η συνεχής αύξηση των τιμών, την οποία τροφοδοτεί η ζήτηση από το εξωτερικό, και το αυξημένο κόστος κατασκευής και δανεισμού διαμορφώνουν επίπεδα τιμών δυσανάλογα προς το διαθέσιμο εισόδημα, δυσχεραίνοντας την απόκτηση πρώτης κατοικίας και συμπαρασύροντας ανοδικά τόσο τις τιμές κατοικιών υποδεέστερων χαρακτηριστικών όσο και τα μισθώματα. Στον τομέα των επαγγελματικών ακινήτων, η στροφή των εταιριών και των επενδυτών προς τη βιώσιμη ανάπτυξη και τα βιοκλιματικά ακίνητα έχει εντείνει τις διαφορές στα επίπεδα τιμών της αγοράς, όμως παράλληλα έχει επηρεάσει ανοδικά και τις τιμές ακινήτων συμβατικών προδιαγραφών σε θέσεις υψηλής εμπορικότητας.

Στην αγορά κατοικιών, σύμφωνα με τους δείκτες τιμών διαμερισμάτων που δημοσιεύει η Τράπεζα της Ελλάδος, συνεχίστηκε η ανοδική τάση των τιμών και κατά τη διάρκεια του α' τριμήνου του 2024 με υψηλούς ετήσιους ρυθμούς αύξησης. Πιο συγκεκριμένα, σύμφωνα με τα στοιχεία εκτιμήσεων που συλλέγονται από τα πιστωτικά ιδρύματα, το α' τρίμηνο του 2024 οι ονομαστικές τιμές των διαμερισμάτων ήταν αυξημένες σε ετήσια βάση κατά 10,4% (προσωρινά στοιχεία), ενώ για το σύνολο του 2023, με βάση τα αναθεωρημένα στοιχεία, οι τιμές των διαμερισμάτων αυξήθηκαν σημαντικά, με μέσο ετήσιο ρυθμό 13,8%, αν και σε επίπεδο τριμήνου, παρά τους ισχυρούς ετήσιους ρυθμούς αύξησης, παρατηρείται επιβράδυνση τα τέσσερα τελευταία τρίμηνα (βλ. Διάγραμμα IV.9). Αξίζει να σημειωθεί ότι οι τιμές των κατοικιών είναι μόλις 4,1% χαμηλότερες από το ιστορικό υψηλό που είχε καταγραφεί πριν από τη δημοσιονομική κρίση (γ' τρίμηνο του 2008), ενώ σε σχέση με την κατώτατη τιμή που καταγράφηκε το γ' τρίμηνο του 2017 οι τιμές είναι αυξημένες κατά 66,4%. Από την ανάλυση των στοιχείων κατά παλαιότητα, το α' τρίμηνο του 2024 καταγράφεται ελαφρώς υψηλότερος ρυθμός αύξησης στα νέα διαμερίσματα (ηλικίας έως 5 ετών) κατά 10,8% σε σχέση με αυτόν των παλαιών διαμερισμάτων (10,1%), ενώ με βάση

4 Τα στοιχεία του 2024 σχετικά με το ξενοδοχειακό δυναμικό της Ελλάδος αφορούν την περίοδο μέχρι και τον Απρίλιο του 2024.

**Διάγραμμα IV.9 Δείκτης τιμών κατοικιών**  
(α' τρίμηνο 2017-α' τρίμηνο 2024)



τα αναθεωρημένα στοιχεία για το 2023 εντονότερος ρυθμός αύξησης καταγράφηκε στα παλαιά διαμερίσματα έναντι των νέων (14,5% και 12,7% αντίστοιχα). Κατά γεωγραφική περιοχή, το α' τρίμηνο του 2024 η περιοχή της Θεσσαλονίκης και, ως σύνολο, οι λοιπές περιοχές της χώρας καταγράφουν εντονότερους ετήσιους ρυθμούς αύξησης από το μέσο ετήσιο ρυθμό για το σύνολο της Ελλάδος (12,2% και 12,1% αντίστοιχα), ενώ οι άλλες μεγάλες πόλεις κατέγραψαν μέσο ετήσιο ρυθμό οριακά στα ίδια επίπεδα με το σύνολο της χώρας (10,3%). Ο δείκτης τιμών διαμερισμάτων στην περιοχή της Αθήνας κατέγραψε αισθητά χαμηλότερο ετήσιο ρυθμό αύξησης από το μέσο ετήσιο ρυθμό πανελλαδικά (9,4%), αλλά το επίπεδό του ξεπέρασε το ιστορικό υψηλό του β' τριμήνου του 2008.

Η δυναμική της αγοράς οικιστικών ακινήτων κατά το 2023 και τους πρώτους μήνες του 2024 αποτυπώνεται τόσο στα στοιχεία της Golden Visa όσο και σε άλλους συναφείς δείκτες. Ειδικότερα, το α' τρίμηνο του 2024 οι καθαρές ξένες άμεσες επενδύσεις στην Ελλάδα (στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος) για την αγορά ακινήτων

κατέγραψαν θετικό ετήσιο ρυθμό μεταβολής (4,6%) και ανήλθαν σε 520 εκατ. ευρώ, έναντι 497 εκατ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2023. Η οικοδομική δραστηριότητα σε κατοικίες (στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ) συνέχισε σε επίπεδο χώρας να ενισχύεται σημαντικά την περίοδο Ιανουαρίου-Φεβρουαρίου 2024, καταγράφοντας σε όρους δομήσιμου όγκου ετήσια αύξηση 47,3% και σε όρους αριθμού αδειών 60,9%, ενώ στην περιοχή της Αττικής οι αντίστοιχες αυξήσεις ήταν πιο συγκρατημένες (6,5% και 18,9%). Στον αντίποδα, οι επενδύσεις σε κατοικίες (εποχικώς διορθωμένα στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ σε σταθερές τιμές) μειώθηκαν σε ετήσια βάση κατά 14,0% το α' τρίμηνο του 2024 και παραμένουν σε χαμηλό επίπεδο ως ποσοστό του ΑΕΠ (1,7%). Ο δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών για την κατασκευή κατοικιών του IOBE, κατά τους πρώτους πέντε μήνες του 2024 κατέγραψε οριακή υποχώρηση (-0,2%) έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2023. Το συνολικό κόστος κατασκευής νέων κτιρίων κατοικιών (στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ) κατά το α' τρίμηνο του 2024 συνεχίζει να αυξάνεται (4,0% σε ετήσια βάση), σημειώνοντας ωστόσο σημαντική επιβράδυνση σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2023 (8,1%). Το συνολικό ύψος των νέων στεγαστικών δανείων αυξήθηκε την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2024, κατά 38,9% σε ετήσια βάση, έναντι μείωσης κατά 7,2% την αντίστοιχη περίοδο του 2023, αν και συνεχίζει να βρίσκεται σε χαμηλά επίπεδα. Τέλος, η αύξηση των επιτοκίων συνετέλεσε στη μείωση της ζήτησης στεγαστικών δανείων επί σχεδόν δύο έτη, σύμφωνα με τα στοιχεία της Έρευνας Τραπεζικών Χορηγήσεων. Ωστόσο κατά τη διάρκεια του α' τριμήνου του 2024 η ζήτηση στεγαστικών δανείων δεν μεταβλήθηκε σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο και αναμένεται, σύμφωνα με την ίδια έρευνα, να παραμείνει αμετάβλητη και κατά το επόμενο τρίμηνο.

Στον κλάδο των επαγγελματικών ακινήτων, με βάση τους δείκτες που δημοσιεύει η Τράπεζα της Ελλάδος, κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2023 οι τιμές γραφείων υψηλών προδιαγραφών αυξήθηκαν κατά 2,1% σε σχέση με το αμέσως προηγούμενο εξάμηνο, ενώ οι τιμές των καταστημάτων υψηλών προδιαγραφών αυξήθηκαν κατά 2,4%. Στην Αθήνα οι αντίστοιχοι ρυθμοί αύξησης τόσο για τα γραφεία όσο και για τα καταστήματα υψηλών προδιαγραφών ήταν υψηλότεροι και ανήλθαν σε 2,9% και 3,4%. Αυξήσεις καταγράφηκαν και στα μισθώματα γραφείων και καταστημάτων όλων των κατηγοριών, κατά 1,5% και 1,1% αντίστοιχα σε επίπεδο χώρας.

Το 2023 και τους δύο πρώτους μήνες του 2024 η οικοδομική δραστηριότητα για ακίνητα επαγγελματικής χρήσης (στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ) κατέγραψε θετικούς ρυθμούς μεταβολής σε επίπεδο χώρας. Οι επιμέρους κατηγορίες ακινήτων παρουσίασαν διαφορετικές ταχύτητες, αλλά και μικτές τάσεις, με τον αριθμό των νέων αδειών γραφείων και καταστημάτων την περίοδο Ιανουαρίου-Φεβρουαρίου 2024 να αυξάνεται κατά 6,5% και 68,3% σε ετήσια βάση αντίστοιχα, ενώ των ξενοδοχείων να μειώνεται κατά 13,0%. Σε όρους δομήσιμου όγκου, κατά την ίδια περίοδο, και οι τρεις κατηγορίες κατέγραψαν ιδιαίτερα υψηλές ετήσιες αυξήσεις, γεγονός που υποδηλώνει την αδειοδότηση έργων μεγαλύτερης επιφάνειας και εμβέλειας σε σχέση με την προηγούμενη περίοδο.

Με βάση τα στοιχεία που συγκεντρώνει η Τράπεζα της Ελλάδος στο πλαίσιο της Έρευνας Αγοράς Επαγγελματικών Ακινήτων,<sup>5</sup> στη διάρκεια του δεύτερου εξαμήνου του 2023 οι ελάχιστες αποδόσεις των γραφείων υψηλών προδιαγραφών στα εμπορικότερα σημεία της Αθήνας κυμάνθηκαν μεταξύ 5,5% και 6,7%, ενώ οι ελάχιστες αποδόσεις καταστημάτων υψηλών προδιαγραφών κυμάνθηκαν μεταξύ 5,2% και 6,1%. Οι αντίστοιχες αποδόσεις στη Θεσσαλονίκη εκτιμώνται μεταξύ 6,5% και 7,4% για τα γραφεία και 5,6% και 6,5% για τα καταστήματα. Για την επόμενη διετία, ιδιαίτερα θετικές προσδοκίες διατυπώνονται από τα στελέχη της αγοράς για τη διαμετακόμιση, τις επαγγελματικές αποθήκες κοντά στον αστικό ιστό της Αθήνας και της Θεσσαλονίκης, αλλά και για την επενδυτική κατοικία ειδικής χρήσης, όπως η φοιτητική και η οργανωμένη κατοικία για ηλικιωμένους. Παράλληλα, θετικές παραμένουν οι προσδοκίες για τα ξενοδοχεία και τη φιλοξενία υψηλών προδιαγραφών, τα γραφεία βιοκλιματικών χαρακτηριστικών, αλλά και τα κέντρα δεδομένων (data centres).

Με τις προσδοκίες για την ελληνική αγορά ακινήτων να παραμένουν θετικές και με κινητήριες δυνάμεις τον τουρισμό, τη βελτίωση των υποδομών και τη σταδιακή ανανέωση του κτιριακού αποθέματος, εκτιμάται ότι η ανοδική πορεία των τιμών θα συνεχιστεί. Ωστόσο, η ευρύτερη γεωπολιτική αστάθεια, ο αυξημένος πληθωρισμός και το υψηλό κόστος κατασκευής, σε συνδυασμό με την επιδείνωση της αγοραστικής δύναμης των νοικοκυριών και τον περιορισμένο τραπεζικό δανεισμό, αποτελούν σημαντικούς παράγοντες αβεβαιότητας. Επίσης, οι συνεχείς μεταβολές στη νομοθεσία και τη φορολογία εκτιμάται ότι επηρεάζουν αρνητικά την επενδυτική και κατασκευαστική δραστηριότητα, σε μια περίοδο κατά την οποία η ζήτηση δεν καλύπτεται από την προσφορά και οι αξίες, ειδικά της κατοικίας, αυξάνονται με ρυθμούς σημαντικά υψηλότερους από ό,τι το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών. Οι πρόσφατες παρεμβάσεις με στόχο τον περιορισμό της επενδυτικής ζήτησης για οικιστικά ακίνητα σε περιοχές πρώτης κατοικίας (βραχυχρόνιες μισθώσεις, Golden Visa) εκτιμάται ότι κινούνται προς τη σωστή κατεύθυνση, αλλά κρίνεται αναγκαία η περαιτέρω λήψη μέτρων για τη διευκόλυνση και ενίσχυση της προσφοράς κατοικίας προσιτής αξίας.

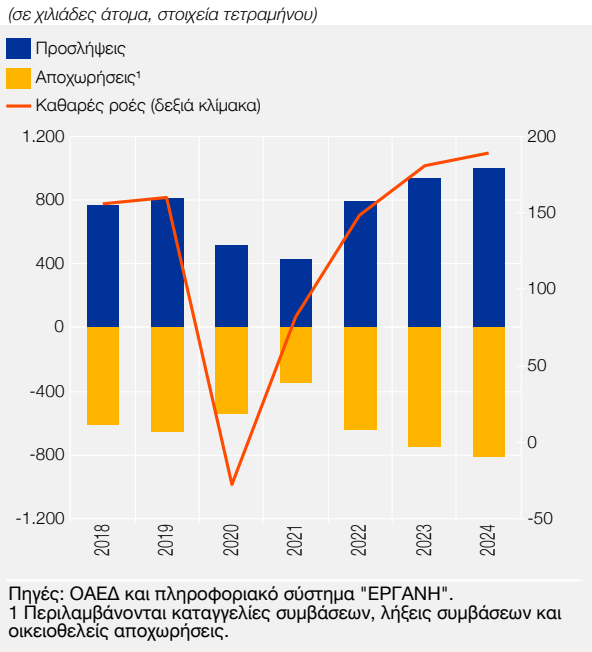
#### 4 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΑΝΕΡΓΙΑΣ

Η αγορά εργασίας σημείωσε τα τελευταία χρόνια ισχυρή ανάπτυξη, με αποτέλεσμα τη μείωση του ποσοστού ανεργίας σε 11,1% το 2023, τους υψηλούς ρυθμούς αύξησης της συνολικής απασχόλησης, παράλληλα με τη βελτίωση σημαντικών επιμέρους δεικτών, όπως την υποχώρηση του ποσοστού μακροχρόνιας ανεργίας. Ωστόσο, το α' τρίμηνο του 2024 το ποσοστό ανεργίας αυξήθηκε στο 12,1% από 11,8% το αντίστοιχο τρίμηνο του 2023, ενώ ο αριθμός των απασχολούμενων αυξήθηκε κατά 1,8%. Επίσης, παρατηρείται αύξηση της στενότητας στην αγορά εργασίας,<sup>6</sup> καθώς γίνεται ολοένα πιο δύσκολο για τις επιχειρήσεις να προσλάβουν το προσωπικό που χρειάζονται,

5 Βλ. [Έρευνα Αγοράς Επαγγελματικών Ακινήτων – Β' εξάμηνο 2023 \(Μάιος 2024\)](#).

6 Η στενότητα στην αγορά εργασίας (labour market tightness) αντανάκλα τον υπέρβαση του αριθμού των κενών θέσεων εργασίας σε σύγκριση με τον αριθμό εκείνων που αναζητούν εργασία και εκφράζεται από το ποσοστό κενών θέσεων εργασίας, το οποίο ορίζεται ως ο λόγος (αριθμός κενών θέσεων εργασίας) / (αριθμός κατειλημμένων θέσεων + αριθμός κενών θέσεων εργασίας), εκφραζόμενος ως ποσοστό.

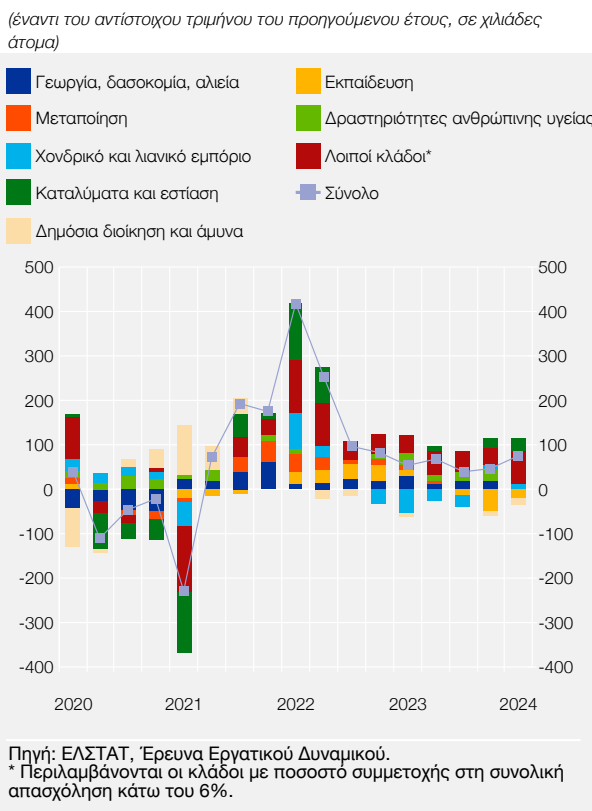
**Διάγραμμα IV.10 Ροές μισθωτής απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα (2018-2024)**



όπως φαίνεται από τη σημαντική ετήσια ποσοστιαία αύξηση των κενών θέσεων εργασίας το α΄ τρίμηνο του 2024 κατά 115,6%.

Η αγορά εργασίας, σύμφωνα με τα στοιχεία του πληροφοριακού συστήματος ΕΡΓΑΝΗ, κατέγραψε θετική εικόνα το πρώτο τετράμηνο του 2024, καθώς το ισοζύγιο των ροών μισθωτής απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα ήταν θετικό και κυμάνθηκε σε επίπεδα ελαφρώς υψηλότερα έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2023. Συγκεκριμένα, το πρώτο τετράμηνο του 2024 δημιουργήθηκαν 188.587 νέες θέσεις εργασίας, έναντι 180.566 την αντίστοιχη περίοδο του 2023 (βλ. Διάγραμμα IV.10). Ως προς τους επιμέρους κλάδους οικονομικής δραστηριότητας, η μεγαλύτερη αύξηση προσλήψεων καταγράφηκε στις σχετικές με τον τουρισμό δραστηριότητες, καθώς οι επιδόσεις της τουριστικής περιόδου παρουσιάστηκαν βελτιωμένες έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2023. Τέλος, οι προσλήψεις πλήρους απασχόλησης υπερτερούν σε σχέση με τις ευέλικτες μορφές απασχόλησης, καθώς οι πρώτες ανήλθαν στο 56,7% του συνόλου (έναντι 55,3% το πρώτο τετράμηνο του 2023).

**Διάγραμμα IV.11 Μεταβολές του αριθμού των απασχολούμενων: σύνολο και ανά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας (α΄ τρίμηνο 2020-α΄ τρίμηνο 2024)**



Ο αριθμός των απασχολούμενων το α΄ τρίμηνο του 2024, σύμφωνα με τα στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού (ΕΕΔ) της ΕΛΣΤΑΤ, παρουσίασε άνοδο κατά 1,8% σε σχέση με το α΄ τρίμηνο του 2023. Αντίστοιχα, η μισθωτή απασχόληση αυξήθηκε κατά 1,2%, ο δε αριθμός των λοιπών απασχολούμενων αυξήθηκε κατά 3,3%, αντανακλώντας τη σημαντική αύξηση των αυτοαπασχολούμενων με ή χωρίς προσωπικό, αλλά και των βοηθών στην οικογενειακή επιχείρηση.

Η αύξηση της απασχόλησης την ίδια περίοδο προήλθε από την αύξηση του αριθμού των απασχολούμενων κυρίως στις κατασκευές (17,7%), στις δραστηριότητες σχετικές με τον τουρισμό (9,0%), στις χρηματοπιστωτικές και ασφαλιστικές δραστηριότητες (16,6%) και στη μεταφορά και αποθήκευση (13,3%), ενώ μικρή ήταν η αύξηση στο χονδρικό-λιανικό εμπόριο και στη μεταποίηση (1,4% και 0,7% αντίστοιχα). Αντίθετα, μείωση παρατηρήθηκε στη γεωργία (-0,9%), αντιστρέφοντας τη θετική εικόνα που είχε σημειωθεί το α΄ τρίμηνο του 2023, στη δημόσια διοίκηση και άμυνα (-4,1%), καθώς και στην εκπαίδευση (-5,9%) (βλ. Διάγραμμα IV.11).

Με βάση την ανάλυση ανά φύλο, η αύξηση της απασχόλησης το α΄ τρίμηνο του 2024 σε σχέση με το α΄ τρίμηνο του 2023 ήταν μεγαλύτερη στις γυναίκες έναντι των ανδρών (3,1% και 1,0%,

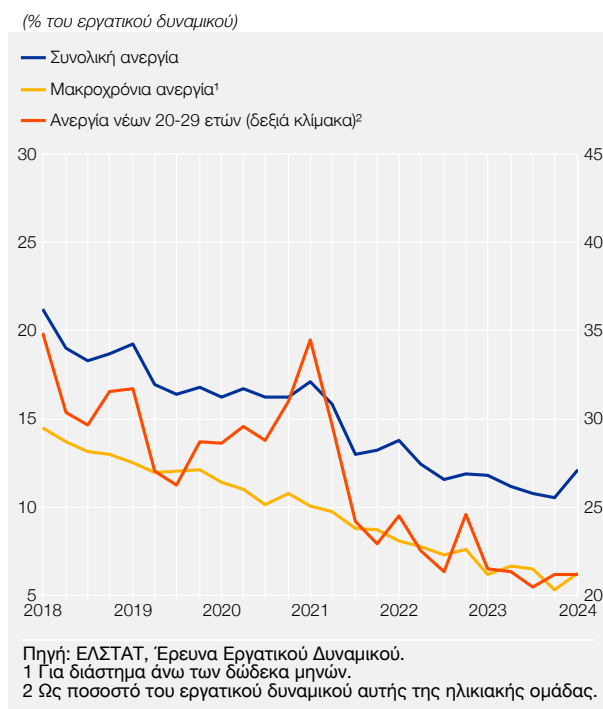
αντίστοιχα). Όσον αφορά τις ετήσιες μεταβολές ανά ηλικιακή ομάδα, στις ηλικίες 45-64 ετών, που έχουν τη μεγαλύτερη συνεισφορά στη συνολική απασχόληση, σημειώθηκε αύξηση 4,4%, ενώ στις ηλικίες 30-44 ετών, με τη δεύτερη μεγαλύτερη συμβολή στη συνολική απασχόληση, παρατηρήθηκε αρνητική ετήσια μεταβολή (-2,9%). Το ποσοστό μερικής απασχόλησης υποχώρησε στο 7,9% του συνόλου των απασχολούμενων το α' τρίμηνο του 2024 (8,4% το α' τρίμηνο του 2023).

Το ποσοστό ανεργίας το α' τρίμηνο του 2024 ανήλθε στο 12,1% και η ανοδική τάση του οφείλεται και στη μείωση του μη ενεργού πληθυσμού με την είσοδο ατόμων στην αγορά εργασίας, είτε ως απασχολούμενων είτε ως ανέργων. Αύξηση του ποσοστού ανεργίας σε σχέση με το α' τρίμηνο του 2023 παρατηρήθηκε στους άνδρες (9,7%), ενώ στις γυναίκες το ποσοστό ανεργίας κατέγραψε οριακή πτώση (15,2%) παραμένοντας ωστόσο σημαντικά υψηλότερο από αυτό των ανδρών. Παράλληλα, οριακή αύξηση σημείωσε το ποσοστό μακροχρόνιας ανεργίας, ενώ οριακή υποχώρηση παρουσίασε το ποσοστό ανεργίας των νέων ηλικίας 20-29 ετών (6,3% και 21,2% αντίστοιχα) (βλ. Διάγραμμα IV.12).

Οι βραχυπρόθεσμες προοπτικές απασχόλησης (έρευνες συγκυρίας IOBE και Ευρωπαϊκής Επιτροπής) το πρώτο πεντάμηνο του 2024 σημείωσαν βελτίωση στις υπηρεσίες και στο εμπόριο, ενώ σε θετικό επίπεδο κινήθηκαν και οι προοπτικές απασχόλησης στις κατασκευές, ωστόσο κατέγραψαν καθοδική πορεία. Αντίθετα, στη μεταποίηση οι προοπτικές απασχόλησης κινήθηκαν σε αρνητικά επίπεδα. Ο σταθμισμένος δείκτης των προσδοκιών απασχόλησης αυξήθηκε σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους, αντανακλώντας τις καλές προοπτικές της τουριστικής περιόδου, καθώς και τη θετική επίδραση της εφαρμογής του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας.

Η κινητικότητα και η δυναμική στην αγορά εργασίας αυξήθηκαν την περίοδο 2019-2023, όπως φαίνεται από τα στοιχεία ροών μεταξύ των τριών καταστάσεων του πληθυσμού (απασχολούμενοι, άνεργοι, μη οικονομικά ενεργοί). Την ίδια περίοδο η μετάβαση από την ανεργία στην απασχόληση<sup>7</sup> αυξήθηκε κατά 3,6 ποσοστιαίες μονάδες, περισσότερο από ό,τι κατά μέσο όρο στην ΕΕ, ωστόσο το ίδιο το ποσοστό μετάβασης παραμένει περίπου το μισό σε σχέση με το μέσο όρο της ΕΕ. Σημαντική είναι η αύξηση της ροής των ανέργων που μετακινούνται προς και από τους μη οικονομικά ενεργούς, καθώς τα συναφή ποσοστά μέχρι το 2019 παρέμειναν σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα, ενώ μετά την πανδημία αυξήθηκαν αξιόλογα (βλ. Πλαίσιο IV.1). Πιο συγκεκριμένα, ενώ το 2019 μόλις το 4,7% των ανέργων αποσύρονταν από την αγορά εργασίας, το 2023 το ποσοστό αυτό αυξήθηκε στο 28,5%, αναδεικνύοντας την ανάγκη συνέχισης της εφαρμογής ενεργητικών πολιτικών απασχόλησης για τη βελτίωση των δεξιοτήτων τους και την αντιστοίχισή τους με τις ανάγκες της αγοράς. Αντίστοιχα, ενώ μόλις το 1,6% των μη οικονομικά ενεργών το 2019 εισέρχονταν στην αγορά εργασίας ως απασχολούμενοι, το 2023 το ποσοστό αυτό αυξή-

Διάγραμμα IV.12 Ποσοστά ανεργίας (α' τρίμηνο 2018-α' τρίμηνο 2024)



7 Η μετάβαση (transition) από την ανεργία στην απασχόληση μεταξύ δύο περιόδων εκφράζεται ως το ποσοστό των ατόμων που μετακινήθηκε από την κατάσταση ανεργίας κατά την προηγούμενη περίοδο στην κατάσταση απασχόλησης την τρέχουσα περίοδο.

θηκε στο 3,7%. Η εξέλιξη αυτή αντανακλά την αύξηση της ζήτησης εργασίας από τις επιχειρήσεις, την αύξηση των μισθών λόγω εντεινόμενης στενότητας στην αγορά εργασίας, καθώς και τους υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας ιδιαίτερα μετά την πανδημία, που ώθησε τους εργαζόμενους να εισέλθουν στην αγορά εργασίας.

Η στενότητα στην αγορά εργασίας συνέχισε την ανοδική πορεία που παρουσιάζει τα τελευταία έτη. Η αύξηση του ποσοστού κενών θέσεων εργασίας το 2023 στην Ελλάδα (ποσοστό κενών θέσεων 1,6%), σε συνδυασμό με την ταυτόχρονη υποχώρηση του ποσοστού κενών θέσεων στην ΕΕ-27 (2,7%), συνέβαλε στον περιορισμό της απόκλισης από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο. Αξίζει να σημειωθεί ότι το 2023 αυξήθηκε η στενότητα στους περισσότερους κλάδους της οικονομίας, ακόμη και σε εκείνους όπου μέχρι πρόσφατα τα ποσοστά κενών θέσεων εργασίας κυμαίνονταν σε πιο χαμηλά επίπεδα, όπως οι κλάδοι των μεταφορών και αποθήκευσης, καθώς και της πληροφορικής και των επικοινωνιών. Ειδικότερα, ανά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας το 2023, τα ποσοστά στενότητας είναι υψηλά στα καταλύματα (4,3%), στις κατασκευές (2,6%), και στις επαγγελματικές, επιστημονικές και τεχνικές δραστηριότητες (3,0%), ενώ ακολουθούν η μεταποίηση, το εμπόριο και η διαχείριση ακίνητης περιουσίας. Αντίθετα, η δημόσια διοίκηση και άμυνα, η εκπαίδευση και οι χρηματοπιστωτικές και ασφαλιστικές δραστηριότητες κατέγραψαν τα χαμηλότερα ποσοστά, αν και οριακά αυξημένα.

Για να στηριχθεί η ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας και να επιτευχθεί σύγκλιση προς το μέσο όρο της ευρωζώνης, είναι απαραίτητο να συνεχιστεί η αύξηση της απασχόλησης με ρυθμούς ανάλογους με αυτούς που καταγράφηκαν στο πρόσφατο παρελθόν. Εντούτοις, η στενότητα στην αγορά εργασίας, η οποία προσεγγίζει ιστορικά υψηλά επίπεδα, και η μείωση του ποσοστού ανεργίας έχουν περιορίσει σημαντικά τη δεξαμενή του διαθέσιμου προς πρόσληψη εργατικού δυναμικού από τις επιχειρήσεις. Συνεπώς είναι απαραίτητες νέες πρωτοβουλίες που θα συμβάλουν στη διατηρήσιμη αύξηση της απασχόλησης, θα περιορίσουν τις στρεβλώσεις στην αγορά εργασίας μέσω της υλοποίησης νέων διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και θα διευρύνουν το εργατικό δυναμικό. Ιδιαίτερη έμφαση θα πρέπει να δοθεί στις ομάδες του πληθυσμού που παρουσιάζουν τα χαμηλότερα ποσοστά συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό, όπως μεταξύ άλλων οι γυναίκες, οι νέοι και τα άτομα με αναπηρία (βλ. Πλαίσιο IV.1), καθώς και στους κλάδους που παρουσιάζουν τα μεγαλύτερα ποσοστά στενότητας, όπως η γεωργία, ο τουρισμός, οι κατασκευές και η μεταποίηση. Παράλληλα, σημαντικό ρόλο στη σύζευξη των αναγκών της αγοράς εργασίας με τις δεξιότητες των εργαζομένων έχει η διά βίου εκπαίδευση, και ιδιαίτερα η τεχνική εκπαίδευση, ενώ και τα προγράμματα κατάρτισης μπορούν να συμβάλουν στην απόκτηση και αναβάθμιση δεξιοτήτων και στην εύρεση εργασίας, καθώς και στην ενσωμάτωση των ευάλωτων ομάδων στην αγορά εργασίας. Για να καλυφθεί το καίριο κενό εργατικού δυναμικού και δεξιοτήτων στην εγχώρια αγορά εργασίας, είναι σημαντική η ενσωμάτωση μεταναστών, καθώς και η θέσπιση κινήτρων για την αντιστροφή του brain drain και την προσέλκυση εξειδικευμένων μεταναστών (βλ. Πλαίσιο IV.3). Ωστόσο, πρέπει να οριστεί το θεσμικό πλαίσιο για τις μεταναστευτικές εισροές και να χαραχθούν οι στρατηγικές και οι πολιτικές για τη σταδιακή και επιτυχή ένταξή τους στην κοινωνία. Χρειάζεται επίσης να ενισχυθούν οι μηχανισμοί για την αντιστοίχιση των δεξιοτήτων του εργατικού δυναμικού με τις ανάγκες της αγοράς εργασίας, ιδιαίτερα σε τοπικό επίπεδο. Εξάλλου, η αύξηση του μισθολογικού κόστους καθιστά επιτακτικά αναγκαία τη μείωση ή επιδότηση των ασφαλιστικών εισφορών για την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας των ελληνικών επιχειρήσεων και τη διατήρηση των θέσεων εργασίας. Εξίσου απαραίτητες είναι οι παρεμβάσεις για να ενισχυθεί το πλέγμα εναρμόνισης της οικογενειακής και επαγγελματικής ζωής, διευκολύνοντας την ένταξη και παραμονή του μη οικονομικά ενεργού πληθυσμού στην αγορά εργασίας, ενώ παράλληλα θα πρέπει να ενταθούν οι έλεγχοι για την καταπολέμηση της αδήλωτης και της υποδηλωμένης εργασίας. Τέλος, οι πόροι του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας εκτιμάται ότι θα συμβάλουν στην αύξηση των επενδύσεων και στη δημιουργία νέων, υψηλά αμειβόμενων θέσεων εργασίας, που θα οδηγήσουν σε υψηλότερη οικονομική ανάπτυξη, βελτίωση της αγοράς εργασίας και διατήρηση της κοινωνικής συνοχής.



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

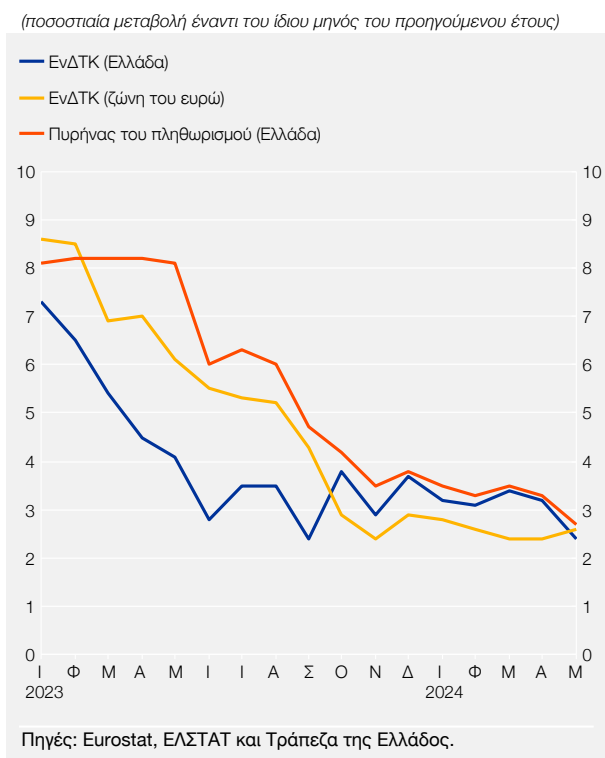
### 5.1 Πληθωρισμός

Ο πληθωρισμός, όπως μετρείται από τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ), κατέγραψε μέσο ετήσιο ρυθμό 4,2% το 2023, σαφώς χαμηλότερο από το 9,3% του 2022 (βλ. Διάγραμμα IV.13). Η έντονη αποκλιμάκωση αποδίδεται αποκλειστικά και μόνο στην ενεργειακή συνιστώσα. Σε αντίθεση με το γενικό πληθωρισμό, ο πυρήνας του πληθωρισμού (ΕνΔΤΚ χωρίς τα μη επεξεργασμένα είδη διατροφής και την ενέργεια) ενισχύθηκε, καταγράφοντας 6,2% το 2023 από 5,7% το 2022.

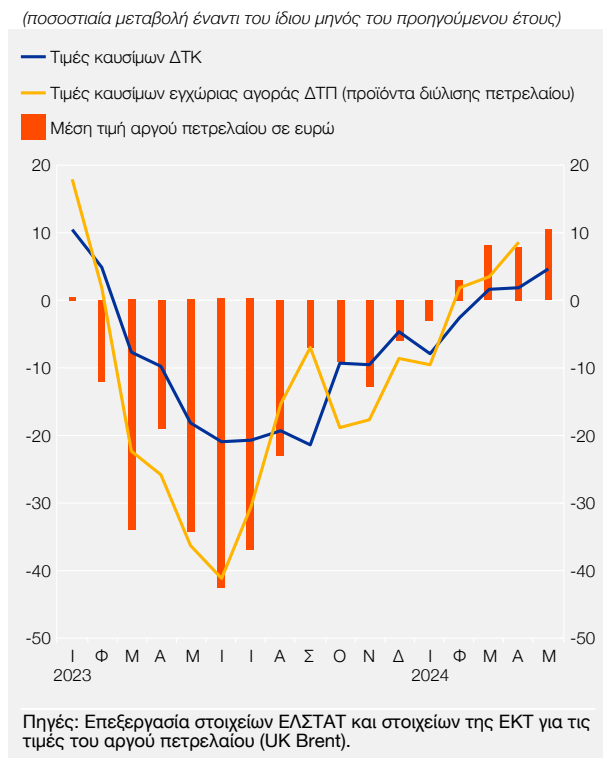
Η συμβολή της ενεργειακής συνιστώσας υπήρξε αποπληθωριστική το 2023 και συνεχίζει κατά το πρώτο πεντάμηνο του τρέχοντος έτους να συγκρατεί το γενικό επίπεδο των τιμών, παρά το γεγονός ότι έχουν ενισχυθεί ελαφρώς οι διεθνείς τιμές του πετρελαίου τύπου Brent. Ο συνεχιζόμενος αποπληθωρισμός των υποδεικτών του ηλεκτρικού ρεύματος και του φυσικού αερίου διατηρεί τους ετήσιους ρυθμούς μεταβολής των τιμών της ενέργειας σε αρνητικό έδαφος (βλ. Διαγράμματα IV.14 και IV.15).

Οι συνιστώσες του εναρμονισμένου πληθωρισμού πλην της ενέργειας κατέγραψαν υψηλούς μέσους ετήσιους ρυθμούς το 2023, εισήλθαν όμως σε καθοδική τροχιά, έχοντας διαφορετικά σημεία αφετηρίας, και συνέχισαν και κατά τους πρώτους μήνες του 2024 να αποκλιμακώνονται. Τα επεξεργασμένα είδη διατροφής από τον Ιανουάριο του 2023, οπότε κατέγραψαν ιστορικά μέγιστο ετήσιο ρυθμό 13,8%, ακολουθούν αδιάλειπτη καθοδική πορεία, η οποία συνδέεται άμεσα με την πτωτική πορεία του διατροφικού υποδείκτη του δείκτη τιμών εισαγωγών. Τα μη επεξεργασμένα είδη διατροφής κατέγραψαν μέγιστο ρυθμό έτους τον Ιούλιο του 2023 (15,1%) και έκτοτε αποκλιμακώνονται, ωστόσο χαρακτηρίζονται από έντονες διακυμάνσεις. Αναλυτικότερα για τον πληθωρισμό των ειδών διατροφής βλ. επίσης Πλαίσιο IV.2.

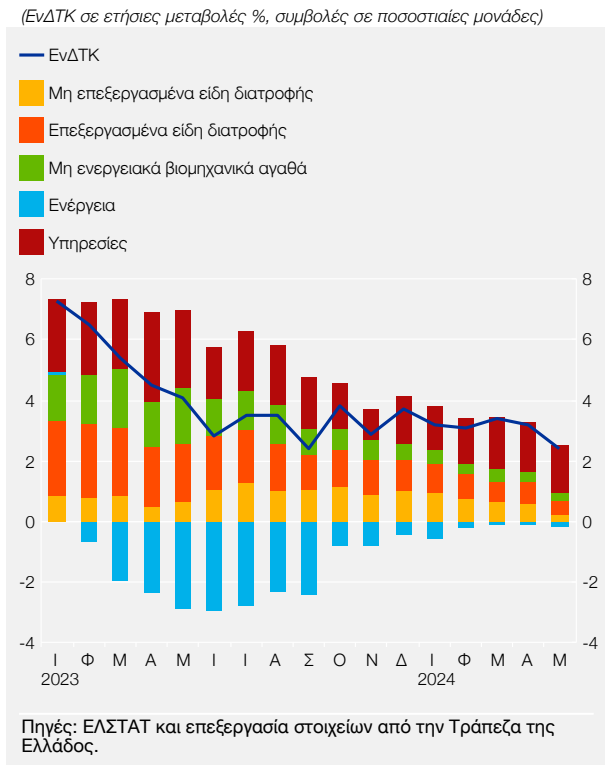
Διάγραμμα IV.13 Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή στην Ελλάδα και τη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2023-Μάιος 2024)



Διάγραμμα IV.14 Εξέλιξη τιμών καυσίμων του ΔΤΚ και του ΔΤΠ και της τιμής του αργού πετρελαίου σε ευρώ (Ιανουάριος 2023-Μάιος 2024)



**Διάγραμμα IV.15 Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή και συμβολές των κύριων συνιστωσών του (Ιανουάριος 2023-Μάιος 2024)**



Οι δύο βασικές συνιστώσες του πυρήνα του πληθωρισμού, δηλαδή τα μη ενεργειακά βιομηχανικά αγαθά και οι υπηρεσίες, έχουν αποκλιμακωθεί σημαντικά κατά το διαθέσιμο πεντάμηνο του 2024 σε σύγκριση με το 2023 (βλ. Διάγραμμα IV.15). Πιο συγκεκριμένα, ο πληθωρισμός των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών κορυφώθηκε στο 10,3% το Μάρτιο του 2023 και από 8,5% κατά μέσο όρο το πρώτο εξάμηνο του 2023 αποκλιμακώθηκε σε 4,5% το δεύτερο εξάμηνο του 2023 και περαιτέρω σε 1,9% το πρώτο πεντάμηνο του 2024. Η πορεία αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού των ειδών αυτών σχετίζεται με την εξομάλυνση των εφοδιαστικών αλυσίδων, τη συμπίεση των κερδών και ισχυρές καθοδικές επιδράσεις βάσης (base effects).

Ο πληθωρισμός των υπηρεσιών παρουσίασε επίσης έντονη αποκλιμάκωση μέσα στο 2023 (από 5,4% το πρώτο εξάμηνο σε 3,6% το δεύτερο εξάμηνο). Κατά το διαθέσιμο πεντάμηνο του 2024 ο μέσος πληθωρισμός των υπηρεσιών παρέμεινε ανθεκτικός, καθώς διατηρήθηκε στο 3,6%. Η συνεχιζόμενη καταγραφή υψηλών ετήσιων ρυθμών στη συνιστώσα των υπηρεσιών σχετίζεται κυρίως με την αυξημένη

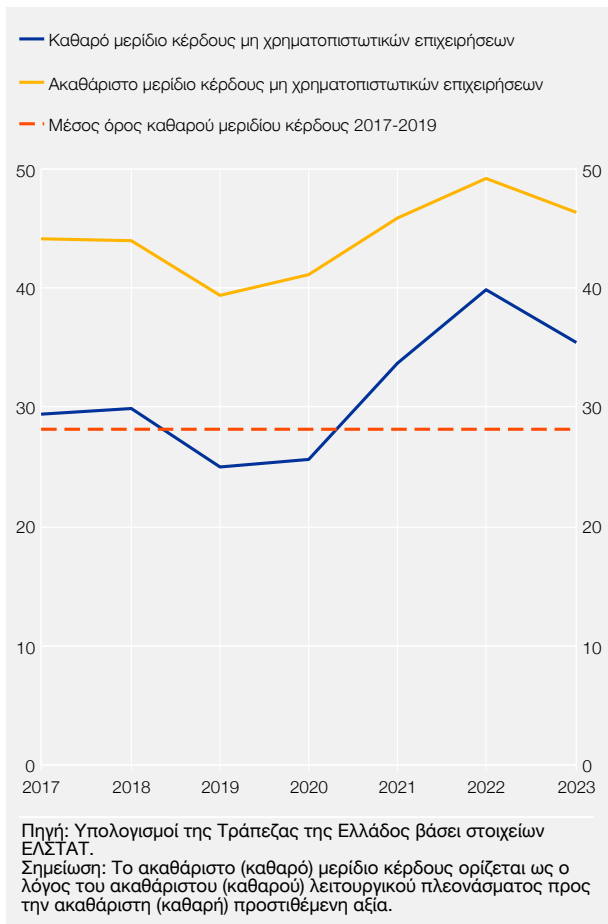
έμμεση φορολογία στα καταλύματα (το νέο “τέλος ανθεκτικότητας στην κλιματική κρίση” υποκατέστησε τον μέχρι πρότινος φόρο διανυκτέρευσης και επιβλήθηκε, μαζί με συντελεστή ΦΠΑ 13%, και στα καταλύματα βραχυχρόνιων μισθώσεων τύπου Airbnb), καθώς και με το αυξημένο μισθολογικό κόστος (αύξηση κατώτατου μισθού κατά 7,1% κατά μέσο όρο το 2024). Η αυξημένη έμμεση φορολογία και το υψηλότερο μισθολογικό κόστος, σε συνδυασμό με την προβλεπόμενη ευνοϊκή τουριστική περίοδο, αναμένεται να διατηρήσουν σε υψηλά επίπεδα τους ετήσιους ρυθμούς μεταβολής των τιμών για τη συνιστώσα των υπηρεσιών.

Καθώς τα είδη διατροφής και τα βιομηχανικά αγαθά χωρίς την ενέργεια ακολουθούν σαφώς καθοδική τάση, ενώ τα ενεργειακά αγαθά παραμένουν σε αρνητικό έδαφος, ο γενικός πληθωρισμός αναμένεται να υποχωρήσει περαιτέρω το 2024. Στην αποκλιμάκωση του γενικού πληθωρισμού σε σχέση με το 2023 αναμένεται να συμβάλουν και οι υπηρεσίες, διατηρώντας όμως σχετικά υψηλούς ρυθμούς αύξησης των τιμών. Ανοδικούς κινδύνους για τον πληθωρισμό αποτελούν οι ρευστές γεωπολιτικές συνθήκες.

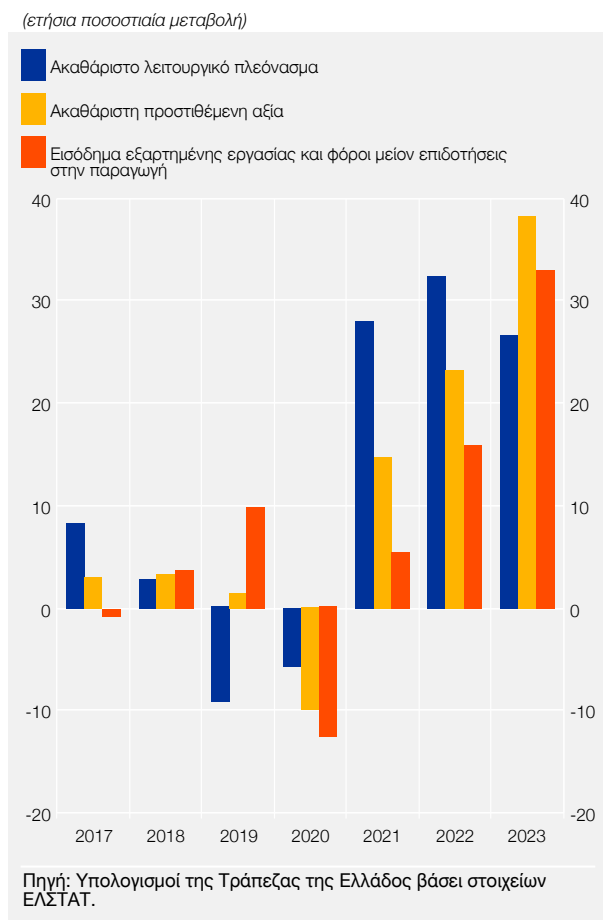
### 5.2 Επιχειρηματικά κέρδη

Το 2023 η κερδοφορία των ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων σημείωσε μικρή υποχώρηση σε σχέση με το 2022. Το ακαθάριστο λειτουργικό πλεόνασμα των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων σε ονομαστικούς όρους μειώθηκε κατά 3,3% το 2023 (έναντι αύξησης κατά 32,2% το 2022), ενώ το καθαρό λειτουργικό πλεόνασμα (που προκύπτει μετά την αφαίρεση της ανάλωσης πάγιου κεφαλαίου) υποχώρησε ακόμη περισσότερο, κατά 9,7% (έναντι αύξησης κατά 50,2% το 2022). Η επιδείνωση αυτή οφείλεται κυρίως στη σημαντική επιβράδυνση της ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας σε 2,8% (από 23,3% το 2022), ενώ το εισόδημα εξαρτημένης εργασίας σημείωσε οριακή επιβράδυνση (αύξηση 6,6%, έναντι 7,6% το 2022) (βλ. Διαγράμματα IV.16 και IV.17). Επίσης, η επίδραση των φόρων μείον επιδοτήσεων στην παραγωγή ήταν σημαντικά αρνητική, καθώς υπήρξε αξιοσημείωτη μείωση των επιδοτήσεων κατά 93,6% το 2023 σε σχέση με το 2022. Η εξέλιξη των επιδοτήσεων αφορούσε κυρίως την

**Διάγραμμα IV.16** Μεριδίο κέρδους των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (2017-2023)



**Διάγραμμα IV.17** Συνιστώσες του μεριδίου κέρδους των επιχειρήσεων (2017-2023)



απόσυρση των μέτρων στήριξης έναντι της πανδημίας, καθώς και των ενεργειακών μέτρων στήριξης λόγω της αποκλιμάκωσης των τιμών του ηλεκτρικού ρεύματος. Κατά συνέπεια, το 2023 το μερίδιο καθαρού κέρδους (που ορίζεται ως ο λόγος του καθαρού λειτουργικού πλεονάσματος προς την καθαρή προστιθέμενη αξία), το οποίο εκφράζει την απόδοση του επιχειρηματικού τομέα σε όρους λειτουργικών κερδών, υποχώρησε σε 35,4%, από 39,8% το 2022. Εντούτοις, παρέμεινε σημαντικά υψηλότερο από το μέσο όρο της προ της πανδημίας τριετίας 2017-2019 (28,1%).

### 5.3 Κόστος εργασίας

Η αύξηση των μέσων αμοιβών επιταχύνθηκε το 2023, ενώ η αύξηση των συνολικών αμοιβών των εργαζομένων ήταν περίπου όση και το 2022, λόγω της επιβράδυνσης της ανόδου της συνολικής και της μισθωτής απασχόλησης. Ως αποτέλεσμα, περιορίστηκε η αύξηση της παραγωγικότητας και αυξήθηκε σημαντικά το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (για τις μισθολογικές εξελίξεις την περίοδο 2016-2023 βλ. Πλαίσιο IV.3).

Το 2024 προβλέπεται ότι οι μέσες αποδοχές θα αυξηθούν ελαφρώς περισσότερο από ό,τι το 2023. Ωστόσο, η μισθωτή απασχόληση αναμένεται να εμφανίσει αξιόλογη επιτάχυνση, η οποία θα συμπαρασύρει και τις συνολικές αμοιβές των εργαζομένων. Καθώς ο ρυθμός ανόδου της παραγωγικότητας θα παραμείνει χαμηλός, το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αναμένεται να εμφανίσει μικρή επιτάχυνση (βλ. Πίνακα IV.5). Οι προβλέψεις αυτές επιβεβαιώνονται από την εξέλιξη των σχετικών μεγεθών το α' τρίμηνο του 2024, αν συγκριθούν οι ρυθμοί μεταβολής με εκείνους του α' τριμήνου του 2023.

**Πίνακας IV.5 Αμοιβές και κόστος εργασίας (2022-2024)**

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

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

Πηγές: Για το 2022-2023: ΕΛΣΤΑΤ, στοιχεία ετήσιων εθνικών λογαριασμών και λογαριασμών θεσμικών τομέων, 7.3-25.4.2024. Για το 2024: εκτιμήσεις-προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

Η άνοδος των αποδοχών το 2024 επηρεάζεται τόσο από την αύξηση των μισθών των δημοσίων υπαλλήλων όσο και από τη λήξη της αναστολής των επιδομάτων προϋπηρεσίας (τριετιών) των μισθωτών του ιδιωτικού τομέα, η οποία είχε νομοθετηθεί κατά την περίοδο των προγραμμάτων οικονομικής προσαρμογής. Επιπλέον, χορηγήθηκε αύξηση 6,4% από 1ης Απριλίου 2024 στον κατώτατο μισθό. Ειδικότερα, στον επιχειρηματικό τομέα το τετράμηνο Ιανουαρίου-Απριλίου 2024 υπογράφηκαν 87 νέες επιχειρησιακές συλλογικές συμβάσεις, οι οποίες αφορούν 57.396 μισθωτούς. Από αυτές, 31 συμβάσεις προβλέπουν αυξήσεις μισθών, ενώ οι υπόλοιπες δεν περιλαμβάνουν μισθολογικές ρυθμίσεις.<sup>8</sup>

Στον τομέα της γενικής κυβέρνησης, οι δαπάνες για αμοιβές υπαλλήλων αυξήθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 6,2% το τετράμηνο Ιανουαρίου-Απριλίου 2024.

#### 5.4 Διεθνής ανταγωνιστικότητα

Η διεθνής ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας, μετά τη σημαντική βελτίωση που κατέγραψε τα προηγούμενα έτη, το 2023 και στις αρχές του 2024 σημείωσε υποχώρηση, κυρίως ως προς τις σχετικές τιμές καταναλωτή, υπό την κοινή για τις περισσότερες οικονομίες της ζώνης του ευρώ επίδραση της μεγάλης ανατίμησης του ευρώ (βλ. Διάγραμμα IV.18). Παράλληλα, σε όρους διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας, πρόσφατες κατατάξεις υποδηλώνουν ότι το επιχειρηματικό περιβάλλον βελτιώνεται, αλλά εξακολουθεί να είναι λιγότερο ελκυστικό από ό,τι στις περισσότερες χώρες της ΕΕ.

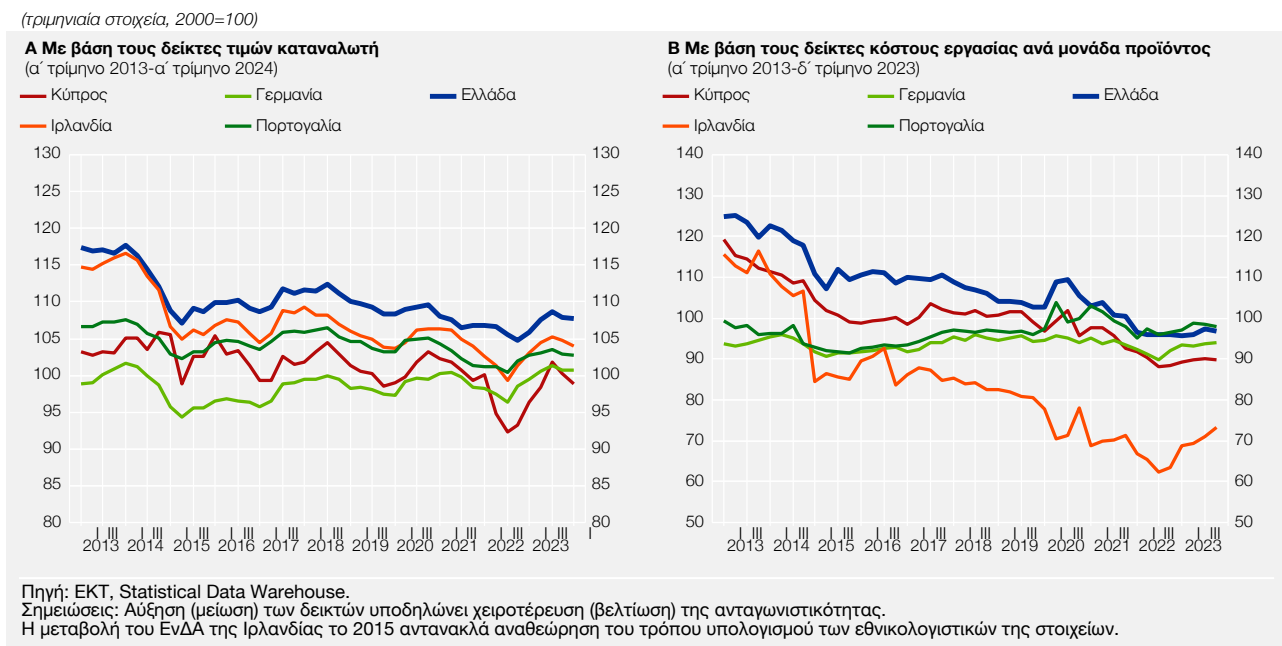
Η ανταγωνιστικότητα τιμών της ελληνικής και άλλων οικονομιών της ζώνης του ευρώ επηρεάστηκε αρνητικά από την ανατίμηση του ευρώ, η οποία υπήρξε εκτεταμένη και εν μέρει τροφοδοτήθηκε από την ταχεία αύξηση των βασικών επιτοκίων στη ζώνη του ευρώ και το βαθμιαίο περιορισμό της επιτοκιακής διαφοράς έναντι των ΗΠΑ. Συγκεκριμένα, η ανατίμηση της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ κατά 4,3% το 2023 οδήγησε σε σημαντική ανατίμηση της ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας της Ελλάδος, με αποτέλεσμα τη συρρίκνωση του οφέλους στην ανταγωνιστικότητα από το χαμηλότερο επίπεδο εγχώριου πληθωρισμού έναντι του σταθμισμένου πληθωρισμού των κυριότερων εμπορικών εταίρων. Ωστόσο, η Ελλάδα το 2023 διατήρησε το μερίδιο αγοράς της σε όλες τις γεωγραφικές περιοχές, πλην των Δυτικών Βαλκανίων και της Τουρκίας.<sup>9</sup> Πάντως, η διατήρηση συνθηκών αυξημένης αβεβαιότητας και εντεινόμενων γεωπολιτικών κινδύνων διαμορφώνει ένα δυσμενές εξωτερικό περιβάλλον για το παγκόσμιο εμπόριο και τους διαύλους θαλάσσιας μεταφοράς αγαθών, με ταυτόχρονη εξασθένηση στο ρυθμό αύξησης της διεθνούς ζήτησης.

Σύμφωνα με τους εθνικούς εναρμονισμένους δείκτες ανταγωνιστικότητας τους οποίους καταρτίζει η ΕΚΤ (ΕνΔΑ-ΗCIs) τόσο για την Ελλάδα όσο και για τις άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ, το 2023 παρατηρήθηκε γενικευμένη αύξηση (επιδείνωση) σε όλους τους δείκτες με ευρύτερη

8 Οι κυριότερες κλαδικές ή ομοιοεπαγγελματικές συμβάσεις εργασίας που επηρεάζουν τους μισθούς το 2024 είναι οι εξής: Η τριετής σύμβαση για τις τράπεζες (Απρίλιος 2022), που προβλέπει αυξήσεις από 1.12.2023 και 2,5% από 1.12.2024. Η διετής σύμβαση για τα ξενοδοχεία (Δεκέμβριος 2022) με αύξηση 5,0% από 1.1.2024. Η σύμβαση για την καπνοβιομηχανία (Απρίλιος 2023) με αυξήσεις 4%-6,8% για ολόκληρη τη διετία 2023-2024. Η διετής σύμβαση του επισιτισμού (τροφίμων και ποτών – Ιούνιος 2023, που αφορά περίπου 400.000 μισθωτούς) με αυξήσεις 5,5% από 1.6.2023 και 5% από 1.6.2024. Η διετής σύμβαση της τσιμεντοβιομηχανίας (Δεκέμβριος 2023) με αύξηση 4% από 1.1.2024 (αναφέρονται μόνο οι αυξήσεις που επηρεάζουν το τρέχον έτος).

9 Πηγή: IMF, DOTS Statistics.

Διάγραμμα IV.18 Εναρμονισμένοι δείκτες ανταγωνιστικότητας  
(δείκτες πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας)



κάλυψη εμπορικών εταιρών. Στους δείκτες έναντι των εμπορικών εταιρών εντός της ζώνης του ευρώ όμως, όπου δεν υφίσταται η επίδραση της συναλλαγματικής ισοτιμίας, η ανταγωνιστικότητα της Ελλάδος εξακολούθησε να βελτιώνεται το 2023 (βλ. Πίνακα IV.6). Ο ευρύτερος δείκτης ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας ανατιμήθηκε κατά 3,8% το 2023 και συνέχισε να ανατιμάται το α' τρίμηνο του 2024. Τους πρώτους τέσσερις μήνες του 2024 το ευρώ υποτιμήθηκε ελαφρώς έναντι του δολαρίου ΗΠΑ, της λίρας Αγγλίας και του ελβετικού φράγκου, ενώ ανατιμήθηκε έναντι του γιεν Ιαπωνίας, της κορώνας Σουηδίας, της Νορβηγίας και της Δανίας, του δολαρίου Αυστραλίας και της λίρας Τουρκίας.

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, παρουσίασε μικρή επιδείνωση κατά 0,6% το 2023, μετά την απότομη βελτίωση κατά 8% που είχε καταγραφεί το 2022. Το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στην Ελλάδα αυξήθηκε σημαντικά το 2023, αλλά και πάλι με μικρότερο ρυθμό από εκείνον των βασικών εμπορικών εταιρών. Εντούτοις, η διαφορά στην αύξηση μεταξύ της Ελλάδος και εμπορικών εταιρών της ΕΕ σταδιακά περιορίζεται. Το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος το 2023 στο σύνολο της οικονομίας εκτιμάται ότι αυξήθηκε στην Ελλάδα κατά 4,5%, ενώ η αντίστοιχη αύξηση στη ζώνη του ευρώ ήταν 6,2% και 6,6% στην ΕΕ-27 σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή.<sup>10</sup> Οι εν λόγω εξελίξεις πραγματοποιήθηκαν εν μέσω υψηλών αυξήσεων των ονομαστικών μισθών ανά εργαζόμενο και μικρής αύξησης της παραγωγικότητας της εργασίας, κατά 1% στην Ελλάδα, σε αντίθεση με μείωση της παραγωγικότητας εργασίας κατά 1% στη ζώνη του ευρώ.

Ο δείκτης πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας με βάση τους σχετικούς δείκτες τιμών καταναλωτή (ΔΤΚ), όπως τον υπολογίζει η Τράπεζα της Ελλάδος, κατέγραψε μικρή άνοδο (επιδείνωση) το 2023 κατά 1%, έναντι βελτίωσης κατά 2,3% το προηγούμενο έτος, κυρίως λόγω της ανατίμησης της ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας που υπερκάλυψε την ευνοϊκή για την Ελλάδα διαφορά του εγχώριου πληθωρισμού συγκριτικά με

10 Ευρωπαϊκή Επιτροπή, εαρινές οικονομικές προβλέψεις (Μάιος 2024) και ΕΚΤ, Μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομών του Ευρωσυστήματος για τη ζώνη του ευρώ, Ιούνιος 2024.

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

(δείκτης: 2000=100)

Έτος	Δείκτης ονομαστικής ΣΣΙ		Δείκτης πραγματικής ΣΣΙ*							
	Ευρύς δείκτης <sup>1</sup>		Ευρύς δείκτης <sup>1</sup>				Έναντι χωρών της ζώνης του ευρώ			
	Ετήσια % μεταβολή	Με βάση το δείκτη τιμών καταναλωτή	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*			
Ετήσια % μεταβολή			Ετήσια % μεταβολή	Ετήσια % μεταβολή	Ετήσια % μεταβολή	Ετήσια % μεταβολή	Ετήσια % μεταβολή			
2000	100,0		100,0		100,0		100,0		100,0	
2010	112,4	-2,8	118,3	-0,4	131,2	4,7	118,3	-0,4	123,7	4,6
2015	110,6	-2,7	106,5	-4,6	111,1	-4,5	106,5	-4,6	107,8	-3,5
2016	112,0	1,3	107,1	0,5	107,3	-3,4	107,1	0,5	107,3	-0,4
2017	113,6	1,4	107,7	0,6	106,1	-1,1	107,7	0,6	106,6	-0,7
2018	116,0	2,1	108,4	0,6	104,0	-2,0	108,4	0,6	103,2	-3,2
2019	115,8	-0,2	106,7	-1,5	102,0	-1,9	106,7	-1,5	101,1	-2,0
2020	117,4	1,5	105,8	-0,8	104,2	2,1	105,8	-0,8	103,5	2,4
2021	118,7	1,1	104,4	-1,4	101,3	-2,8	104,4	-1,4	100,6	-2,8
2022	117,5	-1,0	101,9	-2,3	93,2	-8,0	104,9	0,6	97,1	-3,5
2023	122,0	3,8	102,9	1,0	93,7	0,6	103,8	-1,1	95,4	-1,7
2024**	125,4	2,8	103,7	0,8	93,2	-0,6	104,2	0,3	94,3	-1,2

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 Ταξινομημένης Ταξινόμησης Διεθνούς Εμπορίου – SITC).

τον αντίστοιχο σταθμισμένο μέσο όρο των κυριότερων εμπορικών εταίρων. Ο πληθωρισμός με βάση τον ΕνΔΤΚ για το 2023 παρέμεινε χαμηλότερος στην Ελλάδα έναντι των αντίστοιχων ρυθμών των κυριότερων εμπορικών εταίρων (4,2% στην Ελλάδα, έναντι 5,4% στη ζώνη του ευρώ).

Όσον αφορά τις εκτιμήσεις για το 2024 συνολικά, σύμφωνα με τις πρόσφατες προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και του Ευρωσυστήματος, ο εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή αναμένεται να αυξηθεί κατά 2,8% στην Ελλάδα και κατά 2,5% στη ζώνη του ευρώ. Ταυτόχρονα, το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας αναμένεται ότι θα αυξηθεί κατά 3,0% στην Ελλάδα, έναντι 4,1% στη ζώνη του ευρώ. Επομένως, για το 2024 αναμένεται μικρή βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της Ελλάδος εντός της ζώνης του ευρώ ως προς το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, αλλά μικρή υποχώρηση ως προς τις τιμές.

Σε όρους διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας, η κατάταξη της Ελλάδος σε σύνθετους δείκτες παρουσιάζει στασιμότητα το 2023, μετά την αποτύπωση μεγάλης προόδου την περίοδο 2020-2022, και βελτίωση το 2024. Ωστόσο, η χώρα εξακολουθεί να κατατάσσεται ακόμη σχετικά χαμηλά. Επενδύσεις με υψηλό τεχνολογικό περιεχόμενο, λ.χ. στον κλάδο των φαρμάκων και στις υπηρεσίες πληροφορικής, δύνανται να δημιουργήσουν θετικές συνέργειες σε άλλους τομείς, συμβάλλοντας στον εκσυγχρονισμό της οικονομίας και στη βελτίωση της παραγωγικότητας. Πρόσδος καταγράφεται επίσης συστηματικά και ως προς τον ψηφιακό μετασχηματισμό του δημόσιου τομέα, ως αποτέλεσμα της υλοποίησης των προγραμμάτων που χρηματοδοτούνται από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας και άλλα ευρωπαϊκά προγράμματα. Παρά όμως τις μεταρρυθμίσεις και την πρόοδο, η ταχύτητα απονομής της δικαιοσύνης, η γραφειοκρατία και

η αναποτελεσματικότητα σε ορισμένους τομείς της δημόσιας διοίκησης (όπως στις μεταβιβάσεις ακινήτων, στην εκπόνηση χωροταξικών σχεδίων, στην ολοκλήρωση του Εθνικού Κτηματολογίου) παραμένουν σε χειρότερο επίπεδο συγκριτικά με άλλες χώρες της ΕΕ. Η εξασφάλιση της πλήρους απορρόφησης των κατανεμημένων στην Ελλάδα κονδυλίων με επιτάχυνση της υλοποίησης των χρηματοδοτούμενων επενδύσεων, καθώς και μεταρρυθμίσεων και άλλων εμβληματικών επενδύσεων αναμένεται να έχει θετική επίδραση στην παραγωγικότητα της ελληνικής οικονομίας τα επόμενα έτη και κατ' επέκταση στη διαρθρωτική της ανταγωνιστικότητα.

## 6 ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΠΛΗΡΩΜΩΝ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΘΕΣΗ

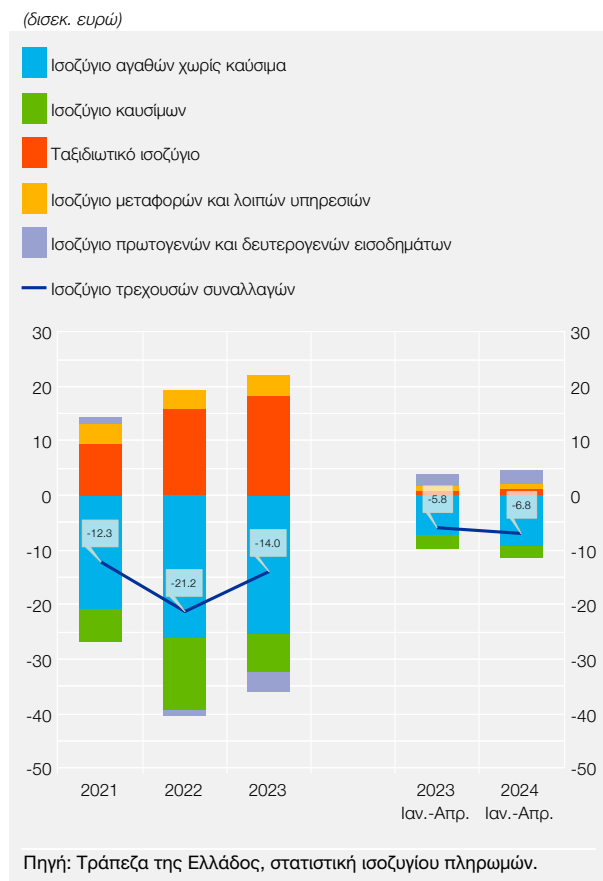
Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ) το 2023 παρουσίασε σημαντική βελτίωση και το έλλειμμα του διαμορφώθηκε σε 6,3% του ΑΕΠ (έναντι 10,3% του ΑΕΠ το 2022), αφού η μείωση των εισαγωγών αγαθών, κυρίως καυσίμων, ήταν υψηλότερη από τη μείωση των εξαγωγών αγαθών. Θετική συμβολή στη βελτίωση του ΙΤΣ είχαν επίσης οι ταξιδιωτικές εισπράξεις και το ισοζύγιο δευτερογενών εισοδημάτων, ενώ επιδείνωση καταγράφηκε στο ισοζύγιο πρωτογενών εισοδημάτων.

Την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2024 το έλλειμμα του ΙΤΣ αυξήθηκε σε σύγκριση με την ίδια περίοδο του 2023, καθώς τα ισοζύγια αγαθών και πρωτογενών εισοδημάτων επιδεινώθηκαν. Η εξέλιξη αυτή αντισταθμίστηκε μερικώς από τη σημαντική βελτίωση του ισοζυγίου δευτερογενών εισοδημάτων λόγω της εισροής από την αναδιανομή του νομισματικού εισοδήματος του Ευρωσυστήματος, καθώς και από την αύξηση του πλεονάσματος του ισοζυγίου υπηρεσιών (βλ. Πίνακα 2 του Στατιστικού Παραρτήματος και Διάγραμμα IV.19).

Η διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών οφείλεται στη μείωση της αξίας των εξαγωγών κατά 5,7% (παρά την αύξησή της τον Απρίλιο του 2024) και στην αύξηση της αξίας των εισαγωγών αγαθών κατά 3,5%. Σε σταθερές τιμές, οι συνολικές εξαγωγές μειώθηκαν κατά 7,2%, ενώ οι εισαγωγές αυξήθηκαν κατά 6,2%. Το ισοζύγιο καυσίμων κατέγραψε μικρή βελτίωση, αφού οι εξαγωγές καυσίμων μειώθηκαν λιγότερο – σε απόλυτους όρους – από ό,τι οι αντίστοιχες εισαγωγές (κατά 10,9% και 5,6% σε σταθερές τιμές αντίστοιχα). Επίσης, σε σταθερές τιμές, οι εξαγωγές χωρίς καύσιμα περιορίστηκαν κατά 6,0%, με τη μεγαλύτερη συμβολή στη μείωση να προέρχεται από τις εξαγωγές των κλάδων των τροφίμων και ποτών, των φαρμακευτικών προϊόντων και της κλωστοϋφαντουργίας. Οι εισαγωγές χωρίς καύσιμα αυξήθηκαν κατά 8,7% σε σταθερές τιμές, λόγω των υψηλότερων εισαγωγών βιομηχανικών αγαθών, μεταφορικού εξοπλισμού και μη διαρκών καταναλωτικών αγαθών και δευτερευόντως κεφαλαιακών αγαθών (βλ. Διάγραμμα IV.20).

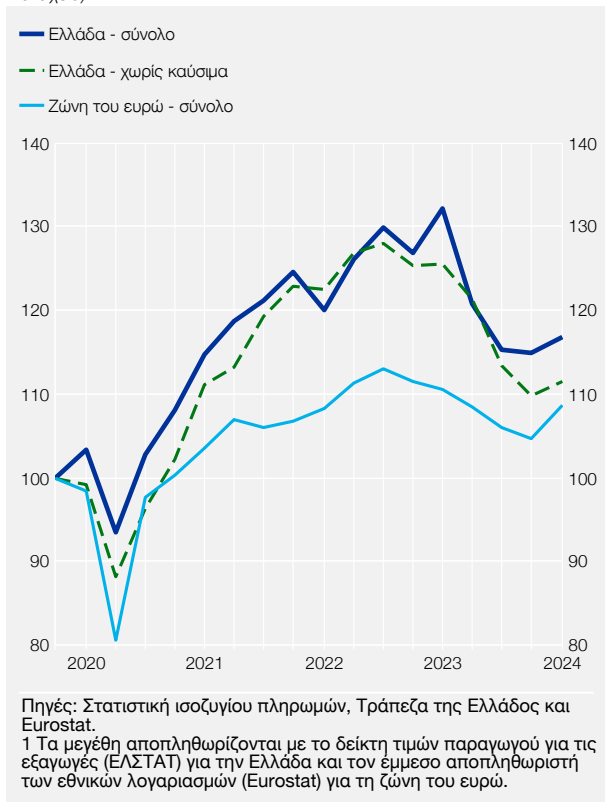
Το ισοζύγιο υπηρεσιών παρουσίασε σημαντική βελτίωση το 2023, προερχόμενη κυρίως από την αύξηση των ταξιδιωτικών εισπράξεων, οι οποίες ξεπέρασαν το επίπεδο του 2019 (βλ. Διάγραμμα IV.21). Η αύξηση του πλεονάσματος

Διάγραμμα IV.19 Βασικά μεγέθη του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών



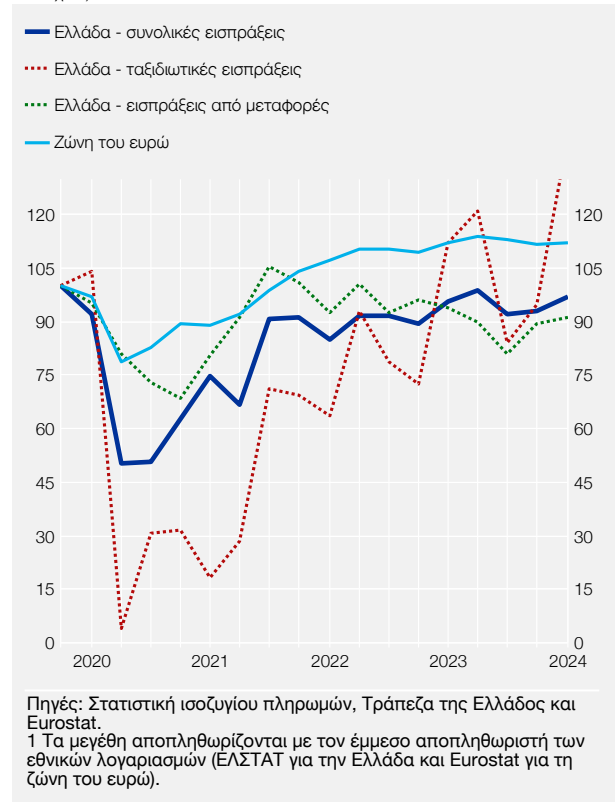
**Διάγραμμα IV.20 Εξαγωγές αγαθών**  
(δ' τρίμηνο 2019-α' τρίμηνο 2024)

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



**Διάγραμμα IV.21 Εξαγωγές υπηρεσιών**  
(δ' τρίμηνο 2019-α' τρίμηνο 2024)

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



του ισοζυγίου υπηρεσιών το πρώτο τετράμηνο του 2024 συνδέεται με τη βελτίωση των ισοζυγίων ταξιδιωτικών υπηρεσιών και μεταφορών, ενώ επιδείνωση κατέγραψε το ισοζύγιο λοιπών υπηρεσιών. Η δυναμική που καταγράφηκε κατά το 2023, με τη σημαντική αύξηση των αφίξεων και των ταξιδιωτικών εισπράξεων, συνεχίστηκε την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2024: οι αφίξεις αυξήθηκαν κατά 20,0% και οι εισπράξεις κατά 22,0% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2023, έχοντας ξεπεράσει τα επίπεδα του πρώτου τετραμήνου τόσο του 2019 όσο και του 2023. Η μέση δαπάνη ανά ταξίδι αυξήθηκε κατά 2,1% σε σχέση με την ίδια περίοδο του 2023, σε συνάρτηση και με την αύξηση της προσέλκυσης ταξιδιωτών σε περιόδους χαμηλής μέχρι σήμερα ζήτησης τουριστικών υπηρεσιών. Ο ρυθμός αύξησης των ταξιδιωτών από ορισμένες χώρες εκτός ΕΕ, κυρίως τις ΗΠΑ, συνεχίζει να υπερβαίνει το ρυθμό αύξησης των ταξιδιωτών από χώρες της ΕΕ, μεταξύ των οποίων η εντονότερη δυναμική καταγράφεται για τους ταξιδιώτες από τη Γερμανία.

Το ισοζύγιο μεταφορών βελτιώθηκε την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2024 κατά 3,2%. Ειδικότερα, οι εισπράξεις από θαλάσσιες μεταφορές διατηρήθηκαν σχεδόν σταθερές, αφού και οι ναύλοι παρέμειναν σε επίπεδο αντίστοιχο με αυτό του 2023. Συγκεκριμένα, το μέσο επίπεδο των ναύλων σύμφωνα με το δείκτη ClarkSea ήταν αμετάβλητο συγκριτικά με την αντίστοιχη περίοδο του 2023, αντανakλώντας δύο αντίθετες τάσεις: αφενός την άνοδο των ναύλων για τα πλοία μεταφοράς ξηρού (χύδην) φορτίου και αφετέρου τη μείωσή τους για τα πετρελαιοφόρα πλοία.

Το ισοζύγιο πρωτογενών εισοδημάτων επιδεινώθηκε το 2023, κυρίως λόγω της αύξησης των καθαρών πληρωμών για τόκους, μερίσματα και κέρδη. Η επιδείνωση αυτή συνεχίστηκε και το πρώτο τετράμηνο του 2024, λόγω των χαμηλότερων εισπράξεων από τα λοιπά πρωτογενή εισοδήματα της γενικής κυβέρνησης, που προέκυψαν από τη μείωση των αγροτικών επιδοτήσεων σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2023.



Το ισοζύγιο δευτερογενών εισοδημάτων κατέγραψε πλεόνασμα το 2023, έναντι ελλείμματος το 2022, κυρίως λόγω της αύξησης των καθαρών εισπράξεων της γενικής κυβέρνησης που συνδέεται με τις εκταμιεύσεις δύο δόσεων στο πλαίσιο του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF).<sup>11</sup> Βελτίωση στο πλεόνασμα δευτερογενών εισοδημάτων σημειώθηκε και το πρώτο τετράμηνο του 2024, κυρίως λόγω της αύξησης των εισπράξεων των λοιπών τομέων της οικονομίας, η οποία αντανakλά την εισροή από την αναδιανομή του νομισματικού εισοδήματος του Ευρωσυστήματος.

Το 2023 επιδείνωση κατέγραψε το πλεόνασμα του ισοζυγίου κεφαλαίων, καθώς η μείωση των εισπράξεων των λοιπών τομέων της οικονομίας υπεραντιστάθμισε την αύξηση των εισπράξεων της γενικής κυβέρνησης. Το πρώτο τετράμηνο του 2024 καταγράφηκε έλλειμμα στο ισοζύγιο κεφαλαίων, λόγω της επιδείνωσης στα ισοζύγια τόσο της γενικής κυβέρνησης (αφού η δεύτερη δόση μέσω του RRF είχε εκταμιευθεί την αντίστοιχη περίοδο του 2023) όσο και των λοιπών τομέων της οικονομίας.<sup>12</sup>

Την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2024 η Ελλάδα έλαβε αγροτικές επιδοτήσεις στο πλαίσιο της ΚΑΠ ύψους 1,0 δισεκ. ευρώ περίπου, ενώ σχεδόν μηδενικές είναι ακόμη οι εισροές από τα διαρθρωτικά ταμεία της ΕΕ. Μέσω του Πολυετούς Δημοσιονομικού Πλαισίου 2021-2027, έχουν εκταμιευθεί 1,4 δισεκ. ευρώ μέχρι τον Απρίλιο του 2024, ωστόσο, όπως έχει παρατηρηθεί από τα προηγούμενα προγράμματα, ο ρυθμός εκταμίευσης επιταχύνεται προς το τέλος της προγραμματικής περιόδου.

Όσον αφορά τις προοπτικές για το 2024, το ΙΤΣ ως ποσοστό του ΑΕΠ αναμένεται να καταγράψει μικρή βελτίωση, αν και σε απόλυτους όρους δεν αναμένεται να βελτιωθεί. Συγκεκριμένα, η ανάκαμψη των εγχώριων επενδύσεων, οι οποίες αναμένεται να ενισχυθούν και από τα έργα που χρηματοδοτούνται από τον RRF, θα οδηγήσει στην αύξηση των εισαγωγών επενδυτικών αγαθών και στην επιβάρυνση του ισοζυγίου αγαθών. Ωστόσο, η ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας και η θετική επίδραση των όρων εμπορίου αναμένεται να επηρεάσει ευνοϊκά τις ελληνικές εξαγωγές αγαθών, παρά τη μείωση που αυτές κατέγραψαν το 2023 (βλ. Πλαίσιο IV.4).

Το ισοζύγιο υπηρεσιών αναμένεται να βελτιωθεί το 2024, κυρίως λόγω των εισπράξεων από ταξιδιωτικές υπηρεσίες και δευτερευόντως από θαλάσσιες υπηρεσίες. Συγκεκριμένα, η ταξιδιωτική κίνηση και οι συναφείς εισπράξεις αναμένεται να συνεχίσουν να καταγράφουν ανοδική πορεία, αν και με χαμηλότερο ρυθμό αύξησης σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Οι κύριοι παράγοντες που θα συντελέσουν στην εξέλιξη αυτή είναι η αύξηση των αφίξεων, η επιμήκυνση της τουριστικής περιόδου, καθώς και η συνέχιση της δυναμικής που καταγράφηκε ήδη στην κρουαζιέρα, μέσω και της επέκτασης των υποδομών για εγχώρια λιμάνια αναχώρησης (home port). Παράλληλα, η προσέλκυση ταξιδιωτών από μακρινούς προορισμούς (όπως οι ΗΠΑ) συντελεί στην αύξηση της μέσης διάρκειας παραμονής και της μέσης δαπάνης ανά ταξίδι. Ωστόσο, ο συνεχιζόμενος πληθωρισμός καθώς και η αβεβαιότητα που συνδέεται με τις γεωπολιτικές εξελίξεις και το υψηλό κόστος των αεροπορικών μεταφορών μπορεί να λειτουργήσουν ανασταλτικά για μία μερίδα ταξιδιωτών. Οι προοπτικές για τις εισπράξεις από θαλάσσιες μεταφορές για το 2024 είναι ευνοϊκές, αφού οι ναύλοι αναμένεται να αυξηθούν λόγω της ενίσχυσης του διεθνούς εμπορίου, καθώς και των μακρότερων διαδρομών εξαιτίας των γεωπολιτικών συνθηκών (π.χ. η ένταση στην Ερυθρά Θάλασσα). Τέλος, θετική συμβολή στο ΙΤΣ το 2024 αναμέ-

11 Σημειώνεται ότι η συνολική απορρόφηση των πόρων του RRF, με την έννοια της εισροής κεφαλαίων στη χώρα, ανήλθε σε 42% για τις επιχορηγήσεις και 41% 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 που περιλαμβάνεται στο αναθεωρημένο Σχέδιο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας της Ελλάδος.

12 Στις 17 Απριλίου και στις 6 Ιουνίου 2024 κατατέθηκε το τέταρτο αίτημα από την Ελλάδα προς την Ευρωπαϊκή Επιτροπή προκειμένου να εγκριθούν δάνεια ύψους 2,3 δισεκ. ευρώ και επιχορηγήσεις ύψους 1,0 δισεκ. ευρώ αντίστοιχα από τον RRF, κατόπιν εκπλήρωσης των απαιτούμενων οροσήμων.

νεται να έχουν οι εισροές από το Πολυετές Δημοσιονομικό Πλαίσιο 2021-2027, οι οποίες θα βελτιώσουν τα ισοζύγια πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων.

Στην κατηγορία των άμεσων επενδύσεων, στις υποχρεώσεις κατοίκων έναντι του εξωτερικού, που αντιστοιχούν στις άμεσες επενδύσεις μη κατοίκων στην Ελλάδα, καταγράφηκαν ροές ύψους 1,5 δισεκ. ευρώ κατά την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2024, οι οποίες ήταν υψηλότερες συγκριτικά με την αντίστοιχη περίοδο του 2023, αφού ενισχύθηκαν οι επενδύσεις σε νέες μετοχές, ενώ και οι επενδύσεις σε ακίνητα παραμένουν σε υψηλό επίπεδο.<sup>13</sup> Ειδικότερα, οι ξένες άμεσες επενδύσεις (ΞΑΕ) κατευθύνονται, όπως το 2023, στους κλάδους της μεταποίησης, των επικοινωνιών, των ακινήτων (διαχείρισης και ιδιωτικές αγοραπωλησίες) και μεταφορών και στην πλειονότητά τους προέρχονται από τη Γερμανία, τη Γαλλία, την Ιταλία και το Χονγκ Κονγκ. Για το σύνολο του 2024<sup>14</sup> εκτιμάται ότι οι ΞΑΕ θα ενισχυθούν, υποστηριζόμενες από το βελτιωμένο επιχειρηματικό περιβάλλον της χώρας.

Όσον αφορά τη Διεθνή Επενδυτική Θέση (ΔΕΘ), στο τέλος του α' τριμήνου του 2024 οι καθαρές υποχρεώσεις της χώρας έναντι του εξωτερικού διαμορφώθηκαν σε 309 δισεκ. ευρώ (139% του ΑΕΠ), αυξημένες κατά 412 εκατ. ευρώ συγκριτικά με το τέλος του 2023. Ωστόσο, ο λόγος της καθαρής ΔΕΘ προς ΑΕΠ βελτιώθηκε, αφού το ονομαστικό ΑΕΠ αυξήθηκε. Η επιδείνωση της ΔΕΘ οφείλεται κυρίως στην αύξηση των καθαρών υποχρεώσεων των λοιπών τομέων της οικονομίας και δευτερευόντως στη μείωση των καθαρών απαιτήσεων των λοιπών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Οι εξελίξεις αυτές αντισταθμίστηκαν μερικώς από την αύξηση των καθαρών απαιτήσεων της Τράπεζας της Ελλάδος.

## 7 ΟΙ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Το 2023 ήταν ένα ακόμη έτος ισχυρής αναπτυξιακής δυναμικής, η οποία αναμένεται να διατηρηθεί τα επόμενα έτη, καθώς η ελληνική οικονομία θα συνεχίσει να ανακάμπτει από τη μακροχρόνια κρίση. Σύμφωνα με τις τρέχουσες προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ το 2024 αναμένεται να διαμορφωθεί στο 2,2%, να επιταχυνθεί το 2025 στο 2,5% και να υποχωρήσει ελαφρά στο 2,3% το 2026. Βασικές κινητήριες δυνάμεις της οικονομίας τα επόμενα έτη θα συνεχίσουν να είναι οι επενδύσεις, η ιδιωτική κατανάλωση και οι εξαγωγές. Η συμβολή της δημόσιας κατανάλωσης αναμένεται οριακά αρνητική, ενώ επίσης οριακά αρνητική συμβολή θα έχει και ο εξωτερικός τομέας, λόγω του υψηλού βαθμού εξάρτησης της ελληνικής οικονομίας από τις εισαγωγές (βλ. Πίνακα IV.7).

Πιο αναλυτικά, η ιδιωτική κατανάλωση θα αυξηθεί κατά μέσο όρο με ρυθμό που θα προσεγγίζει το 2,0% για όλη την περίοδο της πρόβλεψης, υποστηριζόμενη από την ενίσχυση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, καθώς αναμένεται ότι η απασχόληση θα συνεχίσει να ανακάμπτει, οι μισθοί θα αυξάνονται και ο πληθωρισμός θα υποχωρεί σταδιακά.

Οι επενδύσεις εκτιμάται ότι θα συνεχίσουν να αυξάνονται με υψηλούς ρυθμούς, κατά μέσο όρο 8,5% την περίοδο της πρόβλεψης, υποστηριζόμενες σε μεγάλο βαθμό από τους διαθέσιμους ευρωπαϊκούς πόρους. Οι πόροι αυτοί, σε συνδυασμό με τη μεγάλη ρευστότητα στον τραπεζικό τομέα, αναμένεται ότι θα προσελκύσουν επιπρόσθετα ιδιωτικά κεφάλαια. Οι υψηλοί ρυθμοί αύξησης των επενδύσεων αντανακλούν εξάλλου τη βελτίωση του οικονομικού κλίματος, ιδιαίτερα μετά την απόκτηση της επενδυτικής βαθμίδας, και τη σημαντική υποεπένδυση της τελευταίας δεκαετίας. Εντούτοις, επισημαίνεται ότι οι επενδύσεις ως ποσοστό του ΑΕΠ στο τέλος του 2026 θα παραμείνουν αρκετά χαμηλότερα από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο. Συνεπώς, η διατήρηση και ενίσχυση ενός ελκυστικού επενδυτικού κλίματος αποτελεί αναγκαία

13 Σημειώνεται ότι οι ροές ΞΑΕ κατέγραψαν μείωση το 2023 συγκριτικά με το προηγούμενο έτος, αν και παρέμειναν σε παρόμοιο επίπεδο με το μέσο όρο της πενταετίας 2019-2023. Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Εκθεση του Διοικητή για το 2023*, σελ. 145.

14 European Commission, *In Depth Review 2024 Greece*, Institutional Paper 281, Απρίλιος 2024, σελ. 14.

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

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2022	2023	2024	2025	2026
ΑΕΠ (σταθερές τιμές)	5,6	2,0	2,2	2,5	2,3
Ιδιωτική κατανάλωση	7,4	1,8	1,8	2,0	1,9
Δημόσια κατανάλωση	2,1	1,7	0,1	-0,4	0,1
Επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	11,7	4,0	7,4	10,0	8,1
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	6,2	3,9	3,3	3,9	4,1
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	7,2	2,2	3,2	3,8	4,0
ΕνΔΤΚ	9,3	4,2	3,0	2,3	2,2
ΕνΔΤΚ χωρίς τρόφιμα και ενέργεια	4,6	5,3	3,3	2,4	2,4
Απασχόληση	2,5	1,0	1,5	1,6	1,6
Ανεργία (% του εργατικού δυναμικού)	12,5	11,1	10,5	9,6	8,7
Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)	-10,3	-6,3	-6,0	-5,3	-5,1

Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ και Τράπεζα της Ελλάδος.

<sup>1</sup> Οι προβλέψεις ενσωματώνουν όλη τη διαθέσιμη πληροφόρηση έως τις 22 Μαΐου 2024 και συνεπώς δεν λαμβάνουν υπόψη τους τα πρόσφατα στοιχεία των εθνικών λογαριασμών για το πρώτο τρίμηνο του 2024.

προϋπόθεση για τη συνέχιση της αναπτυξιακής δυναμικής που έχει δημιουργηθεί στην ελληνική οικονομία.

Οι συνολικές εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών αναμένεται ότι θα συνεχίσουν να αυξάνονται με μέσο ρυθμό 3,8% τα επόμενα έτη. Οι εξαγωγές των αγαθών αναμένεται να αυξηθούν καθ' όλη τη διάρκεια της πρόβλεψης, συμβαδίζοντας με την εξωτερική ζήτηση, ενώ και οι εξαγωγές υπηρεσιών προβλέπεται ότι θα συνεχίσουν να αυξάνονται, αλλά με ελαφρώς χαμηλότερο ρυθμό, υποστηριζόμενες από την τουριστική ζήτηση και τη ναυτιλία. Ωστόσο, η συμβολή του εξωτερικού τομέα συνολικά στο ΑΕΠ θα είναι τα επόμενα έτη ελαφρώς αρνητική, δεδομένης της έντονης επενδυτικής δραστηριότητας που θα προκαλέσει αύξηση των εισαγωγών βραχυχρόνια.

Η ανεργία εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί στο 10,5% το 2024, ενώ θα συνεχίσει να αποκλιμακώνεται με γρήγορο ρυθμό και θα φθάσει σε 8,7% το 2026, αντανακλώντας τη συνεχιζόμενη ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας τα επόμενα έτη. Όσον αφορά το κόστος εργασίας, η Τράπεζα της Ελλάδος εκτιμά ότι τα επόμενα χρόνια, για το σύνολο της οικονομίας, οι ονομαστικές αμοιβές ανά απασχολούμενο θα αυξάνονται με ρυθμούς γύρω στο 5% ετησίως, κυρίως ως αποτέλεσμα της εντεινόμενης στενότητας στην αγορά εργασίας, αλλά και με βάση τις πρόσφατες συλλογικές συμβάσεις εργασίας σε διάφορους κλάδους του ιδιωτικού τομέα. Εντούτοις, η παραγωγικότητα της εργασίας για την οικονομία συνολικά εκτιμάται ότι θα αυξάνεται με χαμηλότερους ρυθμούς σε σχέση με τις πραγματικές αμοιβές ανά απασχολούμενο. Αυτές οι τάσεις αναμένεται ότι θα δημιουργήσουν πιέσεις στα περιθώρια κέρδους των επιχειρήσεων και στην ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας.

Ο πληθωρισμός, βάσει του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή, θα μειωθεί σημαντικά τα επόμενα δύο έτη. Το 2024 αναμένεται να διαμορφωθεί σε 3,0%, από 4,2% το 2023, αντανακλώντας τη μεγάλη μείωση των τιμών των ενεργειακών αγαθών και την αποκλιμάκωση του πληθωρισμού των ειδών διατροφής. Μέχρι το τέλος της περιόδου πρόβλεψης ο πληθωρισμός θα συγκλίνει προς το στόχο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (2%), αλλά θα παραμείνει ελαφρά πάνω από αυτόν. Σημειώνεται ότι ο πληθωρισμός των υπηρεσιών αναμένεται να είναι ο πιο επίμονος σε σχέση με τον πληθωρισμό των λοιπών συνιστωσών, αντανακλώντας κυρίως τις αναμενόμενες αυξήσεις στην αμοιβή της εργασίας. Τέλος, ο πυρήνας του πληθωρισμού (ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής) αναμένεται να μειωθεί σημαντικά στο 3,3%

το 2024, και στο 2,4% το 2025, αντικατοπτρίζοντας την αποκλιμάκωση κυρίως του πληθωρισμού των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών.

Οι κίνδυνοι που περιβάλλουν τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος για την ανάπτυξη είναι κυρίως καθοδικοί. Αναλυτικότερα, κινδύνους για τις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας αποτελούν: (α) τυχόν επιδείνωση της γεωπολιτικής κρίσης στην Ουκρανία και τη Μέση Ανατολή και οι συνεπαγόμενες επιπτώσεις στο διεθνές οικονομικό περιβάλλον, (β) χαμηλότερος του αναμενομένου ρυθμός απορρόφησης και αξιοποίησης των κονδυλίων του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, (γ) ενδεχόμενες φυσικές καταστροφές που συνδέονται με τις επιπτώσεις της κλιματικής κρίσης, (δ) εντεινόμενη στενότητα στην αγορά εργασίας και (ε) καθυστέρηση υλοποίησης των μεταρρυθμίσεων, που θα επιβράδυνε τη διαδικασία ενίσχυσης της παραγωγικότητας της οικονομίας και της ανταγωνιστικότητας των επιχειρήσεων. Η ελληνική οικονομία θα επηρεαστεί θετικά σε περίπτωση που τα έσοδα από τον τουρισμό υπερβούν ξανά τις προσδοκίες.

## Πλαίσιο IV.1

### ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ: ΕΡΓΑΤΙΚΟ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΚΑΙ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Η αγορά εργασίας έχει αναπτυχθεί σημαντικά τα τελευταία χρόνια, ως αποτέλεσμα της οικονομικής μεγέθυνσης, αλλά και της υλοποίησης διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, που δημιούργησαν ένα πιο ευέλικτο πλαίσιο με λιγότερες στρεβλώσεις. Το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε σταδιακά, ενώ αναμένεται περαιτέρω αποκλιμάκωσή του τα επόμενα έτη. Αντίστοιχα, η συνολική απασχόληση αυξήθηκε με υψηλότερους ρυθμούς σε σχέση με το μέσο όρο της Ευρωπαϊκής Ένωσης (μέσος όρος αύξησης της συνολικής απασχόλησης την περίοδο 2017-2023: 1,8% στην Ελλάδα, 0,8% στην ΕΕ-27). Ωστόσο, παρά τη σημαντική βελτίωση της συνολικής απασχόλησης, το εργατικό δυναμικό δεν έχει διευρυνθεί αντίστοιχα. Το ποσοστό συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό ηλικίας 15-64 ετών, που ορίζεται ως ο λόγος του εργατικού δυναμικού προς το συνολικό πληθυσμό, παραμένει σημαντικά χαμηλότερο στην Ελλάδα (69,5% το 2023 από 67,8% το 2015) από ό,τι στην ΕΕ-27 (75,0% το 2023 από 71,9% το 2015), –αν και διαχρονικά έχει αυξηθεί– και είναι το δεύτερο χαμηλότερο ποσοστό μεταξύ των 27 κρατών-μελών, υπερβαίνοντας μόνο αυτό της Ιταλίας.

Η συνεχής αύξηση της απασχόλησης και η μείωση του ποσοστού ανεργίας έχουν περιορίσει σημαντικά τη δεξαμενή του διαθέσιμου προς πρόσληψη ειδικευμένου αλλά και ανειδίκευτου προσωπικού. Η στενότητα στην αγορά εργασίας κατέγραψε σημαντική άνοδο μετά την πανδημία και η δυναμική της διατηρήθηκε το 2023, με τις επιχειρήσεις να δυσκολεύονται να βρουν προσωπικό για να καλύψουν τις ανάγκες τους.<sup>1</sup>

Είναι προφανές ότι τα χαμηλά ποσοστά συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό αποτελούν τροχοπέδη στην περαιτέρω αύξηση της συνολικής απασχόλησης και κατ' επέκταση στη μακροχρόνια οικονομική ανάπτυξη. Ως εκ τούτου, είναι επιτακτική η ανάγκη για τη λήψη μέτρων και τη διαμόρφωση κατάλληλων πολιτικών που θα βοηθήσουν τους εργαζομένους να παραμείνουν στην αγορά εργασίας και τους μη οικονομικά ενεργούς να εισέλθουν σε αυτή, έτσι ώστε να αυξηθεί το ποσοστό συμμετοχής, συγκλίνοντας προς το μέσο όρο της ΕΕ-27, αλλά και να καλυφθεί η αυξημένη ζήτηση εργατικού δυναμικού από τις επιχειρήσεις.

Επιπλέον, η επιταχυνόμενη γήρανση του πληθυσμού τις επόμενες δεκαετίες αναμένεται να επηρεάσει δυσμενώς την αγορά εργασίας, αποτελώντας σημαντικό παράγοντα αβεβαιότητας. Σύμφωνα με τις τελευταίες προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, στο βασικό σενάριο προβλέπεται ότι ο ενεργός πληθυσμός ηλικίας 15-64 ετών στην Ελλάδα θα μειωθεί από 6.624 χιλ. άτομα το 2023, σε 6.200 χιλ. άτομα το 2030 και σε 4.681 χιλ. άτομα το 2050. Η αξιολόγηση

1 Antonopoulos, C., S. Anyfantaki, H. Balfoussia, T. Kosma, E. Papapetrou, F. Petroulakis, P. Petroulas and P. Zioutou (2022), "The Greek labour market before and after the pandemic: slack, tightness and skills mismatch", Bank of Greece, *Economic Bulletin*, No. 56.

αυτή συρρίκνωση του ενεργού πληθυσμού θα έχει σημαντικές συνέπειες στην αγορά εργασίας και στη βιωσιμότητα του ασφαλιστικού συστήματος, ενώ επιπλέον θα δημιουργήσει ουσιώδη προβλήματα στην κοινωνική συνοχή.

Σκοπός του παρόντος πλαισίου είναι να διερευνήσει τις δεξαμενές πληθυσμού από τις οποίες μπορεί να αυξηθεί το εργατικό δυναμικό της χώρας ώστε να ενισχυθεί το ποσοστό συμμετοχής στην αγορά εργασίας.

### Η εξέλιξη του ποσοστού συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό κατά φύλο, ηλικιακή ομάδα, εκπαιδευτικό επίπεδο, εντοπιότητα, ειδικές δεξιότητες

Στη χώρα μας, η συμμετοχή στο εργατικό δυναμικό στην ηλικιακή ομάδα 15-64 ετών παραμένει διαχρονικά χαμηλή (69,5% το 2023) σε σχέση με το μέσο όρο της ΕΕ-27 (75,0%) (Διάγραμμα Α) και η διαφορά αυτή έχει διευρυνθεί με τα χρόνια. Εξετάζοντας τη συμμετοχή στο εργατικό δυναμικό ανά φύλο, παρατηρούμε ότι το ποσοστό των ανδρών ηλικίας 15-64 ετών που συμμετέχουν στο εργατικό δυναμικό στην Ελλάδα είναι χαμηλότερο από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο (77,4% έναντι 79,8%). Σημαντική απόκλιση από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο εντοπίζεται και στη συμμετοχή των γυναικών στο εργατικό δυναμικό (μόλις 61,8% στην Ελλάδα, έναντι 70,2% στην ΕΕ-27), η οποία διευρύνεται διαχρονικά. Μία από τις κύριες αιτίες είναι ο ρόλος των γυναικών στην παροχή φροντίδας εξαρτημένων μελών της οικογένειας (ανήλικων παιδιών και υπερηλίκων). Στην Ελλάδα το ποσοστό απασχόλησης για τις γυναίκες με το μικρότερο παιδί ηλικίας 0-2 ετών ήταν 60,4% το 2021, ενώ για τις γυναίκες με τα μικρότερα παιδιά ηλικίας 3-5 ετών και 6-14 ετών τα ποσοστά απασχόλησης ήταν 57,0% και 62,9% αντίστοιχα. Το εκπαιδευτικό επίπεδο είναι σημαντικός παράγοντας της απασχόλησης των γυναικών, καθώς οι γυναίκες με παιδιά είναι πολύ πιθανότερο να απασχοληθούν εάν έχουν υψηλό μορφωτικό επίπεδο (ποσοστό απασχόλησης 76,8% το 2021) παρά εάν έχουν μεσαίο ή χαμηλό μορφωτικό επίπεδο (ποσοστά απασχόλησης 51,6% και 39,8% αντίστοιχα).<sup>2</sup>

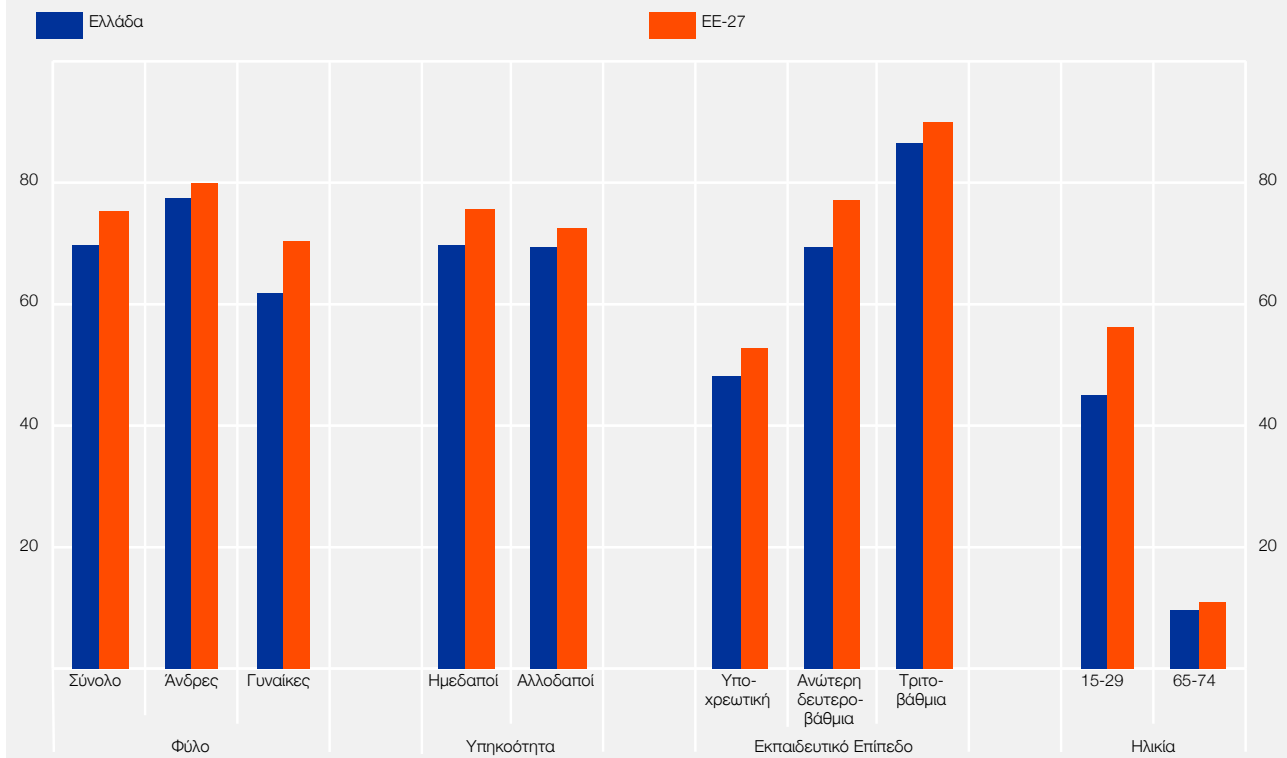
Αν και πρόσφατα έχουν υλοποιηθεί αρκετές παρεμβάσεις (άδεια εγκυμοσύνης, επέκταση άδειας μητρότητας, voucher για βρεφονηπιακούς σταθμούς κ.ά.), η περαιτέρω ενίσχυση του πλέγματος εναρμόνισης της οικογενειακής και επαγγελματικής ζωής με την παροχή επιπλέον κινήτρων, όπως η ενίσχυση των δομών προσχολικής αγωγής και φροντίδας, θα διευκολύνει περαιτέρω την ένταξη των γυναικών και την παραμονή τους στην αγορά εργασίας. Επίσης, η ενίσχυση των υφιστάμενων προγραμμάτων για τη φροντίδα των ηλικιωμένων (π.χ. “Βοήθεια στο Σπίτι”, “Κατ’ οίκον φροντίδα συνταξιούχων”), καθώς και η δημιουργία νέων προγραμμάτων που θα συνδέουν την εργασία γυναικών με τη φροντίδα ηλικιωμένων, θα δημιουργήσουν ευκαιρίες για νέες θέσεις εργασίας, συμβάλλοντας στην περαιτέρω διεύρυνση του εργατικού δυναμικού. Επιπρόσθετα, η δυνατότητα επιλογής ευέλικτων μορφών απασχόλησης, όπως η μερική απασχόληση και η τηλεργασία, με παράλληλη στόχευση σε γυναίκες ειδικά με μικρά παιδιά ή εξαρτώμενους υπερήλικες, θα προσέφερε επιπλέον κίνητρα εισόδου στην αγορά εργασίας.

Σημαντικό είναι το χάσμα μεταξύ Ελλάδος και ΕΕ-27 ως προς τα ποσοστά συμμετοχής των νέων ηλικίας 15-29 ετών στο εργατικό δυναμικό. Στην Ελλάδα, το 2023 σχεδόν 1 στους 5 μη οικονομικά ενεργούς ανήκε σε αυτή την ηλικιακή ομάδα. Σύμφωνα με στοιχεία της Eurostat για το 2023, το 44,8% του πληθυσμού 15-29 ετών στην Ελλάδα συμμετέχει ενεργά στο εργατικό δυναμικό (είτε ως απασχολούμενοι είτε ως άνεργοι), ενώ το αντίστοιχο ποσοστό στην ΕΕ-27 είναι υψηλότερο (56%). Στους άνδρες που ανήκουν στην ίδια ηλικιακή ομάδα, το ποσοστό συμμετοχής στην Ελλάδα ανέρχεται σε 47,6%, σημαντικά χαμηλότερο από ό,τι στην ΕΕ-27 (59,2%). Αντίστοιχα μεγάλη είναι και η υστέρηση στη συμμετοχή των νέων γυναικών ηλικίας 15-29 ετών (41,8%, έναντι 52,6% στην ΕΕ-27).

Σύμφωνα με την Έρευνα Εργατικού Δυναμικού της ΕΛΣΤΑΤ για το 2023, περίπου το 87% των ατόμων ηλικίας 15-29 ετών που είναι μη οικονομικά ενεργοί δεν αναζητούν εργασία, καθώς εκπαιδεύονται ή παρακολουθούν κάποιο πρόγραμμα κατάρτισης. Με βάση τα στοιχεία της Eurostat, το 2022 το 25% περίπου των Ευρωπαίων νέων ηλικίας 15-29 ετών που σπουδάζουν εργάζεται παράλληλα, ενώ στην Ελλάδα το 92% των σπουδαστών είναι εκτός εργατικού δυναμικού, το 6,3% εργάζεται και 1,6% είναι άνεργοι. Υπάρχει ωστόσο και ένα σημαντικό μέρος του πληθυσμού ηλικίας 15-29 ετών που δεν εργάζεται ούτε συμμετέχει σε εκπαίδευση ή κατάρτιση (not in employment, education or training – NEET). Το 2023 το 16,0% του πληθυσμού ηλικίας 15-29 ετών ανήκε σε αυτή την κατηγορία, ενώ ο μέσος όρος στην ΕΕ-27 είναι σημαντικά μικρότερος (11,2%).

2 OECD Family Database 2021.

Διάγραμμα Α Ποσοστό συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό ανά φύλο, υπηκοότητα, εκπαιδευτικό επίπεδο και ηλικία, 2023



Πηγή: Eurostat, Labour Force Survey (LFS).

Σημειώσεις: Τα στοιχεία για το φύλο, την υπηκοότητα και το εκπαιδευτικό επίπεδο αφορούν την ηλικιακή ομάδα 15-64 ετών.

Υποχρεωτική εκπαίδευση: περιλαμβάνονται τα επίπεδα εκπαίδευσης ISCED 0-2.

Ανώτερη δευτεροβάθμια εκπαίδευση: περιλαμβάνονται τα επίπεδα εκπαίδευσης ISCED 3-4.

Τριτοβάθμια εκπαίδευση: περιλαμβάνονται τα επίπεδα εκπαίδευσης ISCED 5-8.

Τα παραπάνω στοιχεία αναδεικνύουν αφενός τη χαμηλή συμμετοχή των νέων στην αγορά εργασίας και αφετέρου την επίδραση της εκπαίδευσης στα ποσοστά συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό. Διαπιστώνεται ότι η συμμετοχή στην εκπαιδευτική διαδικασία είναι ο σημαντικότερος λόγος για τον οποίο οι νέοι δεν αναζητούν δουλειά, όμως υπάρχει και ένα αξιόλογο τμήμα του πληθυσμού αυτού, το οποίο είναι συγκριτικά μεγαλύτερο από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο, που δεν αναζητά εργασία και ταυτόχρονα δεν συμμετέχει σε κάποια εκπαιδευτική ή επιμορφωτική διαδικασία. Σε ένα βαθμό, είναι αρκετά φυσιολογικό τα νεαρά άτομα να εκπαιδεύονται, αφού επιθυμούν να αποκτήσουν περισσότερες δεξιότητες ώστε να βελτιώσουν τις πιθανότητες εύρεσης εργασίας. Η αύξηση της συμμετοχής των νέων στην αγορά εργασίας μπορεί να επιτευχθεί, αν αυτοί εφοδιάζονται με τις κατάλληλες δεξιότητες ώστε να εισέρχονται στην αγορά εργασίας με τις βέλτιστες δυνατές συνθήκες, και αν ταυτόχρονα συνδεθεί καλύτερα η εκπαιδευτική διαδικασία με την αγορά εργασίας. Τα παραπάνω προϋποθέτουν την πληρέστερη δυνατή διάγνωση των αναγκών της αγοράς εργασίας και των ζητούμενων δεξιοτήτων, καθώς και τη σχεδίαση και εφαρμογή κατάλληλων προγραμμάτων κατάρτισης, κυρίως όσον αφορά τα τεχνικά επαγγέλματα.

Παράλληλα, στην Ελλάδα καταγράφεται χαμηλή συμμετοχή των ηλικιωμένων στο εργατικό δυναμικό. Αν και το ποσοστό συμμετοχής στις ηλικίες 65-74 ετών αυξήθηκε κατά 2,1 ποσοστιαίες μονάδες το 2023 έναντι του 2019, φθάνοντας το 9,8%, υπολείπεται έναντι του ευρωπαϊκού μέσου όρου (11,0% το 2023). Η διαφορά όμως των αντίστοιχων ποσοστών μεταξύ Ελλάδος και ΕΕ-27 βαίνει μειούμενη τα τελευταία χρόνια, λόγω της ανάπτυξης της οικονομίας και κατ' επέκταση της αυξανόμενης ζήτησης εργαζομένων από πλευράς των επιχειρήσεων, αλλά και της σταδιακής άρσης των αντικινήτρων (περικοπής υψηλού ποσοστού της σύνταξης) για τους εργαζόμενους συνταξιούχους. Καθώς το μοντέλο της "ενεργού γήρανσης" αποτελεί μια από τις βασικές προτεραιότητες της Ευρωπαϊκής Ένωσης για τη βιωσιμότητα των συνταξιοδοτικών συστημάτων, οι άνω των 65 ετών θα αποτελούν σε

μερικά χρόνια μια δεξαμενή εργατικού δυναμικού. Σύμφωνα με πρόσφατα στοιχεία της Ευρωπαϊκής Επιτροπής,<sup>3</sup> το ποσοστό συμμετοχής στις ηλικίες 65-74 ετών αναμένεται να ανέλθει από 9,3% το 2022, σε 9,9% έως το 2030, 16,8% το 2050 και 24,3% το 2070.

Εστιάζοντας στο εκπαιδευτικό επίπεδο, άτομα με υψηλότερο εκπαιδευτικό επίπεδο είναι πιο πιθανό να συμμετέχουν στο εργατικό δυναμικό. Το 2023, το ποσοστό συμμετοχής των ανδρών ηλικίας 15-64 ετών με πανεπιστημιακή εκπαίδευση ήταν περίπου 10 ποσοστιαίες μονάδες υψηλότερο από το ποσοστό των ανδρών χωρίς πτυχίο, ενώ για τις γυναίκες η αντίστοιχη διαφορά ήταν περίπου 25 ποσοστιαίες μονάδες. Η τριτοβάθμια εκπαίδευση είναι ένας βασικός μοχλός αύξησης της απασχόλησης και της συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό που μπορεί να βοηθήσει στη δημιουργία και κάλυψη εξειδικευμένων και υψηλά αμειβόμενων θέσεων εργασίας. Είναι σημαντικό όμως να υπάρχει μεγαλύτερη διασύνδεση των πανεπιστημίων με την αγορά εργασίας, με σκοπό την αποτελεσματικότερη αξιοποίηση της έρευνας, καθώς και την ομαλή μετάβαση από την τριτοβάθμια εκπαίδευση στην αγορά εργασίας, ώστε εν τέλει να αντιμετωπιστεί η αναντιστοιχία δεξιοτήτων και η συνεπαγόμενη στενότητα που παρατηρείται.

Μία άλλη κατηγορία με χαμηλή συμμετοχή στο εργατικό δυναμικό, η οποία θα μπορούσε να αποτελέσει εν δυνάμει δεξαμενή εργατικού δυναμικού, είναι τα άτομα με αναπηρία (ΑμεΑ). Η Ελλάδα το 2022, σύμφωνα με στοιχεία της Eurostat, είναι προτελευταία στην ΕΕ-27 ως προς το ποσοστό συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό ατόμων με μερική ή σοβαρή αναπηρία (23,8%, έναντι 55,8% στην ΕΕ-27). Οι περισσότεροι άνεργοι με αναπηρία είναι μακροχρόνια άνεργοι. Επίσης, από τα άτομα με αναπηρία ηλικίας 20-64 ετών, σχεδόν τα μισά έχουν ολοκληρώσει μόνο την υποχρεωτική εκπαίδευση (μέχρι το γυμνάσιο), ενώ το 1/3 έχουν ολοκληρώσει μόνο το δημοτικό ή έχουν παρακολουθήσει λίγες τάξεις του δημοτικού. Επιπρόσθετα, η δυσκολία στον τρόπο εύρεσης εργασίας αλλά και η προσβασιμότητα των πιθανών χώρων εργασίας αποτελούν σημαντικά εμπόδια εισόδου στην αγορά εργασίας.<sup>4</sup> Με κατάλληλες παρεμβάσεις, όπως οι φοροαπαλλαγές σε επιχειρήσεις που προσλαμβάνουν άτομα με πάνω από ένα ποσοστό αναπηρίας, η σύνδεση στοχευμένων προγραμμάτων για ΑμεΑ με την αγορά εργασίας, η βελτίωση των υποδομών προσβασιμότητας των ΑμεΑ στους χώρους εργασίας και ο εκσυγχρονισμός του θεσμικού πλαισίου που αφορά το σύστημα ποσόστωσης για την απασχόληση ΑμεΑ, μπορούν να προστεθούν στο εργατικό δυναμικό της χώρας επιπλέον εργαζόμενοι και να πλησιάσουμε τον ευρωπαϊκό μέσο όρο. Παράλληλα, μία κοινωνική ομάδα με χαμηλή εκπαίδευση και μικρή συμμετοχή στο εργατικό δυναμικό αποτελούν και οι Ρομά. Στο πλαίσιο του πυλώνα IV της Εθνικής Στρατηγικής για την Κοινωνική Ένταξη των Ρομά (ΕΣΚΕ) 2021-2030, θα πρέπει να υλοποιηθούν πρόσθετα μέτρα για την ενσωμάτωσή τους στην αγορά εργασίας.

Προφανής δεξαμενή αύξησης του πληθυσμού, και επομένως του εν δυνάμει εργατικού δυναμικού, είναι τα άτομα που μετανάστευσαν από τη χώρα κατά τη διάρκεια της τελευταίας δεκαετίας και η προσέλκυση μεταναστών. Η φυγή στο εξωτερικό ενός σημαντικού τμήματος του ανθρώπινου δυναμικού με υψηλό επίπεδο εκπαίδευσης, δεξιότητες και επαγγελματικά προσόντα (brain drain), εκτός από τις συνέπειες που είχε στο ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης και στην πορεία των δημόσιων εσόδων, είχε επίσης εξαιρετικά δυσμενείς επιπτώσεις στις παραγωγικές δυνατότητες της χώρας. Συνολικά, μεταξύ 2008 και 2017 εκτιμάται ότι μετανάστευσαν περισσότερα από 467 χιλιάδες άτομα ηλικίας 25-44 ετών.<sup>5</sup> Σε αυτούς περιλαμβάνονται και πολλοί μόνιμοι κάτοικοι Ελλάδος ξένης υπηκοότητας, που έφυγαν στην αρχή της κρίσης. Η μετανάστευση ταλαντούχων νέων καθιστά επιτακτικά αναγκαία τη λήψη πρόσθετων μέτρων πολιτικής για την αντιστροφή της (brain regain). Ο επαναπατρισμός τους προϋποθέτει όχι μόνο την επίτευξη υψηλού ρυθμού ανάπτυξης, αλλά και – κυρίως – τη δημιουργία θέσεων εργασίας υψηλής εξειδίκευσης και αμοιβής. Παρά την υλοποίηση παρεμβάσεων, όπως η παροχή φορολογικών κινήτρων με σκοπό των επαναπατρισμό των Ελλήνων που έφυγαν από τη χώρα την περίοδο της κρίσης και η νέα διαδι-

3 European Commission, "2024 Ageing Report. Economic and Budgetary Projections for the EU Member States (2022-2070)", Institutional Paper 279, April 2024.

4 Εθνική Συνομοσπονδία Ατόμων με Αναπηρία, 14ο Δελτίο Στατιστικής Πληροφόρησης: "Άτομα με αναπηρία και το δικαίωμα στην εργασία", 18.9.2023. Σύμφωνα με το Εθνικό Παρατηρητήριο Θεμάτων Αναπηρίας, το μεγαλύτερο ποσοστό των ατόμων με αναπηρία βρήκε εργασία μέσω φίλων, συγγενών ή γνωστών, ενώ το ποσοστό των ατόμων με αναπηρία που αναφέρουν ως επιτυχή τρόπο εύρεσης εργασίας την απάντηση σε αγγελία είναι σχεδόν μηδενικό. Ιδιαίτερα χαμηλό είναι και το ποσοστό των ατόμων με αναπηρία που βρήκε εργασία μέσω της Δημόσιας Υπηρεσίας Απασχόλησης (ΔΥΠΑ), καθώς και αυτών που απευθύνθηκαν σε εργοδότες.

5 Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2019*, Πλαίσιο IV.4.

κτυακή πλατφόρμα εύρεσης εργασίας Rebrain Greece, απαιτούνται περαιτέρω πολιτικές για τον επαναπατρισμό των Ελλήνων του εξωτερικού με υψηλές δεξιότητες και τη διεύρυνση του εργατικού δυναμικού.

Όσον αφορά τους μετανάστες, το 2023 υποχώρησε το ποσοστό συμμετοχής των ατόμων με ξένη υπηκοότητα στο εργατικό δυναμικό σε σχέση με το 2019, φθάνοντας στο 69,1%, ενώ σημαντικά μεγαλύτερη ήταν η μείωση του συγκριτικά με την προ οικονομικής κρίσης περίοδο (-5,3 ποσοστιαίες μονάδες έναντι του 2009). Η υποχώρηση την περίοδο 2009-2023 προήλθε κυρίως από την ομάδα των ανδρών ξένης υπηκοότητας, που κατέγραψε μεγαλύτερη μείωση του ποσοστού της στο εργατικό δυναμικό έναντι των γυναικών. Στην παρούσα συγκυρία παρατηρούνται σημαντικές ελλείψεις εργατικού δυναμικού σε βασικούς κλάδους της οικονομίας, όπως στον τουρισμό, την αγροτική παραγωγή, τη βιομηχανία και τον κατασκευαστικό κλάδο, και πολλές θέσεις εργασίας παραμένουν κενές. Εν μέσω δημογραφικών προκλήσεων και γήρανσης του πληθυσμού, η συζήτηση για το συνολικά θετικό αντίκτυπο της μετανάστευσης στην ελληνική οικονομία είναι πιο επίκαιρη από ποτέ. Εξάλλου, η μετανάστευση λόγω της κλιματικής κρίσης ενδέχεται να ξεπεράσει κάθε προηγούμενο, καθώς η ολοένα αυξανόμενη συχνότητα εμφάνισης ακραίων καιρικών φαινομένων θα ενισχύσει δραστικά την παγκόσμια κινητικότητα. Σε αυτό το πλαίσιο, η ευθύνη της χώρας υποδοχής να ορίσει το θεσμικό πλαίσιο για τις μεταναστευτικές εισροές, να χαράξει στρατηγικές και να αναπτύξει πολιτικές που προωθούν την ένταξή τους στην κοινωνία είναι καθοριστικής σημασίας. Επίσης απαραίτητες είναι βελτιώσεις στην αποτελεσματικότερη διασύνδεση της μετανάστευσης με τις ανάγκες της αγοράς εργασίας και στη θέσπιση κινήτρων για την προσέλκυση εξειδικευμένων μεταναστών.

### Ανάλυση των ροών της συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό

Η συμμετοχή στην αγορά εργασίας τείνει να μην επηρεάζεται σημαντικά από τις διάφορες φάσεις του οικονομικού κύκλου, αλλά πρωτίστως από διαρθρωτικές δυνάμεις και μακροχρόνιες τάσεις που επιδρούν στην προσφορά εργασίας, όπως η αύξηση της συμμετοχής των γυναικών και η επιμήκυνση της διάρκειας παραμονής στην αγορά εργασίας, λόγω δημογραφικών αλλαγών.<sup>6</sup> Στο πλαίσιο αυτό, η βιβλιογραφία τείνει να αγνοεί τις κυκλικές διακυμάνσεις της συμμετοχής στην αγορά εργασίας. Ωστόσο, οι Elsby et al. (2015, 2019)<sup>7</sup> υποστηρίζουν ότι τέτοιες συμβατικές αναλύσεις συνήθως παραβλέπουν τη σημασία των ροών μεταξύ των τριών διαφορετικών καταστάσεων της αγοράς εργασίας (εργαζόμενοι, άνεργοι και εκτός εργατικού δυναμικού).<sup>8</sup> Αυτή η προσέγγιση είναι γνωστή ως ανάλυση των ροών και επιτρέπει τη βαθύτερη κατανόηση των δυναμικών της αγοράς εργασίας, εστιάζοντας όχι μόνο στα συνολικά ποσοστά ανεργίας ή απασχόλησης, αλλά και στο πώς οι μεταβάσεις μεταξύ των καταστάσεων επηρεάζουν αυτά τα ποσοστά.

Συνολικά, η ανάλυση των ροών διαφεύδει τη θεωρία ότι η συμμετοχή στο εργατικό δυναμικό μειώνεται (αυξάνεται) σε περιόδους αρνητικής (θετικής) οικονομικής συγκυρίας λόγω των αποθαρρυσμένων εργαζομένων που εγκαταλείπουν την αγορά εργασίας (εντάσσονται ξανά στην αγορά εργασίας). Οι Elsby et al. (2019) δείχνουν ότι, σε περιόδους ύφεσης, η είσοδος στην αγορά εργασίας μειώνεται ελαφρώς, όπως είναι αναμενόμενο. Παραδόξως όμως, τα ποσοστά εξόδου από την αγορά εργασίας επίσης μειώνονται, γεγονός που τελικά αυξάνει τη συμμετοχή. Αυτό συμβαίνει διότι σε περιόδους υψηλής ανεργίας αυξάνεται το ποσοστό των ανέργων με υψηλή σύνδεση (attachment) με την αγορά εργασίας σε σχέση με το ποσοστό των αποθαρρυσμένων εργαζομένων, δηλαδή εκείνων με υψηλή πιθανότητα να βγουν εκτός εργατικού δυναμικού. Διαδοχικές περιόδους υψηλών ροών από την απασχόληση στην ανεργία (εσωτερική ροή) θα αποδυναμώσουν τη σύνδεση με την αγορά εργασίας και εν τέλει, σε δεύτερο χρόνο, θα οδηγήσουν σε μείωση του ποσοστού συμμετοχής.

6 Στην Ελλάδα, κατά τα πρώτα χρόνια της κρίσης, υπήρχε ένα στοιχείο που συγκυριακά συνέβαλε στην κυκλική μείωση της συμμετοχής και αυτό ήταν το κύμα πρόωρων συνταξιοδοτήσεων.

7 Elsby, M.W., B. Hobijn and A. Şahin (2015), "On the importance of the participation margin for labor market fluctuations", *Journal of Monetary Economics*, 72, 64-82 και Elsby, M., B. Hobijn, F. Karahan, G. Kosar and A.E. Şahin (2019), "Flow origins of labor force participation fluctuations", *American Economic Association, AEA Papers and Proceedings* (Vol. 109, 461-464).

8 Με βάση τους ορισμούς της ΕΛΣΤΑΤ, ένα άτομο είναι ενεργό όταν είτε έχει εργασία είτε είναι άνεργο. Καταγράφεται ως εκτός εργατικού δυναμικού (ανεργό) όταν δεν έχει εργασία και δεν καταγράφεται ως άνεργο. Ένα άτομο εισέρχεται στο εργατικό δυναμικό όταν ήταν καταγεγραμμένο ως ανεργό κατά το προηγούμενο τρίμηνο και είτε έχει εργασία είτε είναι άνεργο κατά το τρέχον τρίμηνο. Αντίστοιχα, ένα άτομο εξέρχεται από το εργατικό δυναμικό όταν καταγράφεται ως ανεργό, ενώ κατά το προηγούμενο τρίμηνο ήταν καταγεγραμμένο ως ενεργό.



Χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα ανάλυσης ροών των Elsby et al. (2019), εξετάζεται η εξέλιξη της συμμετοχής στην ελληνική αγορά εργασίας, σε τριμηνιαία βάση. Το Διάγραμμα Β παρουσιάζει την ανάλυση των επιμέρους ροών και της συμβολής τους στην εξέλιξη της συμμετοχής του εργατικού δυναμικού για την περίοδο 2010-2023. Όπως φαίνεται, η συμβολή του ποσοστού εισόδου στο εργατικό δυναμικό (σε σχέση με το 2010) ήταν οριακά θετική έως και τις αρχές του 2020, οπότε και άρχισε να αυξάνεται σημαντικά. Αντίστοιχα, για την εξεταζόμενη περίοδο, η συμβολή του ποσοστού εξόδου ήταν θετική, με τις εκροές από το εργατικό δυναμικό να μειώνονται συνεχώς. Ωστόσο, από το 2020 και έπειτα γίνεται αρνητική και μειούμενη, υποδηλώνοντας την αύξηση των εκροών, με αποτέλεσμα – σε συνδυασμό με τις αυξημένες εισροές – το συνολικό εργατικό δυναμικό να παραμένει σχεδόν σταθερό.

Κατά την περίοδο της κρίσης ήταν ιδιαίτερα σημαντικές οι αντίρροπες δυνάμεις ανά δημογραφική ομάδα. Πιο συγκεκριμένα, η συμμετοχή των ανδρών ηλικίας 25-54, που ήταν ιδιαίτερα υψηλή σε σχέση με την υπόλοιπη ΕΕ και πριν από την κρίση, μειώθηκε ελάχιστα, ενώ η συμμετοχή των γυναικών της ίδιας ηλικιακής ομάδας συνέχισε τη σταθερά ανοδική της πορεία. Αντίθετα, μειώθηκε σημαντικά η συμμετοχή της ηλικιακής ομάδας 55-74 μέχρι και το 2014, λόγω πρόωρων συνταξιοδοτήσεων, προτού αρχίσει να αυξάνεται. Δεδομένου ότι η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δεν δημοσιεύει τα στοιχεία των ροών ανά ηλικία, αλλά μόνο ανά φύλο, και καθώς το μέγεθος του δείγματος δεν επαρκεί για ανάλυση των ροών ανά ηλικία, οι διαφορετικές δυνάμεις δεν φαίνονται στο σύνολο. Διακρίνεται όμως η αρνητική συμβολή της εσωτερικής ροής. Γενικότερα, οι συμπεριφορές μεταξύ των ηλικιακών ομάδων είναι αντίρροπες, άρα η επίδραση των ροών στο σύνολο είναι μικρή.

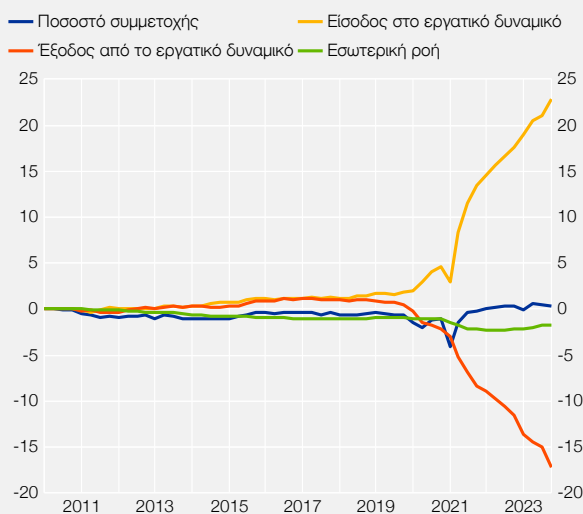
Το Διάγραμμα Β δείχνει την αυξημένη κινητικότητα, με την τάση αύξησης των συνεισφορών εισόδου και εξόδου να επιταχύνεται σημαντικά από το 2020 και μετά. Μια πιθανή εξήγηση είναι ότι η πανδημία και η συνεπαγόμενη αύξηση των ελαστικών μορφών εργασίας επέτρεψε σε ένα μεγαλύτερο μέρος του μη ενεργού πληθυσμού να συμμετέχει στο εργατικό δυναμικό. Από την άλλη πλευρά, για λόγους υγειονομικής προστασίας κατά την περίοδο της πανδημίας, αυξήθηκε το ποσοστό των ατόμων που βγήκαν από την αγορά εργασίας. Η αυξημένη κινητικότητα, δηλαδή η ταυτόχρονη άνοδος της εισόδου και της εξόδου, πιθανώς αντανάκλα το γεγονός ότι η βελτιωμένη αγορά εργασίας διευκόλυνε άτομα με χαλαρή σύνδεση με την αγορά εργασίας να εισέρχονται περιστασιακά σε αυτή. Παράλληλα, κατά την ίδια περίοδο παρατηρείται σημαντική άνοδος της πιθανότητας εκροών από την ανεργία σε εκτός εργατικού δυναμικού. Αξίζει να σημειωθεί ότι η αυξημένη κινητικότητα θεωρείται από τη βιβλιογραφία καίρια πηγή ανόδου της παραγωγικότητας, καθώς επιτρέπει στους ανθρώπινους πόρους να μετακινούνται προς τις πιο παραγωγικές επιχειρήσεις. Αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό σε αγορές εργασίας όπως η ελληνική, όπου η αναντιστοιχία μεταξύ ζητούμενων και προσφερόμενων δεξιοτήτων είναι διαχρονικά υψηλή.

### Σύνοψη συμπερασμάτων και προτάσεις πολιτικής

Η οικονομική ανάπτυξη και η υλοποίηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων έχουν συμβάλει στην αύξηση της συνολικής απασχόλησης, καθώς και στη βελτίωση του ποσοστού συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό. Το ποσοστό συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό, παρά την αύξηση των τελευταίων ετών, παραμένει χαμηλό σε σχέση με το μέσο όρο της ΕΕ-27. Η ενίσχυση του εργατικού δυναμικού, κυρίως από τις δεξαμενές των γυναικών, των νέων και των ατόμων με κάποια αναπηρία, θα αυξήσει το χαμηλό ποσοστό συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό που αποτελεί τροχοπέδη στην περαιτέρω ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας, η οποία χαρακτηρίζεται κυρίως ως εντάσεις εργασίας.

### Διάγραμμα Β Μεταβολή του ποσοστού συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό

(συμβολή ανά παράγοντα, ποσοστιαίες μονάδες διαφοράς από το α' τρίμηνο του 2010)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.

Η τάση βελτίωσης της αγοράς εργασίας προβλέπεται να συνεχιστεί μεσοπρόθεσμα, καθώς αναμένεται να υπάρξει επιπρόσθετη θετική επίδραση από την υλοποίηση του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας “Ελλάδα 2.0” μέσω της αύξησης των ιδιωτικών επενδύσεων, η οποία θα οδηγήσει στη δημιουργία νέων και πιθανώς καλύτερα αμειβόμενων θέσεων εργασίας. Έτσι, τα οφέλη θα διαχυθούν σε όσο το δυνατόν μεγαλύτερο μέρος του πληθυσμού. Χρειάζεται επίσης να αναληφθούν δράσεις και να δοθούν κίνητρα ώστε να εισέλθουν στην αγορά εργασίας οικονομικά μη ενεργοί, να επιστρέψουν οι νέοι επιστήμονες που έφυγαν από τη χώρα κατά τη διάρκεια της τελευταίας δεκαετίας και να παραμείνουν οι ήδη εργαζόμενοι στην αγορά εργασίας. Η αύξηση του ποσοστού συμμετοχής, εκτός από την άμεση συμβολή του στη βιώσιμη ανάπτυξη μακροπρόθεσμα, θα έχει σημαντικές θετικές επιδράσεις στη βιωσιμότητα του ασφαλιστικού συστήματος και στην ενίσχυση της κοινωνικής συνοχής, καθώς τα οφέλη της ανάπτυξης θα διαχυθούν σε περισσότερα άτομα.

Είναι απαραίτητο η κυβέρνηση να συνεχίσει να λαμβάνει τα απαραίτητα μέτρα, τόσο στοχευμένα στις κοινωνικές ομάδες που παρουσιάζουν υστέρηση, όπως αναλύθηκε παραπάνω, όσο και σε ένα γενικότερο πλαίσιο. Δράσεις για τη δημογραφία και την οικογένεια που αναμένεται να ανακοινωθούν θα περιλαμβάνουν μέτρα που θα κινούνται προς αυτήν την κατεύθυνση. Χρήσιμες πολιτικές για την ενίσχυση της συμμετοχής στην αγορά εργασίας είναι η αναβάθμιση της τεχνικής εκπαίδευσης και η υλοποίηση προγραμμάτων κατάρτισης του εργατικού δυναμικού και ιδιαίτερα των ευάλωτων κοινωνικών ομάδων, καθώς και η συνέχιση της εφαρμογής ενεργητικών πολιτικών απασχόλησης που ενθαρρύνουν όχι μόνο τη συμμετοχή νέων στο εργατικό δυναμικό, αλλά και την παραμονή των μεγαλύτερων σε ηλικία στην αγορά εργασίας. Εξίσου αναγκαίες είναι παρεμβάσεις για να ενισχυθεί το πλέγμα εναρμόνισης της οικογενειακής και επαγγελματικής ζωής, για την ένταξη και παραμονή στην αγορά εργασίας του μη οικονομικά ενεργού πληθυσμού. Παράλληλα, η μείωση των ασφαλιστικών εισφορών θα προσφέρει περαιτέρω οικονομικά κίνητρα για την είσοδο στην αγορά εργασίας.

## Πλαίσιο IV.2

### Ο ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ ΕΙΔΩΝ ΔΙΑΤΡΟΦΗΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΣΕ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΤΙΣ ΧΩΡΕΣ ΤΗΣ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ ΚΑΙ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΜΟΝΗΣ ΤΟΥ

#### Οι προσδιοριστικοί παράγοντες του πληθωρισμού ειδών διατροφής στην Ελλάδα

Ο ρυθμός μεταβολής των τιμών των ειδών διατροφής, καθώς και οι αιτίες και οι συνέπειές του, είναι ένα θέμα που βρίσκεται πάντοτε στο επίκεντρο της βιβλιογραφίας σχετικά με τις εξελίξεις του πληθωρισμού. Ακόμη πιο επίκαιρη και αναγκαία καθίσταται η μελέτη του λόγω του ότι ο πληθωρισμός ειδών διατροφής στην Ελλάδα και στις περισσότερες χώρες της ζώνης του ευρώ το 2023 ήταν υπερδιπλάσιος του γενικού πληθωρισμού. Παρά το γεγονός ότι ο γενικός πληθωρισμός αποκλιμακώνεται, ο πληθωρισμός ειδών διατροφής αποδεικνύεται πιο επίμονος και μειώνεται με σημαντικά βραδύτερο ρυθμό. Ο επίμονος πληθωρισμός ειδών διατροφής συνεπάγεται δυσανάλογη επιβάρυνση των χαμηλότερων εισοδηματικά στρωμάτων, αφού δαπανούν μεγαλύτερο ποσοστό του διαθέσιμου εισοδήματός τους συγκριτικά με τα υπόλοιπα νοικοκυριά, με αποτέλεσμα να διευρύνονται οι ανισότητες μεταξύ των νοικοκυριών.<sup>1</sup>

Τα είδη διατροφής κατανέμονται σε δύο βασικές συνιστώσες, δηλαδή στα μη επεξεργασμένα και στα επεξεργασμένα είδη διατροφής, που ταυτοχρόνως αποτελούν και δύο από τις πέντε κύριες συνιστώσες του ΕνΔΤΚ. Από την εξέταση των δύο συνιστωσών του πληθωρισμού των ειδών διατροφής στην Ελλάδα προκύπτει ότι οι τιμές των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής κινήθηκαν έντονα ανοδικά το 2023, πιθανώς λόγω της μεγάλης αύξησης των τιμών της ενέργειας (φυσικού αερίου και πετρελαίου) και των λιπασμάτων,<sup>2</sup> οι οποίες οδήγησαν στην άνοδο των τιμών παραγωγού και κατά συνέπεια των τιμών καταναλωτή. Πρόσθετη ανοδική επίδραση στις τιμές των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής είχε το μισθολογικό κόστος, το οποίο επηρεάστηκε από τις αυξήσεις

1 Bragoudakis, Z. (2018), “Are price adjustments asymmetric in basic food categories? The case of the Greek food market”, Bank of Greece, *Economic Bulletin*, 47.

2 ECB (2023), Broad Macroeconomic Projection Exercise, June 2023.

των μισθών, όπως αυτές παρατηρούνται μέσω των κατανομών αμοιβών,<sup>3</sup> και ειδικότερα από τις αυξήσεις στα χαμηλότερα μισθολογικά κλιμάκια.

Παρόμοιες ήταν και εξακολουθούν να είναι οι πηγές του έντονου και επίμονου πληθωρισμού στα επεξεργασμένα είδη διατροφής. Κύριοι προσδιοριστικοί παράγοντες των τιμών των επεξεργασμένων ειδών διατροφής είναι οι τιμές σε επίπεδο παραγωγού και οι διεθνείς τιμές των διατροφικών εμπορευμάτων, τα οποία είναι οι βασικές εισροές των επιχειρήσεων που επεξεργάζονται και πωλούν είδη διατροφής. Ο πόλεμος στην Ουκρανία εκτιμάται ότι διαδραμάτισε σημαντικό ρόλο στην αύξηση των διεθνών τιμών των τροφίμων και ειδικά των σιτηρών.<sup>4</sup>

Ως πρόσθετοι προσδιοριστικοί παράγοντες του πληθωρισμού ειδών διατροφής αναφέρονται η κλιματική κρίση και τα συνακόλουθα ακραία καιρικά φαινόμενα, αλλά και η πανδημία του κορωνοϊού λόγω διαταραχών στην εφοδιαστική αλυσίδα και περιορισμών στο εμπόριο ειδών διατροφής.<sup>5</sup> Οι πρόσφατες φυσικές καταστροφές στη Θεσσαλία έπληξαν την πλευρά της προσφοράς τροφίμων, με αποτέλεσμα την περαιτέρω αύξηση των τιμών, καθώς παρατηρήθηκαν ελλείψεις σε πολλά αγαθά.<sup>6</sup> Δεδομένου ότι η κλιματική κρίση συνεπάγεται και αβεβαιότητα των καιρικών προγνώσεων, εκτιμάται ότι στο μέλλον θα υπάρξει μεγαλύτερη μεταβλητότητα στις τιμές των ειδών διατροφής.

### Η εξέλιξη του πληθωρισμού των ειδών διατροφής στην Ελλάδα

Ο όρος “είδη διατροφής” καλύπτει όλα τα τρόφιμα, τα μη αλκοολούχα ποτά, τα αλκοολούχα ποτά και τον καπνό, δηλαδή τις δύο πρώτες από τις 12 βασικές κατηγορίες του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ), που αντιπροσωπεύουν περίπου το 25% του καλαθιού του καταναλωτή. Στην Ελλάδα ο πληθωρισμός των ειδών διατροφής κυμάνθηκε από 1,2% το 2021 σε 9,7% το 2022, 9,9% το 2023 και 5,0% το πρώτο πεντάμηνο του 2024. Ο αντίστοιχος μέσος όρος των ειδών διατροφής στη ζώνη του ευρώ ήταν 1,5% το 2021, 9,0% το 2022, 10,9% το 2023 και 3,5% το διαθέσιμο πεντάμηνο του 2024. Την προηγούμενη δεκαετία, 2010-2019, ο μέσος πληθωρισμός των ειδών διατροφής στην Ελλάδα ήταν 1,3% και στη ζώνη του ευρώ 1,8%.

Στον Πίνακα Α παρουσιάζονται οι μέσοι ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής των δεικτών τιμών των ειδών διατροφής κατά τα τελευταία τέσσερα έτη και κατά το διαθέσιμο πεντάμηνο του 2024 σε σύγκριση με τους μέσους ρυθμούς της δεκαετίας 2010-2019 για τις κυριότερες ομάδες ειδών διατροφής του ΕνΔΤΚ της Ελλάδος.

Από τον Πίνακα καθίσταται σαφές ότι όλοι σχεδόν οι υποδείκτες των ειδών διατροφής κινήθηκαν έντονα ανοδικά το 2022. Παρά τον αποπληθωρισμό των ενεργειακών αγαθών, ο πληθωρισμός των ειδών διατροφής αυξήθηκε περαιτέρω το 2023, αλλά ταυτοχρόνως εισήλθε σταδιακά και σε μια σταθερή καθοδική πορεία, υποχωρώντας σημαντικά κατά τους πρώτους πέντε μήνες του 2024. Εξάιρεση αποτελούν οι υποδείκτες “ψάρια”, “έλαια και λίπη”, “φρούτα”, “μεταλλικό νερό, αναψυκτικά, χυμοί φρούτων” και “οινοπνευματώδη ποτά”, που συνεχίζουν να αυξάνονται περαιτέρω ή παρέμειναν στα ίδια σχεδόν επίπεδα.

Όσον αφορά την Ελλάδα, σημαντικό μέρος των επεξεργασμένων ειδών διατροφής εισάγεται και ως εκ τούτου υπόκειται στην πορεία των τιμών που διαμορφώνονται διεθνώς. Ο πληθωρισμός των επεξεργασμένων ειδών διατροφής δεν παρουσιάζει έντονες διακυμάνσεις και γενικώς ακολουθεί ήπια πορεία. Εισήλθε σε ανοδική τροχιά τον Ιούλιο του 2021 και κορυφώθηκε τον Ιανουάριο του 2023 (13,8%). Έκτοτε ακολουθεί καθοδική τάση και, καθώς σε σημαντικό βαθμό διαμορφώνεται από τον εισαγόμενο πληθωρισμό ειδών διατροφής, αναμένεται να συνεχίσει την αντιπληθωριστική του πορεία μέσα στο 2024.<sup>7</sup>

3 Τράπεζα της Ελλάδος (2024), [Αξιολόγηση του ισχύοντος νομοθετημένου κατώτατου μισθού και ημερομισθίου](#), 19.2.2024.

4 Arndt, C., X. Diao, P. Dorosh, K. Pauw and J. Thurlow (2023), “The Ukraine war and rising commodity prices: Implications for developing countries”, *Global Food Security*, 36, 100680.

5 Vos, R., J.W. Glauber, M.A. Hernández, and D. Laborde Debucquet (2022), “COVID-19 and food inflation scares” και McDermott, J. and J. Swinnen (επιμ.), *COVID-19 & Global Food Security: Two years later* (pp. 64-72), USA: International Food Policy Research Institute.

6 Σύμφωνα με στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ για το 2021, ενδεικτικά στη Θεσσαλία παράγεται το 34% σκληρού σιταριού, το 26,6% των νωπών φρούτων, το 24,2% των βοοειδών και το 18,5% του γάλακτος (μερίδια εγχώριας παραγωγής).

7 Αξίζει να επισημανθεί ότι ο υποδείκτης τροφίμων του δείκτη τιμών εισαγωγών στη βιομηχανία μεγιστοποιήθηκε το Σεπτέμβριο του 2022 (18,2%) και έχει εισέλθει σε αρνητικό έδαφος από το Σεπτέμβριο του 2023.

## Πληθωρισμός βασικών δεικτών και υποδεικτών των ειδών διατροφής της Ελλάδος

Βασικοί δείκτες και υποδείκτες τιμών των ειδών διατροφής	2010-2019	2020	2021	2022	2023	2024 <sup>1</sup>
<b>Τρόφιμα</b>	0,5	1,8	1,6	12,0	11,7	5,6
– Ψωμί και δημητριακά	-0,1	0,1	0,7	13,9	9,3	0,7
– Κρέατα	0,3	1,8	1,3	13,3	11,9	3,7
– Ψάρια	1,0	-0,3	4,5	3,4	5,8	7,5
– Γαλακτομικά και αυγά	0,5	1,8	0,6	16,1	14,0	-0,9
– Έλαια και λίπη	1,2	-4,5	6,5	20,7	20,3	39,2
– Φρούτα	-0,3	14,3	-1,4	4,7	8,9	10,3
– Λαχανικά	1,6	-0,1	2,1	12,0	12,0	6,2
– Ζάχαρη-σοκολάτες-γλυκά-παιγντά	0,7	-1,1	0,5	5,1	9,3	4,4
– Λοιπά τρόφιμα	1,2	-0,5	1,4	8,8	12,0	3,8
<b>Μη αλκοολούχα ποτά</b>	0,4	-2,2	-0,3	6,7	10,9	7,5
– Καφές-κακάο-τσάι	2,5	-2,4	1,6	9,3	9,5	2,1
– Μεταλλικό νερό-αναψυκτικά-χυμοί φρούτων	-0,4	-2,2	-1,3	5,1	11,9	11,4
<b>Αλκοολούχα ποτά</b>	2,1	0,2	-0,5	2,9	7,3	4,9
– Οινοπνευματώδη ποτά	3,4	0,7	-0,3	0,6	4,8	4,2
– Κρασιά	0,7	-0,4	-1,8	3,7	8,5	6,9
– Μπίρες	2,4	0,2	0,0	5,1	9,6	3,5
<b>Καπνός</b>	4,8	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Μη επεξεργασμένα είδη διατροφής	0,7	4,5	2,2	10,1	11,1	7,2
Επεξεργασμένα είδη διατροφής <sup>2</sup>	1,7	-0,1	0,7	9,5	9,3	4,0
Σύνολο ειδών διατροφής <sup>2</sup>	1,3	1,3	1,2	9,7	9,9	5,0

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, επεξεργασία στοιχείων από την Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Διαθέσιμο πεντάμηνο.

2 Συμπεριλαμβάνονται τα αλκοολούχα ποτά και ο καπνός.

Τα μη επεξεργασμένα είδη διατροφής (περιλαμβάνουν τα νωπά κρέατα, ψάρια, φρούτα, λαχανικά και τα αυγά) διαφοροποιούνται σε σημαντικό βαθμό από τα επεξεργασμένα είδη, καθώς σημαντικό μέρος τους αποτελείται από εγχωρίως παραγόμενα προϊόντα, κυρίως τα είδη “φρέσκα φρούτα” και “φρέσκα λαχανικά”. Σε αντίθεση με τον πληθωρισμό των επεξεργασμένων ειδών διατροφής, ο πληθωρισμός των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής παρουσιάζει έντονη μεταβλητότητα, η οποία αποδίδεται στο ευμετάβλητο των τιμών των φρέσκων φρούτων και λαχανικών που επηρεάζονται σημαντικά από τις καιρικές συνθήκες. Ο πληθωρισμός των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής εισήλθε σε ανοδική τροχιά τον Ιούνιο του 2021, μέσα στο 2022 κατέγραψε μέγιστο το Μάιο (13,2%), ενώ μέσα στο 2023, μετά από μήνες έντονης διακύμανσης, κατέγραψε μέγιστο τον Ιούλιο (15,1%).

### Ο πληθωρισμός ειδών διατροφής στην Ελλάδα σε σύγκριση με τις χώρες της ευρωζώνης

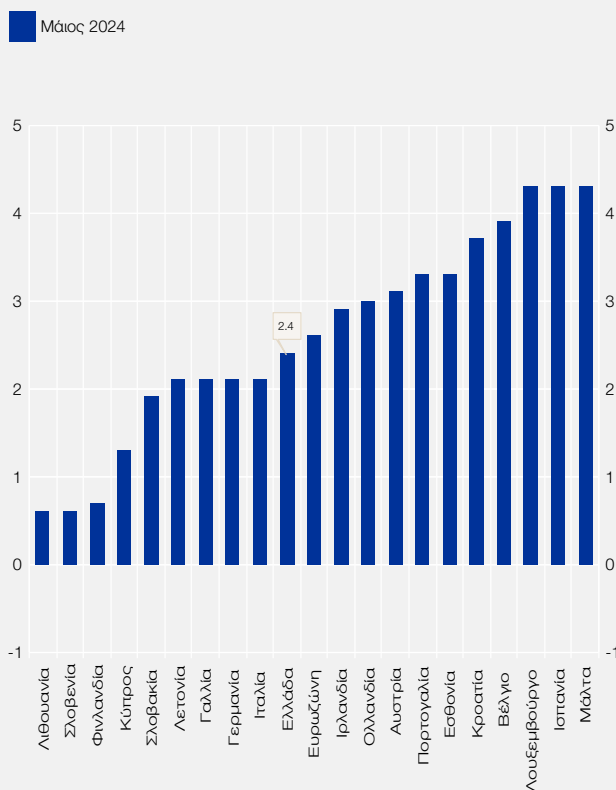
Σύμφωνα με τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία για τον Μάιο του 2024, ο πληθωρισμός των ειδών διατροφής στην Ελλάδα (συμπεριλαμβανομένων των αλκοολούχων ποτών και του καπνού) διαμορφώθηκε στο 2,4%, αισθητά μειωμένος από το 4,8% τον Απρίλιο, και κοντά στους ευρωπαϊκούς μέσους όρους (ευρωζώνη: 2,6%, ΕΕ-27: 2,3%). Μεταξύ των χωρών της ευρωζώνης (βλ. Διάγραμμα Α.α), οι χώρες με τον υψηλότερο πληθωρισμό ειδών διατροφής είναι η Μάλτα, η Ισπανία και το Λουξεμβούργο (4,3%), το Βέλγιο (3,9%) και η Κροατία (3,7%), ενώ το χαμηλότερο πληθωρισμό ειδών διατροφής καταγράφουν η Λιθουανία και η Σλοβενία (0,6%), η Φινλανδία (0,7%) και η Κύπρος (1,3%).

Αποκλιμάκωση κατέγραψαν το Μάιο και οι τιμές των επιμέρους δεικτών των μη επεξεργασμένων και των επεξεργασμένων ειδών διατροφής<sup>8</sup> (συμπεριλαμβανομένων των αλκοολούχων ποτών και του καπνού), σε 2,2% και

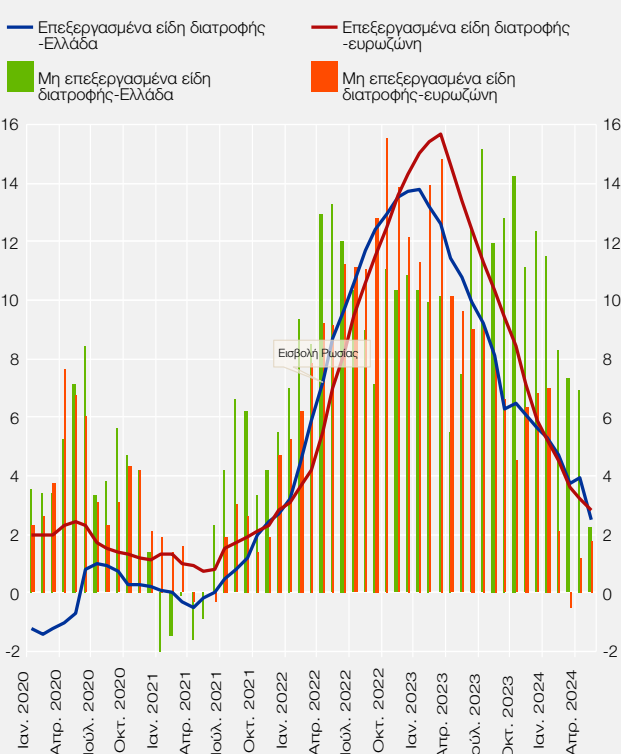
8 Τα μη επεξεργασμένα (νωπά) τρόφιμα αποτελούν μία κατηγορία με υψηλή μεταβλητότητα λόγω των αστάθμητων παραγόντων που επηρεάζουν τις τιμές τους (π.χ. καιρικές συνθήκες, φυσικές καταστροφές).

Διάγραμμα Α Πληθωρισμός ειδών διατροφής στην Ελλάδα και στην ευρωζώνη

α) Πληθωρισμός ειδών διατροφής στις χώρες της ευρωζώνης (ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής των τιμών)



β) Επεξεργασμένα και μη επεξεργασμένα είδη διατροφής σε Ελλάδα και ευρωζώνη, Ιαν. 2020-Μάιος 2024 (ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής των τιμών)



Πηγή: Eurostat, επεξεργασία στοιχείων από την Τράπεζα της Ελλάδος.

2,5% αντίστοιχα, έναντι 6,9% και 3,9% ένα μήνα νωρίτερα. Οι δύο δείκτες ήταν το Μάιο αρκετά κοντά στους ευρωπαϊκούς μέσους όρους, καθώς ο δείκτης των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής διαμορφώθηκε σε 1,8% στην ευρωζώνη και 0,7% στην ΕΕ-27, ενώ εκείνος των επεξεργασμένων ειδών διατροφής σε 2,8% τόσο στην ευρωζώνη όσο και στην ΕΕ-27.

Μετά την εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία το Φεβρουάριο του 2022 και μέχρι τον Μάιο του 2024, οι αυξήσεις στις τιμές των μη επεξεργασμένων τροφίμων δεν απέχουν σημαντικά στην Ελλάδα από τους ευρωπαϊκούς μέσους όρους (Μ.Ο. Ελλάδα: 10,2%, ευρωζώνης: 8,7%, ΕΕ-27: 9,6%), ενώ οι αυξήσεις στις τιμές των επεξεργασμένων ειδών διατροφής διαμορφώνονται στην Ελλάδα σε ελαφρώς χαμηλότερο επίπεδο (Μ.Ο. Ελλάδα: 8,9%, ευρωζώνης: 9,4%, ΕΕ-27: 10,2%). Μέχρι και το Μάιο του 2023, η άνοδος των τιμών των μη επεξεργασμένων τροφίμων ήταν πιο έντονη στην ευρωζώνη και την ΕΕ. Έκτοτε οι τιμές των προϊόντων αυτών αποκλιμακώθηκαν με ταχύτερο ρυθμό στην Ευρώπη σε σχέση με την Ελλάδα (βλ. δεξιό γράφημα), αλλά τον Μάιο του 2024 καταγράφτηκε σημαντική σύγκλιση των τιμών ανάμεσα στην Ελλάδα και την ζώνη του ευρώ.

**Ένα εμπειρικό υπόδειγμα για την επιμονή του πληθωρισμού ειδών διατροφής στην Ελλάδα**

Μεθοδολογικά, η επιμονή (persistence) μιας μεταβλητής είναι το άθροισμα των αυτοπαλινδρομων συντελεστών που προκύπτουν από την εκτίμηση ενός μονομεταβλητού υποδείγματος.<sup>9</sup> Στο παρόν πλαίσιο, το οικονομετρικό υπόδειγμα που εκτιμάται τόσο για το γενικό πληθωρισμό (με βάση τον ΕνΔΤΚ) όσο και για τον πληθωρισμό ειδών διατροφής είναι το παρακάτω:

9 Lünemann, P. and T.Y. Mathä (2004), “How persistent is disaggregate inflation? An analysis across EU15 countries and HICP sub-indices”, European Central Bank, Working Paper Series, No. 415.

$$\pi_{i,t} = c_{i,t} + \sum_{k=1}^{K^*} \beta_{i,k} \pi_{i,t-k} + \varepsilon_{i,t} \tag{1}$$

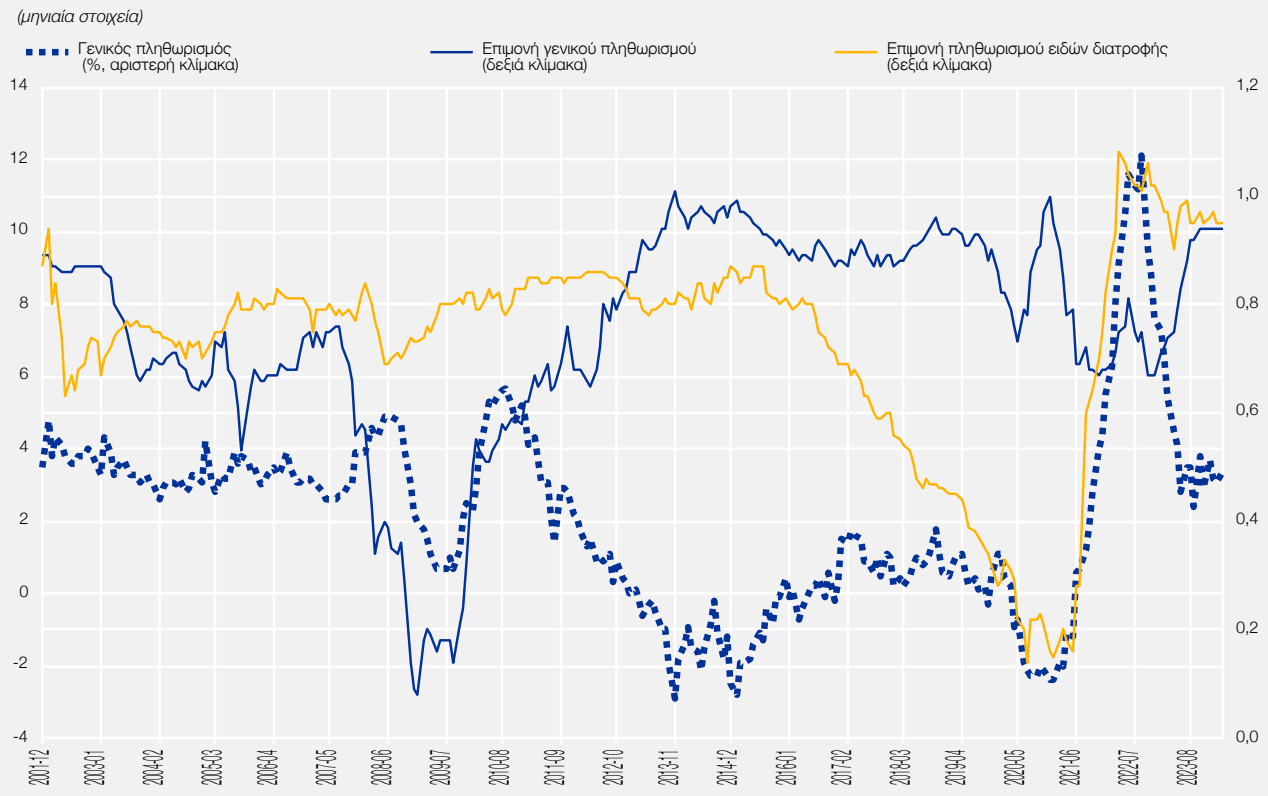
όπου  $\sum_{k=1}^{K^*} \beta_{i,k} = \rho_i$  είναι η παράμετρος η οποία μετρά το βαθμό επιμονής του πληθωρισμού,  $\pi_{i,t}$  ο ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού σε μηνιαία βάση,  $c_{i,t}$  ο σταθερός όρος της εξίσωσης και  $\varepsilon_{i,t}$  τα κατάλοιπα, όπου  $\varepsilon_{i,t} \sim N(0, \sigma^2)$ .

Όσο μεγαλύτερη είναι η παράμετρος  $\rho_i$ , τόσο μεγαλύτερος είναι ο βαθμός επιμονής του πληθωρισμού, καθώς υψηλές τιμές της παραμέτρου σημαίνουν ότι ο πληθωρισμός διακρίνεται από χαμηλότερη ταχύτητα επιστροφής στο μακροχρόνιο μέσο όρο, και το αντίστροφο. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι το υπόδειγμα που εκτιμάται δεν είναι ένα δομικό υπόδειγμα του πληθωρισμού. Συνεπώς, τα αποτελέσματα των εκτιμήσεων θα πρέπει να ερμηνευθούν με προσοχή.

Για την παραπάνω εκτίμηση, χρησιμοποιούνται μηνιαία δεδομένα για το γενικό πληθωρισμό και τον πληθωρισμό ειδών διατροφής στην Ελλάδα για την περίοδο Ιανουαρίου 1997-Μαρτίου 2024. Η εκτίμηση επαναλαμβάνεται σε κυλιόμενα διαστήματα διάρκειας 5 ετών (60 μηνών).

Τα αποτελέσματα της εκτίμησης του οικονομετρικού υποδείγματος δείχνουν ότι η επιμονή του πληθωρισμού ειδών διατροφής δεν είναι πάντοτε μεγαλύτερη από την επιμονή του γενικού πληθωρισμού (βλ. Διάγραμμα Β).<sup>10</sup> Σε περιόδους χαμηλού πληθωρισμού (για παράδειγμα την περίοδο από τα μέσα του 2012 έως και τα τέλη του 2020) η επιμονή του πληθωρισμού ειδών διατροφής ήταν χαμηλότερη από αυτή του γενικού πληθωρισμού. Αντίθετα, σε περιόδους κατά τις οποίες ο γενικός πληθωρισμός είναι υψηλός ή αυξάνεται ραγδαία (όπως την πε-

**Διάγραμμα Β Ρυθμός πληθωρισμού και επιμονή γενικού πληθωρισμού και πληθωρισμού ειδών διατροφής στην Ελλάδα (Δεκέμβριος 2001-Μάρτιος 2024)**



Πηγές: Eurostat και Τράπεζα της Ελλάδος.

<sup>10</sup> Τα αποτελέσματα λαμβάνουν υπόψη μόνο τους στατιστικά σημαντικούς εκτιμητές.

ρίοδο από τα μέσα του 2021 έως και τα τέλη του 2023), ο πληθωρισμός ειδών διατροφής αποδεικνύεται πιο επίμονος. Ειδικότερα, τα έτη 2022 και 2023 η παράμετρος της επιμονής του πληθωρισμού ειδών διατροφής  $\rho_i$  λαμβάνει τιμές άνω της μονάδας, με συνέπεια ο πληθωρισμός τροφίμων να κινδυνεύει να μπει σε τροχιά αποσταθεροποίησης με κίνδυνο την περαιτέρω αύξησή του.

Το εύρημα αυτό συνδέεται πιθανότατα με το ευρύ φάσμα προσδιοριστικών παραγόντων του πληθωρισμού ειδών διατροφής, όπως παρουσιάστηκαν παραπάνω. Οι προσδιοριστικοί παράγοντες αυτοί ξεχωριστά χαρακτηρίζονται από μεγάλη μεταβλητότητα και συνεπώς μικρότερη επιμονή. Ωστόσο, όταν επιδρούν σωρευτικά και ταυτόχρονα στον πληθωρισμό ειδών διατροφής, τότε το αποτέλεσμα είναι η μεγαλύτερη επιμονή του. Την περίοδο 2021-2023 οι τιμές αυξήθηκαν εξαιτίας της ταχύτερης ανάκαμψης της ζήτησης, ενώ ακολούθησε ο πόλεμος στην Ουκρανία, ο οποίος επηρέασε σημαντικά μια σειρά από προσδιοριστικούς παράγοντες των τιμών των ειδών διατροφής, όπως η ενέργεια, οι τιμές των σιτηρών και άλλων πρώτων υλών, οι τιμές των λιπασμάτων κ.ά. Το αθροιστικό αποτέλεσμα όλων αυτών των επιδράσεων εξηγεί σε μεγάλο βαθμό τη μεγαλύτερη επιμονή του πληθωρισμού ειδών διατροφής τα τελευταία τρία χρόνια, ενώ ταυτόχρονα αναδύονται και νέοι παράγοντες αβεβαιότητας, όπως η κλιματική αλλαγή και η συνακόλουθη μεταβλητότητα στις τιμές των τροφίμων. Κατά συνέπεια, η μελλοντική πορεία του πληθωρισμού ειδών διατροφής θα κριθεί σε μεγάλο βαθμό από την ύπαρξη και τη φύση πιθανών πληθωριστικών διαταραχών στο μέλλον. Ωστόσο, εάν ληφθούν υπόψη οι εκτιμώμενες τιμές της παραμέτρου επιμονής, η αβεβαιότητα για τη μελλοντική πορεία του πληθωρισμού ειδών διατροφής είναι μεγάλη.

### Συμπεράσματα

Ο πληθωρισμός ειδών διατροφής και η επιμονή του αποτελούν ένα αντικείμενο έρευνας με ιδιαίτερο ενδιαφέρον τόσο ως προς την εξέλιξη των τιμών των τροφίμων όσο και ως προς τις αιτίες και τις συνέπειές του. Ο πληθωρισμός των ειδών διατροφής αυξήθηκε έντονα το 2022 και παρουσίασε αξιοσημείωτη επιμονή το 2023, καθώς δεν ακολούθησε την πτωτική πορεία των ενεργειακών αγαθών. Παρά ταύτα εισήλθε σε καθοδική τροχιά, καταγράφοντας κατά τους πέντε πρώτους μήνες του 2024 σημαντικά χαμηλότερους ετήσιους ρυθμούς. Ωστόσο, αν και τον Απρίλιο του 2024 η Ελλάδα είχε το δεύτερο υψηλότερο πληθωρισμό ειδών διατροφής στην ευρωζώνη, το Μάιο παρατηρήθηκε έντονη αποκλιμάκωση και σημαντική σύγκλιση με το μέσο όρο της ευρωζώνης. Τους επόμενους μήνες αναμένεται περαιτέρω αποκλιμάκωση του πληθωρισμού ειδών διατροφής στην Ελλάδα, αλλά με βραδύτερους ρυθμούς.

Η επιμονή αυτή συνδέεται με το πλήθος και τη μεταβλητότητα των παραγόντων που επηρεάζουν τον πληθωρισμό ειδών διατροφής. Οι τιμές της ενέργειας (κυρίως του ηλεκτρικού ρεύματος, του φυσικού αερίου και των υγρών καυσίμων), οι τιμές των λιπασμάτων και οι διεθνείς τιμές των εμπορευμάτων, που λειτουργούν ως κύρια εισροή για τα επεξεργασμένα είδη διατροφής, παρουσιάζουν έντονες αυξήσεις τα τελευταία χρόνια, ωθώντας υψηλότερα τόσο το γενικό επίπεδο τιμών όσο και τις τιμές των τροφίμων. Οι ταυτόχρονες αυξήσεις των προσδιοριστικών παραγόντων του πληθωρισμού ειδών διατροφής είναι η βασική αιτία της υψηλής επιμονής του. Στους παράγοντες αυτούς θα πρέπει να ληφθεί υπόψη και η αβεβαιότητα που προκαλείται από την κλιματική αλλαγή και τα σχετιζόμενα καιρικά φαινόμενα, τα οποία συχνά δημιουργούν διαταραχές στην προσφορά των τροφίμων.

Η επιμονή του πληθωρισμού ειδών διατροφής είναι υψηλότερη σε σύγκριση με την επιμονή του γενικού πληθωρισμού σε περιόδους αύξησης των τιμών, όπως η περίοδος από τις αρχές του 2021 έως και τα τέλη του 2023. Σε αυτές τις περιόδους οι τιμές αυξάνονται, ωθώντας τον πληθωρισμό προς τα επάνω, όμως οι τιμές των τροφίμων αυξάνονται ακόμη περισσότερο, καθώς κινούνται ανοδικά οι τιμές μιας σειράς προσδιοριστικών παραγόντων τους, όπως παρουσιάστηκαν παραπάνω.

Οι διαρκώς αυξανόμενες τιμές των ειδών διατροφής έχουν πολύ σημαντικές επιπτώσεις στο εισόδημα των νοικοκυριών, δεδομένου ότι τα τρόφιμα κατατάσσονται στα αγαθά πρώτης ανάγκης, με ιδιαίτερα χαμηλή ελαστικότητα ζήτησης. Επιπρόσθετα, η υψηλή επιμονή του πληθωρισμού ειδών διατροφής έχει σημαντικές αναδιανεμητικές συνέπειες, καθώς τα νοικοκυριά με χαμηλά εισοδήματα επιβαρύνονται δυσανάλογα σε σύγκριση με νοικοκυριά που βρίσκονται υψηλότερα στην εισοδηματική κατανομή, αφού υποχρεώνονται να αφιερώσουν μεγαλύτερο αναλογικά μέρος του εισοδήματός τους στην κάλυψη των διατροφικών τους αναγκών. Αντιμετωπίζοντας μάλιστα και υψηλά επίπεδα τιμών, τα νοικοκυριά με χαμηλά εισοδήματα συχνά ωθούνται στην υποκατάσταση τροφίμων υψηλότερης

διατροφικής αξίας από τρόφιμα κατώτερης διατροφικής αξίας, με αποτέλεσμα την υποβάθμιση της ποιότητας της διατροφής τους και ως εκ τούτου τη δημιουργία υγειονομικών κινδύνων για τα μέλη τους.<sup>11</sup>

11 Lewis, M., L.M. Herron, M.D. Chatfield, R.C. Tan, A. Dale, S. Nash and A.J. Lee (2023), "Healthy food prices increased more than the prices of unhealthy options during the COVID-19 pandemic and concurrent challenges to the food system", *International Journal of Environmental Research and Public Health*, 20(4), 3146.

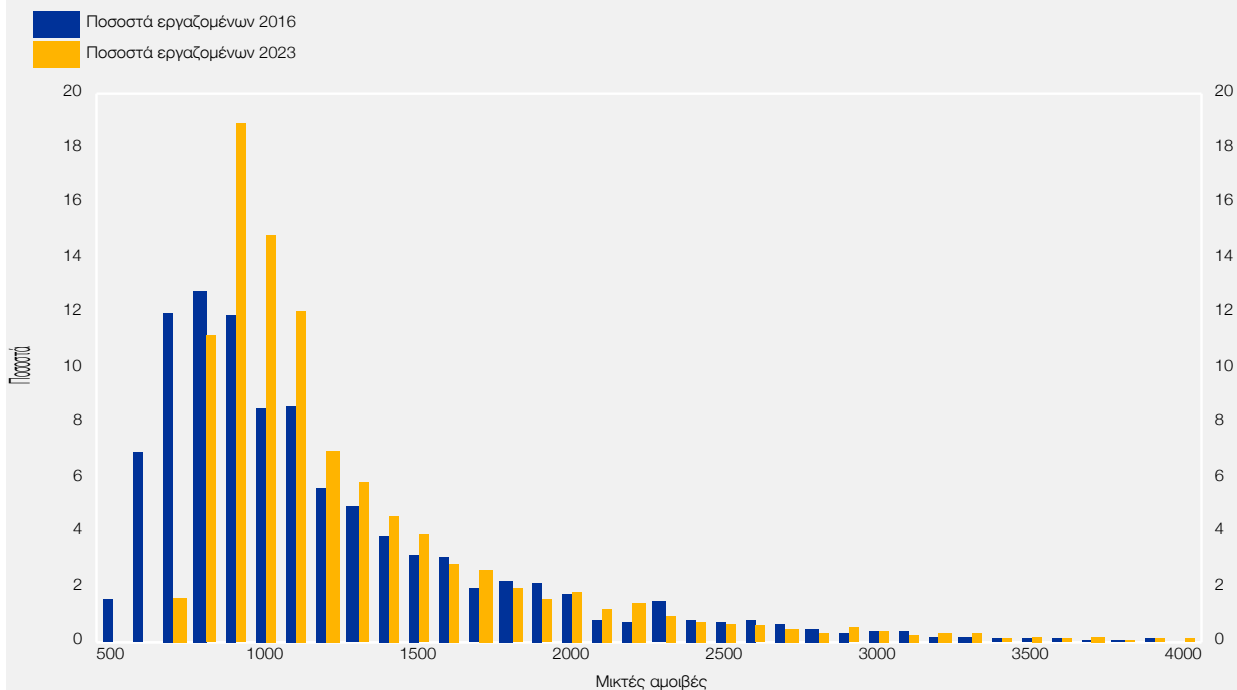
Πλαίσιο IV.3

**ΜΙΣΘΟΛΟΓΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ, 2016-2023**

Μία από τις προτεραιότητες πολιτικής που έχουν τεθεί τα τελευταία χρόνια είναι η παροχή κινήτρων επιστροφής σε όσους Έλληνες έφυγαν στο εξωτερικό προς αναζήτηση εργασίας κατά τη διάρκεια της κρίσης (ειδικότερα μετά το 2010). Σύμφωνα με σχετικές έρευνες της πρωτοβουλίας Brain Regain,<sup>1</sup> το βασικότερο εμπόδιο επιστροφής στην Ελλάδα για σχεδόν 1 στους 4 Έλληνες που διαμένουν στο εξωτερικό είναι οι χαμηλοί μισθοί και οι συνθήκες εργασίας. Κατά συνέπεια, η βελτίωση των μισθολογικών συνθηκών στην αγορά εργασίας αποτελεί το βασικότερο κίνητρο για τον επαναπατρισμό όσων εργαζομένων έφυγαν από την Ελλάδα, οι οποίοι είναι κυρίως ειδικευμένοι και με υψηλά προσόντα. Επίσης, πρόσφατες έρευνες<sup>2</sup> αναδεικνύουν τις μεγάλες δυσκολίες που αντιμετωπίζουν επιχειρήσεις στην εύρεση ειδικευμένου προσωπικού. Συνεπώς, δεδομένης της αυξημένης ζήτησης ειδικευμένου προσωπικού, θα αναμενόταν να παρατηρήσουμε μία αύξηση μισθών για τους εργαζομένους αυτούς.

Διάγραμμα Α Κατανομή αμοιβών μισθωτών πλήρους απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα το 2016 και το 2023

(ποσοστά % του συνόλου των εργαζομένων, μηνιαίες αμοιβές σε ευρώ)



Πηγή: Π/Σ Εργάνη, επεξεργασία από την Τράπεζα της Ελλάδος.  
Σημείωση: Η κάθε ράβδος αντιπροσωπεύει 100 ευρώ, δεν απεικονίζονται αμοιβές άνω των 4.000 ευρώ.

1 Βλ. αποτελέσματα έρευνας για το [Brain Regain](#).  
2 Βλ. π.χ. έρευνα του [Ευρωβαρόμετρου](#), Νοέμβριος 2023, που καταγράφει ότι οι επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν μεγάλες δυσκολίες στην εύρεση καταρτισμένου προσωπικού.



Χρησιμοποιώντας στοιχεία από τις ετήσιες απογραφές του πληροφοριακού συστήματος (Π/Σ) ΕΡΓΑΝΗ για τους μισθωτούς με σχέση εργασίας ιδιωτικού δικαίου (τα οποία προέρχονται από τη σύνθεση μικροδεδομένων – micro-aggregated data – που αναφέρονται σε θέσεις εργασίας και το μέσο μισθό αυτών ανά ηλικιακή ομάδα, επάγγελμα, φύλο, τύπο απασχόλησης, τύπο σύμβασης, γεωγραφική περιοχή, κλάδο οικονομικής δραστηριότητας και μέγεθος επιχειρήσεων),<sup>3</sup> στο Διάγραμμα Α παρουσιάζεται η εξέλιξη της κατανομής αμοιβών για τους μισθωτούς πλήρους απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα μεταξύ 2016 και 2023.

Κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, η κατανομή των μισθών μετακινήθηκε προς τα δεξιά, κυρίως για τις πιο χαμηλά αμειβόμενες θέσεις εργασίας. Το εύρημα αυτό συνδέεται σε μεγάλο βαθμό με τις αυξήσεις του κατώτατου μισθού καθώς την περίοδο αυτή αποτελούσε προτεραιότητα η ενίσχυση των χαμηλών μισθών, προκειμένου τα νοικοκυριά να μπορέσουν να καλύψουν τις βασικές ανάγκες τους. Η σωρευτική αύξηση του κατώτατου μισθού από το 2016 έως το 2023 ήταν περίπου 33%.<sup>4</sup> Οι αυξήσεις του κατώτατου μισθού είχαν θετικές επιδράσεις και σε υψηλότερα μισθολογικά κλιμάκια, με φθίνοντα ρυθμό έως τα επίπεδα των 1.100 έως 1.200 ευρώ (επιδράσεις διάχυσης).<sup>5</sup> Ωστόσο, σε υψηλότερα επίπεδα μισθών, όπου συνήθως βρίσκονται και πιο εξειδικευμένοι εργαζόμενοι, η μετατόπιση της κατανομής είναι πολύ μικρή.

### Εξελίξεις στις κατανομές χαμηλόμισθων και υψηλόμισθων

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η διαχρονική εξέλιξη των μισθών εστιάζοντας σε θέσεις εργασίας με παρόμοια χαρακτηριστικά εργοδοτών και εργαζομένων και συγκρίνοντας τις αμοιβές τους μεταξύ των ετών 2016 και 2023. Στο αριστερό γράφημα του Διαγράμματος Β παρουσιάζεται η κατανομή των μισθών των εργαζομένων πλήρους απασχόλησης με αμοιβές έως 850 ευρώ το 2016 και η κατανομή των μισθών για τις ίδιες κατηγορίες εργαζομένων του 2023.<sup>6</sup> Η μετατόπιση της κατανομής προς τα δεξιά, δηλαδή η αύξηση των αμοιβών για τις θέσεις εργασίας με χαμηλές αμοιβές το 2016, είναι σαφής και σε μεγάλο βαθμό οφείλεται στις διαδοχικές αυξήσεις του κατώτατου μισθού, όπως εξηγήθηκε παραπάνω.

Αντιθέτως, για τις θέσεις εργασίας με αμοιβές άνω των 1.650 ευρώ το 2016,<sup>7</sup> το βασικότερο εύρημα είναι ότι δεν υπάρχουν σημαντικές μεταβολές μεταξύ των ετών 2016 και 2023. Επίσης φαίνεται ότι ένα μικρό μέρος των θέσεων εργασίας με υψηλές αμοιβές το 2016 λαμβάνει χαμηλότερες αποδοχές (κάτω από 1.650 ευρώ) το 2023. Αυτό πιθανώς οφείλεται είτε στην αντικατάσταση κάποιων εργαζομένων με άλλους χαμηλότερα αμειβόμενους είτε σε νεοπροσλαμβανόμενους σε παρόμοιες θέσεις εργασίας οι οποίοι λαμβάνουν χαμηλότερες απολαβές.

### Μεταβολές αμοιβών

Από τα παραπάνω διαγράμματα φαίνεται ότι η διαχρονική εξέλιξη των μισθών διαφοροποιείται μεταξύ των επιμέρους κλιμακίων της συνολικής κατανομής. Συγκεκριμένα, για τις θέσεις εργασίας με χαμηλές απολαβές (έως 850 ευρώ το 2016), ελέγχοντας για χαρακτηριστικά και του εργοδότη και του εργαζομένου,<sup>8</sup> το μέσο ποσοστό μεταβολής των ονομαστικών μισθών ήταν 26,9% από το 2016 έως το 2023. Αντιθέτως, οι θέσεις εργασίας με υψηλές

3 Τα στοιχεία από το Π/Σ ΕΡΓΑΝΗ, όπως και του ΙΚΑ-ΕΤΑΜ και του ΕΦΚΑ, λόγω της απογραφικής τους φύσης, διαφέρουν από τα στοιχεία των Εθνικών Λογαριασμών σε επίπεδο συνόλου οικονομίας ή κλάδου, τα οποία είναι το αποτέλεσμα της συνεκτίμησης δειγματοληπτικών ερευνών σε επιχειρήσεις και νοικοκυριά. Σχετικά με το επίπεδο ανάλυσης των δεδομένων, βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Αξιολόγηση του ισχύοντος νομοθετημένου κατώτατου μισθού και ημερομισθίου*, 29.4.2021.

4 Αν συμπεριληφθεί η αύξηση του κατώτατου μισθού το 2024, η σωρευτική αύξηση ήταν περίπου 40%. Τέλος, για τους νέους η επίδραση είναι ακόμα μεγαλύτερη καθώς καταργήθηκε και ο υποκατώτατος μισθός αυτή την περίοδο.

5 Τράπεζα της Ελλάδος, *Αξιολόγηση του ισχύοντος νομοθετημένου κατώτατου μισθού και ημερομισθίου* (28.2.2022, 3.2.2023, 19.2.2024).

6 Η ανάλυση γίνεται για τις ίδιες κατηγορίες θέσεων εργασίας, καθώς τα διαθέσιμα δεδομένα προέρχονται από σύνθεση μικροδεδομένων.

7 Το επίπεδο των 1.650 ευρώ έχει επιλεγεί αυθαίρετα, χωρίς βλάβη της γενικότητας.

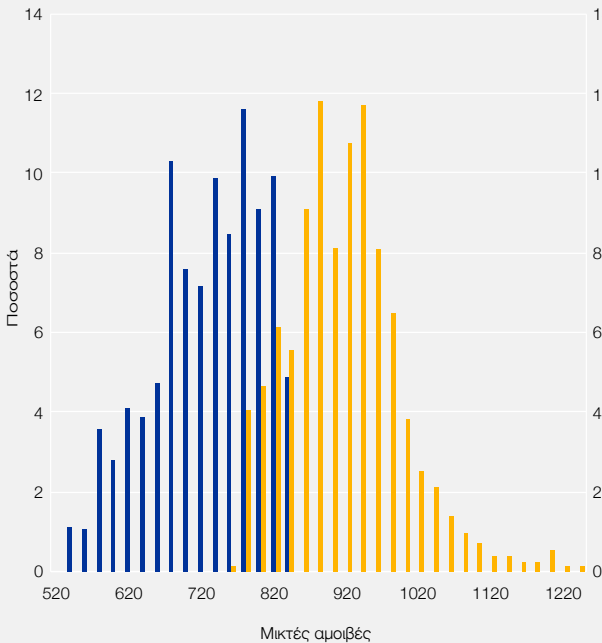
8 Τα χαρακτηριστικά για τα οποία ελέγχουμε είναι: η ηλικιακή ομάδα (6 κατηγορίες), η ειδικότητα (44 κατηγορίες), ο τύπος σύμβασης (2 κατηγορίες) και το φύλο (2 κατηγορίες) των εργαζομένων, όπως και ο κλάδος (80 κατηγορίες) και η τάξη μεγέθους της επιχείρησης (5 κατηγορίες). Για παράδειγμα, η ποσοστιαία μεταβολή των μισθών από το 2016 μέχρι το 2023 υπολογίζεται για την ακόλουθη ομάδα: ηλικία 35-44 ετών, ειδικότητα: Αρχιτέκτονες, μηχανικοί και συναφή επαγγέλματα, με σύμβαση αορίστου χρόνου, άνδρες, στον κλάδο βιομηχανίας τροφίμων σε εταιρίες με 250-1000 εργαζομένους. Τα συνολικά αποτελέσματα σταθμίζονται ως προς τον αριθμό εργαζομένων κάθε κατηγορίας.

**Διάγραμμα Β Κατανομές αμοιβών χαμηλόμισθων (έως 850 ευρώ) και υψηλόμισθων (πάνω από 1.650 ευρώ) το 2016 και το 2023**

(ποσοστά % του υποσυνόλου των εργαζομένων, μηνιαίες αμοιβές σε ευρώ)

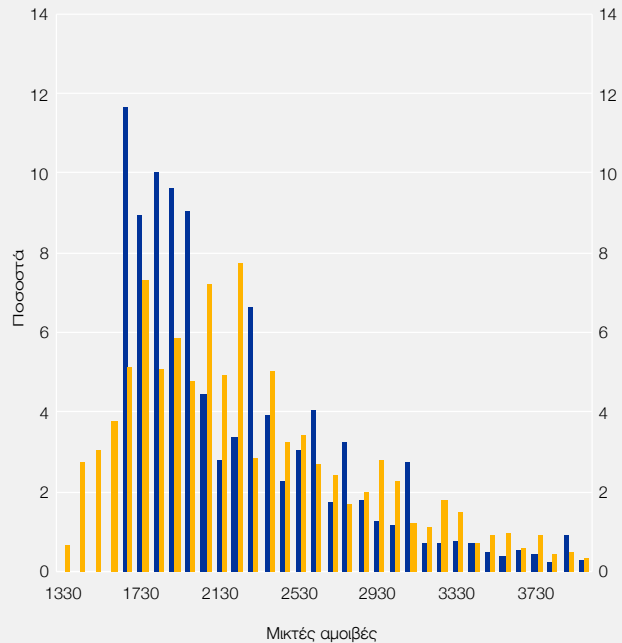
**Αμοιβές 2016: έως 850 ευρώ**

■ Ποσοστά εργαζομένων 2016  
■ Ποσοστά εργαζομένων 2023



**Αμοιβές 2016: πάνω από 1650 ευρώ**

■ Ποσοστά εργαζομένων 2016  
■ Ποσοστά εργαζομένων 2023



Πηγή: Π/Σ Εργάνη, επεξεργασία από την Τράπεζα της Ελλάδος.

Σημείωση: Η κάθε ράβδος αντιπροσωπεύει 20 ευρώ στο διάγραμμα με αμοιβές έως 850 ευρώ και 80 ευρώ στο διάγραμμα με αμοιβές πάνω από 1.650 ευρώ. Δεν απεικονίζονται αμοιβές άνω των 4.000 ευρώ

απολαβές (άνω των 1.650 ευρώ το 2016), ελέγχοντας πάλι για χαρακτηριστικά εργοδότη και εργαζομένου, είχαν μια εκτιμώμενη μέση αύξηση των ονομαστικών αμοιβών κατά 0,7%, δηλαδή κατά μέσο όρο οι μισθοί παρέμειναν ουσιαστικά αμετάβλητοι. Αν ληφθεί υπόψη ότι την περίοδο 2016-2023 το επίπεδο των τιμών με βάση τον Δείκτη Τιμών Καταναλωτή αυξήθηκε σωρευτικά κατά 16% περίπου, συνάγεται ότι, σε πραγματικούς όρους, υπήρξαν μισθολογικές αυξήσεις στις χαμηλά αμειβόμενες θέσεις εργασίας, ενώ στις υψηλότερα αμειβόμενες θέσεις εργασίας (πάνω από 1.650 ευρώ το 2016) υπήρξαν σημαντικές μειώσεις.

Οι μισθολογικές αυξήσεις είναι σημαντικά πιο συγκρατημένες στις μικρές επιχειρήσεις (που απασχολούν έως 10 εργαζόμενους) όσον αφορά τις χαμηλά αμειβόμενες θέσεις εργασίας, ενώ για τις υψηλά αμειβόμενες θέσεις εργασίας παρατηρείται μείωση της τάξεως του 10% (βλ. Πίνακα 1). Στις επιχειρήσεις μεγαλύτερου μεγέθους παρατηρείται ότι για τις θέσεις εργασίας με υψηλές απολαβές οι αυξήσεις είναι πολύ μικρές.

Συγκεκριμένα, μία θέση εργασίας που αμειβόταν με 1.750 ευρώ το 2016 σε μία εταιρία με πάνω από 1.000 εργαζόμενους, στον ίδιο κλάδο, για το ίδιο επάγγελμα, με τον ίδιο τύπο σύμβασης, με έναν εργαζόμενο στην ίδια ηλικιακή ομάδα, με το ίδιο φύλο, πλήρους απασχόλησης το 2023 αμειβόταν ονομαστικά με 1.781,50 ευρώ κατά μέσο όρο. Σε πραγματικούς όρους, το 2023, λόγω του πληθωρισμού, η αμοιβή ήταν περίπου 1.495 ευρώ (μείωση κατά 16%). Με την ίδια μέθοδο, μία θέση εργασίας που το 2016 αμειβόταν με 750 ευρώ, το 2023 αμειβόταν κατά μέσο όρο με 975 ευρώ ονομαστικά, ενώ σε πραγματικούς όρους η αμοιβή ήταν 819 ευρώ (αύξηση κατά 9,2%).

Οι μεταβολές αμοιβών των θέσεων εργασίας με χαμηλές απολαβές είναι πολύ μεγαλύτερες σε σχέση με αυτές των θέσεων εργασίας με υψηλές απολαβές, ανεξάρτητα από την ηλικία των εργαζομένων. Οι αμοιβές των εργαζομένων ηλικίας 15-24 ετών αυξήθηκαν κατά 37,6% την περίοδο 2016-2023, ενώ αντίστοιχα υψηλές είναι και οι

Πίνακας Α Μέση αύξηση μικτών αμοιβών 2016-2023 κατά μέγεθος επιχείρησης

	Μέγεθος επιχείρησης (αριθμός απασχολούμενων)				
	0-10	11-50	51-250	251-1000	1000+
Χαμηλές απολαβές (<850 το 2016)	24,6	28,2	29,7	31,9	30,0
Υψηλές απολαβές (>1.650 το 2016)	-9,9	0,1	1,9	-0,9	1,8

Πηγή: Π/Σ ΕΡΓΑΝΗ, επεξεργασία από την Τράπεζα της Ελλάδος.

αυξήσεις των εργαζομένων ηλικίας άνω των 65 ετών (40,4%). Ωστόσο, για τις θέσεις εργασίας με υψηλές αμοιβές, τα αποτελέσματα είναι διαφορετικά. Αυξήσεις αμοιβών παρατηρούνται μόνο για τις πιο μικρές ηλικιακές ομάδες, 25-34 και 35-44 ετών. Για τις ηλικιακές ομάδες άνω των 45 ετών οι αντίστοιχες θέσεις εργασίας έχουν χαμηλότερες ονομαστικές αμοιβές κατά μέσο όρο το 2023 σε σύγκριση με το 2016. Αυτό μπορεί να οφείλεται στη σταδιακή συνταξιοδότηση εργαζομένων με θεσμοθετημένες υψηλότερες απολαβές (π.χ. λόγω “τριετιών”) πριν από το μνημόνιο και την αντικατάστασή τους με νεότερους εργαζόμενους.

Πίνακας Β Μέση αύξηση μικτών αμοιβών 2016-2023 ανά ηλικιακή ομάδα

	Ηλικιακή ομάδα					
	15-24	25-34	35-44	45-54	55-64	65+
Χαμηλές απολαβές (<850 το 2016)	37,6	25,5	23,4	25,4	25,6	40,4
Υψηλές απολαβές (>1.650 το 2016)	--(*)	2,4	6,0	-2,2	-2,2	-7,0

Πηγή: Π/Σ ΕΡΓΑΝΗ, επεξεργασία από την Τράπεζα της Ελλάδος.

(\*) Δεν υπάρχουν επαρκή διαθέσιμα στατιστικά στοιχεία

### Συμπεράσματα

Η ανάλυση των στοιχείων του Π/Σ ΕΡΓΑΝΗ αναδεικνύει την ασύμμετρη μεταβολή της κατανομής αμοιβών μεταξύ των ετών 2016 και 2023. Οι διαδοχικές αυξήσεις του κατώτατου μισθού, σε συνδυασμό με τη στασιμότητα των υψηλότερων αμοιβών, οδήγησαν σε συμπύκνωση της κατανομής προς το κέντρο με ελαφρά μετατόπιση προς τα δεξιά. Τα ευρήματα της ανάλυσης οδηγούν στο συμπέρασμα ότι δεν αυξήθηκαν οι αμοιβές του πιο εξειδικευμένου εργατικού δυναμικού, που συνήθως βρίσκεται σε υψηλότερα κλιμάκια της κατανομής.

Συνεπώς, στο βαθμό που τα κίνητρα επιστροφής των εργαζομένων επηρεάζονται από το επίπεδο των μισθών, τα τελευταία έτη δεν φαίνεται να έχουν διαμορφωθεί οι κατάλληλες μισθολογικές συνθήκες για την προσέλκυση όσων έφυγαν στο εξωτερικό κατά τη διάρκεια της τελευταίας μεγάλης κρίσης. Μάλιστα, η προσέλκυση πιο ειδικευμένου προσωπικού έγινε πιο δύσκολη, αφού οι αμοιβές για τις αντίστοιχες θέσεις εργασίας εν τέλει μειώθηκαν σημαντικά σε πραγματικούς όρους εξαιτίας του πληθωρισμού. Ως εκ τούτου, η χώρα κινδυνεύει όχι μόνο να μη μπορεί να προσελκύσει τους εργαζόμενους που μετανάστευσαν στο εξωτερικό την περίοδο της κρίσης, αλλά και να συνεχίσει να χάνει πολύτιμο ανθρώπινο κεφάλαιο, με αρνητικές επιπτώσεις στις προοπτικές της τεχνολογικής πρόοδου και της οικονομικής ανάπτυξης.

### Πλαίσιο IV.4

#### ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΙΣ ΕΞΑΓΩΓΕΣ ΑΓΑΘΩΝ ΤΟ 2023

Τα τελευταία έτη έχει ενισχυθεί σημαντικά η εξωστρέφεια της ελληνικής οικονομίας. Με βάση τα στοιχεία του ισοζυγίου πληρωμών, το 2023 οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών ως ποσοστό του ΑΕΠ διπλασιάστηκαν συγκριτικά με το 2010 και ξεπέρασαν το επίπεδο του 2019. Αντίστοιχη πορεία ακολούθησε και ο δείκτης του βαθμού ανοίγ-

ματος της οικονομίας στο διεθνές εμπόριο,<sup>1</sup> που πλέον ανέρχεται σε 94% (από 50% το 2010 και 80% το 2019). Ωστόσο, το 2023 καταγράφηκε μείωση τόσο της αξίας όσο και του όγκου των συνολικών εξαγωγών αγαθών της χώρας. Η εξέλιξη αυτή στο σύνολο των αγαθών προέκυψε ως συνισταμένη αντίθετων τάσεων που καταγράφηκαν τόσο ανά περιοχή προορισμού των εξαγωγών όσο και ανά προϊόν.

Στο παρόν πλαίσιο παρουσιάζονται οι εξελίξεις στις εξαγωγές αγαθών το 2023 και κυρίως αναλύονται τόσο σε επίπεδο γεωγραφικής περιοχής όσο και σε επίπεδο βασικών κατηγοριών προϊόντων, ώστε να αναδειχθούν οι διαφορετικές τάσεις που επικράτησαν. Τέλος, εξετάζονται οι πρόσφατες εξελίξεις στις σχετικές τιμές εξαγωγών-εισαγωγών.

### Διάρθρωση των εξαγωγών αγαθών κατά γεωγραφική περιοχή προορισμού

Οι χώρες της ΕΕ αποτελούν τους κύριους προορισμούς των εξαγωγών αγαθών της χώρας. Συγκεκριμένα, την περίοδο 2019-2023 το 41% των συνολικών εξαγωγών αγαθών κατευθύνθηκαν σε χώρες της ευρωζώνης (ΕΖ) και το 14% στις λοιπές (εκτός ΕΖ) χώρες της ΕΕ. Το υπόλοιπο 45% των συνολικών εξαγωγών αγαθών απορροφήθηκε από τρίτες χώρες, κυρίως ανεπτυγμένες οικονομίες και χώρες των Δυτικών Βαλκανίων. Αυτό καταδεικνύει την εξάρτηση των ελληνικών εξαγωγών από τις εξελίξεις στις χώρες της ΕΕ. Ακόμη πιο έντονη γίνεται αυτή η εξάρτηση αν εξαιρέσουμε τις εξαγωγές καυσίμων, οι οποίες αντιπροσωπεύουν σχεδόν το 1/3 των συνολικών εξαγωγών αγαθών και κατευθύνονται κυρίως σε τρίτες χώρες.<sup>2</sup> Το ήμισυ σχεδόν των εξαγωγών λοιπών – εκτός καυσίμων – αγαθών απορροφάται από τις χώρες της ΕΖ και επιπλέον 15% από τις υπόλοιπες χώρες της ΕΕ, ενώ το μερίδιο των τρίτων χωρών ανέρχεται σε περίπου 35%. Συνεπώς, οι εξελίξεις στις εξαγωγές καυσίμων καθορίζονται κυρίως από τις τρίτες χώρες, ενώ στις εξαγωγές εκτός καυσίμων από τις εξελίξεις στις οικονομίες των κρατών-μελών της ΕΕ.

### Εξελίξεις στις εξαγωγές αγαθών το 2023<sup>3</sup>

Η παραπάνω διάρθρωση των εξαγωγών δεν μεταβλήθηκε το 2023, αφού το 57% των εξαγωγών της χώρας κατευθύνθηκε σε κράτη-μέλη της ΕΕ, ενώ οι τρίτες χώρες απορρόφησαν το υπόλοιπο. Με βάση τα εμπορευματικά στοιχεία των εξαγωγών, σε σταθερούς όρους, οι εξαγωγές αγαθών της χώρας μειώθηκαν κατά 3,5% το 2023. Η εξέλιξη αυτή αντανάκλα τη μείωση των εξαγωγών των λοιπών αγαθών κατά 5%, η οποία αντισταθμίστηκε μερικώς από την αύξηση των εξαγωγών καυσίμων κατά 1,3%. Ειδικότερα, η αύξηση των εξαγωγών καυσίμων οφείλεται στην άνοδο των εξαγωγών προς τρίτες χώρες και λιγότερο προς χώρες της ζώνης του ευρώ, ενώ αρνητική συμβολή είχαν οι αντίστοιχες εξαγωγές προς τις λοιπές χώρες της ΕΕ. Αναφορικά με τα λοιπά αγαθά, μείωση καταγράφηκε σε όλες τις παραπάνω περιοχές, με τη σημαντικότερη αρνητική συμβολή να προέρχεται κυρίως από τις χώρες της ΕΖ και τρίτες χώρες, και δευτερευόντως από τις λοιπές χώρες της ΕΕ (βλ. Διάγραμμα Α).

Στην ανάλυση ανά προϊόν εκτός καυσίμων,<sup>4</sup> η μείωση των εξαγωγών το 2023 προέρχεται κυρίως από τους κλάδους της κλωστοϋφαντουργίας και των βασικών μετάλλων. Οι εξαγωγές από τους δύο αυτούς κλάδους είχαν καταγράψει άνοδο τη διετία 2021-2022.<sup>5</sup> Ειδικότερα, η μείωση στις εξαγωγές της κλωστοϋφαντουργίας περιλαμβάνει και την επίπτωση από τη μειωμένη παραγωγή βαμβακιού λόγω των φυσικών καταστροφών στη Θεσσαλία (βλ. παρακάτω). Παράλληλα, μείωση καταγράφηκε και στις εξαγωγές τροφίμων και ποτών, αν και αντισταθμίστηκε μερικώς από τη θετική συμβολή των εξαγωγών καπνού. Ειδικότερα για τις χώρες της ΕΖ, θετική συμβολή είχαν οι εξαγωγές φαρμακευτικών προϊόντων. Επίσης, αύξηση κατέγραψαν οι εξαγωγές προϊόντων μηχανολογικού και μεταφορικού εξοπλισμού στις λοιπές χώρες της ΕΕ και στις τρίτες χώρες αντίστοιχα (Διάγραμμα Β).

1 Ορίζεται ως το άθροισμα των εισαγωγών και των εξαγωγών προς το ΑΕΠ.

2 Ειδικότερα, τα 2/3 των εξαγωγών καυσίμων κατευθύνονται σε τρίτες χώρες και μόνο το 1/3 σε χώρες της ΕΕ.

3 Στην παρούσα ανάλυση χρησιμοποιήθηκαν τα εμπορευματικά στοιχεία από τη βάση δεδομένων COMEXT, τα οποία έχουν αποπληθωριστεί με τον αντίστοιχο δείκτη τιμών παραγωγού για τις εξαγωγές, ώστε να εκφραστούν σε σταθερές τιμές.

4 Σημειώνεται ότι την περίοδο 2019-2022 οι εξαγωγές τροφίμων, ποτών και καπνού αποτελούσαν το 27% των εξαγωγών αγαθών εκτός καυσίμων. Οι κατηγορίες των βασικών μετάλλων και του μηχανολογικού εξοπλισμού αντιπροσωπεύουν περίπου το 15% η καθεμία, ενώ οι κατηγορίες των χημικών, των φαρμακευτικών και των προϊόντων κλωστοϋφαντουργίας το 10% η καθεμία. Το υπόλοιπο αφορά λοιπά προϊόντα, κυρίως μεταποίησης. Το 2023 η διάρθρωση αυτή δεν μεταβλήθηκε σημαντικά, με εξαίρεση τα προϊόντα της κλωστοϋφαντουργίας και των βασικών μετάλλων, το μερίδιο των οποίων μειώθηκε.

5 Η μείωση των εξαγωγών συνάδει και με τη μείωση του δείκτη βιομηχανικής παραγωγής το 2023 στους κλάδους της ένδυσης, των κλωστοϋφαντουργικών υλών και των βασικών μετάλλων.

Αναλύοντας τις εξαγωγές κατά περιοχή και κατά προϊόν, η μείωση των εξαγωγών προς την ΕΖ προήλθε από τους κλάδους κυρίως των βασικών μετάλλων και δευτερευόντως της κλωστοϋφαντουργίας και αντισταθμίστηκε μερικώς από την αύξηση των εξαγωγών φαρμακευτικών προϊόντων. Ο περιορισμός των εξαγωγών προς τις λοιπές χώρες της ΕΕ συνδέεται με τον κλάδο της κλωστοϋφαντουργίας και των χημικών και δευτερευόντως με τα βασικά μέταλλα και τα τρόφιμα-ποτά, αν και καταγράφηκε θετική συμβολή από τα προϊόντα μηχανολογικού εξοπλισμού. Τέλος, η συρρίκνωση των εξαγωγών προς τρίτες χώρες αντανακλά τη μείωση των εξαγωγών κυρίως κλωστοϋφαντουργικών προϊόντων και τροφίμων, ποτών και καπνού καθώς και βασικών μετάλλων. Η εξέλιξη αυτή αντισταθμίστηκε μερικώς από την άνοδο των εξαγωγών μεταφορικού εξοπλισμού.

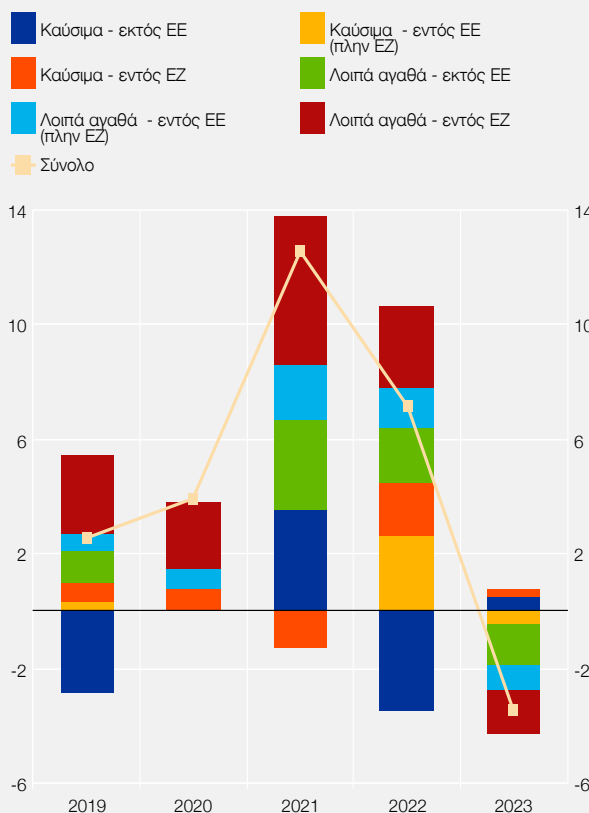
Αναλύοντας τις εξαγωγές σύμφωνα με το τεχνολογικό τους περιεχόμενο, το 2023, περίπου το 15% των συνολικών εξαγωγών βιομηχανικών προϊόντων (ή το 6% των συνολικών εξαγωγών αγαθών) αφορούσε προϊόντα υψηλής τεχνολογίας.<sup>6</sup> Αν και το μερίδιο των αγαθών αυτών είναι σχετικά μικρό συγκρινόμενο με εκείνο των χωρών της ΕΕ, μεταξύ 2017-2023, οι εξαγωγές προϊόντων υψηλής τεχνολογίας, σε όρους αξίας, διπλασιάστηκαν λόγω της έντονης αύξησης των εξαγωγών ηλεκτρονικών υπολογιστών και ηλεκτρονικών ειδών.<sup>7</sup>

Οι μειωμένες εξαγωγές αγαθών, ιδίως προς τις χώρες της ΕΖ και της ΕΕ, συνδέονται με την περιορισμένη ζήτηση στην κατηγορία των βασικών μετάλλων και της κλωστοϋφαντουργίας. Έτσι, το μερίδιο αγοράς των ελληνικών εξαγωγών στις αγορές αυτές δεν μειώθηκε το 2023, εξέλιξη που συνάδει με τη συρρίκνωση της ζήτησης στις εν λόγω αγορές. Επιπροσθέτως, η διατήρηση των μεριδίων αγοράς των ελληνικών εξαγωγών μπορεί να αποτελέσει εφελκυστικό για την αύξησή τους σε συνάρτηση με την αναμενόμενη άνοδο της ζήτησης από τις χώρες αυτές (βλ. Διάγραμμα Γ).

Το α' τρίμηνο του 2024, συγκριτικά με την αντίστοιχη περίοδο του 2023, συνεχίστηκε η μείωση των εξαγωγών αγαθών, εξέλιξη που αντανακλά πρωτίστως τον περιορισμό στις εξαγωγές αγαθών εξαιρουμένων των καυσίμων προς τις χώρες της ΕΖ και δευτερευόντως των καυσίμων προς τις λοιπές (εκτός ΕΖ) χώρες της ΕΕ. Μικρή θετική συμβολή καταγράφηκε στις εξαγωγές καυσίμων εκτός της ΕΕ, η οποία όμως αντιστάθμισε μερικώς μόνο τη μείωση των αντίστοιχων εξαγωγών προς την ΕΕ. Η υψηλότερη συμβολή στη μείωση των εξαγωγών καταγράφηκε στα αγαθά εκτός καυσίμων, στους κλάδους των τροφίμων-ποτών και της κλωστοϋφαντουργίας-ένδυσης. Επιπροσθέτως, σημαντική ήταν η αρνητική συμβολή των εξαγωγών χημικών προϊόντων και μηχανολογικού εξοπλισμού προς τις χώρες της ΕΕ εκτός ΕΖ, καθώς και των φαρμακευτικών προϊόντων προς την ΕΖ.

Διάγραμμα Α Συμβολές στη μεταβολή των εξαγωγών αγαθών

(ποσοστιαίες μονάδες, σταθερές τιμές\*)



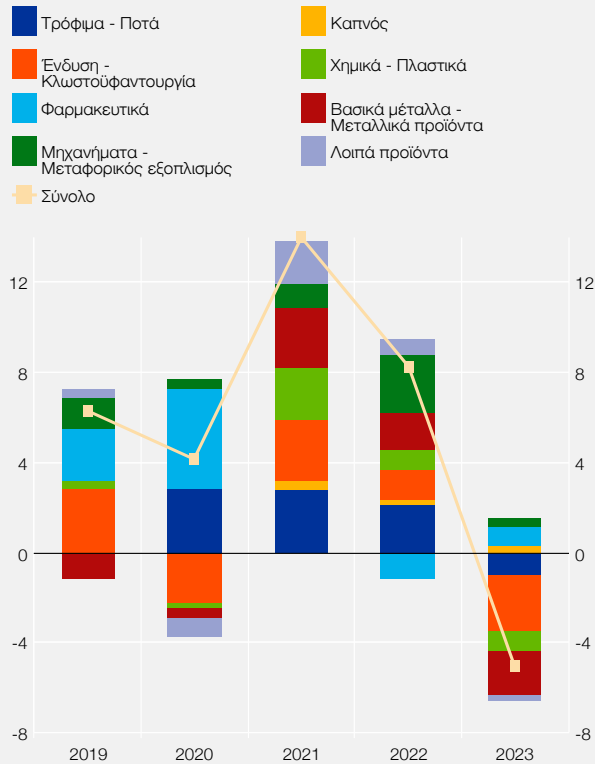
Πηγές: Στοιχεία εμπορευματικών συναλλαγών της Eurostat (COMEXT database) και ΕΛΣΤΑΤ, επεξεργασία από την Τράπεζα της Ελλάδος. \* Τα μεγέθη είναι αποπληθωρισμένα με τον αντίστοιχο δείκτη τιμών παραγωγού για τις εξαγωγές της ΕΛΣΤΑΤ.

6 Στα προϊόντα υψηλής τεχνολογίας περιλαμβάνονται εννέα ομάδες προϊόντων (σύμφωνα με την ταξινόμηση SITC-Rev. 4) και συγκεκριμένα: αεροδιαστημική, υπολογιστές και μηχανές γραφείου, ηλεκτρονικά-τηλεπικοινωνίες, φαρμακευτικά, επιστημονικά όργανα, ηλεκτρικά μηχανήματα, χημικά, μη ηλεκτρικά μηχανήματα και οπλισμός.

7 Σημειώνεται ότι περίπου το 73% των προϊόντων υψηλής τεχνολογίας εξάγονται προς χώρες της ΕΕ.

**Διάγραμμα Β Συμβολές στη μεταβολή των εξαγωγών αγαθών εκτός καυσίμων**

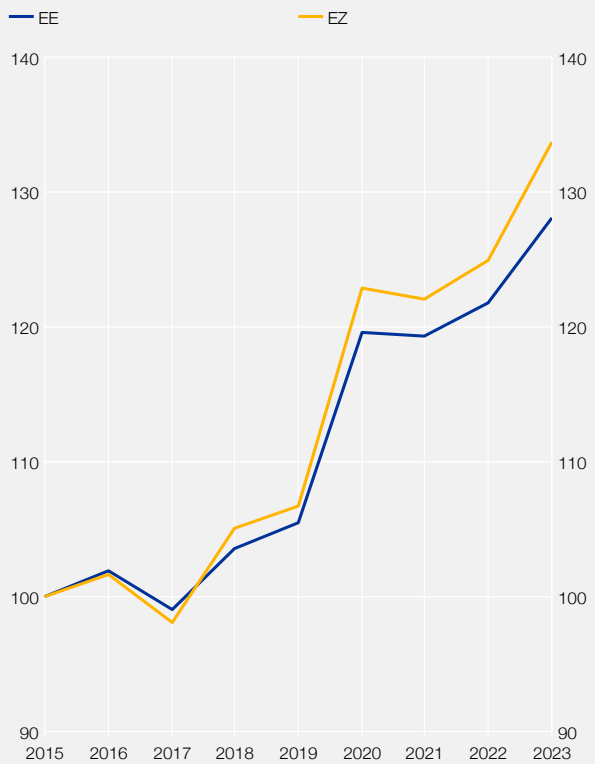
(ποσοστιαίες μονάδες, σταθερές τιμές\*)



Πηγές: Στοιχεία εμπορευματικών συναλλαγών της Eurostat (COMEXT database) και ΕΛΣΤΑΤ, επεξεργασία από την Τράπεζα της Ελλάδος.  
\* Τα μεγέθη είναι αποτιληθωρισμένα με τον αντίστοιχο δείκτη τιμών παραγωγού για τις εξαγωγές της ΕΛΣΤΑΤ.

**Διάγραμμα Γ Εξέλιξη μεριδίων αγοράς των ελληνικών αγαθών χωρίς καύσιμα στις αγορές της ΕΕ και της ΕΖ**

(δείκτης 2015=100)



Πηγές: Στοιχεία εμπορευματικών συναλλαγών της Eurostat (COMEXT database), επεξεργασία από την Τράπεζα της Ελλάδος.  
Σημείωση: Ποσοστά των εισαγωγών από την Ελλάδα στο σύνολο των εισαγωγών κάθε περιοχής.

### Επιπτώσεις από τις φυσικές καταστροφές

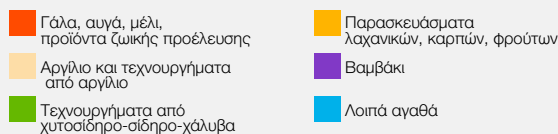
Οι συνέπειες της κλιματικής αλλαγής είναι ήδη ορατές, καθώς οι φυσικές καταστροφές είναι πολύ μεγαλύτερες από ό,τι τα προηγούμενα έτη και πλέον πιο συχνές ακόμη κι αν είναι παροδικές. Οι φυσικές καταστροφές πλήττουν πρωτίστως τον πρωτογενή τομέα (ειδικότερα την αγροτική παραγωγή), αλλά και τη βιομηχανική παραγωγή στο βαθμό που επηρεάζονται οι παραγωγικές εγκαταστάσεις και υποδομές ή οι πρώτες ύλες που προέρχονται από τον πρωτογενή τομέα. Το 2023 η περιφέρεια Θεσσαλίας επλήγη από σοβαρές φυσικές καταστροφές, που προκάλεσαν ζημιές, μεταξύ άλλων, και στην παραγωγή.<sup>8</sup> Στις εξαγωγές της περιφέρειας Θεσσαλίας κυριαρχούν ορισμένα προϊόντα αγροτικής παραγωγής (γάλα, αυγά, μέλι και “προϊόντα ζωικής προέλευσης”), τα παρασκευάσματα λαχανικών, καρπών και φρούτων, το αργίλιο και τα τεχνουργήματα από αργίλιο, καθώς και το βαμβάκι. Από την εν λόγω περιφέρεια την τελευταία πενταετία (2019-2023) προέρχεται μικρό μερίδιο (το 4,1%) των συνολικών εξαγωγών αγαθών της χώρας, ωστόσο το μερίδιό της ως προς τις συγκεκριμένες κατηγορίες προϊόντων είναι ιδιαίτερα υψηλό: 30,5% στις συνολικές εξαγωγές βαμβακιού της χώρας, 22,9% στα προαναφερθέντα προϊόντα αγροτικής παραγωγής, 22,4% στα παρασκευάσματα λαχανικών, καρπών και φρούτων και 11,3% στο αργίλιο και τα τεχνουργήματα από αργίλιο.<sup>9</sup> Λόγω των απροσδόκητα έντονων φυσικών φαινομένων, οι συνολικές

8 Σημειώνεται ότι σύμφωνα με στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ για το 2021 η περιφέρεια Θεσσαλίας αντιπροσωπεύει μερίδιο 5,2% στο συνολικό ΑΕΠ της Ελλάδος, 7% στην απασχόληση του συνολικού ενεργού πληθυσμού και 10,7% στη συνολική έκταση της χώρας.

9 Τα στοιχεία για την περιφερειακή κατανομή των εξαγωγών, κυρίως για το ενδοκοινοτικό εμπόριο, καθορίζονται από την έδρα της εταιρίας ή της ατομικής επιχείρησης που πραγματοποιεί την εξαγωγική δραστηριότητα. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να εμφανίζεται υψηλή η συμμετοχή περιφερειών στις οποίες εδρεύει μία μεγάλη εταιρία, όπως η περιφέρεια Αττικής (54,5% κατά μέσο όρο την περίοδο 2019-2023) και δευτερευόντως η περιφέρεια Κεντρικής Μακεδονίας (15,7% την τελευταία πενταετία), ενώ το ποσοστό στις άλλες περιφέρειες ενδεχομένως να υποεκτιμάται.

## Διάγραμμα Δ Εξαγωγές της περιφέρειας Θεσσαλίας (σε όρους αξίας)

## α) Συμβολή των κυριότερων αγαθών στο σύνολο (μέσος όρος 2019-2023) (ποσοστά %)

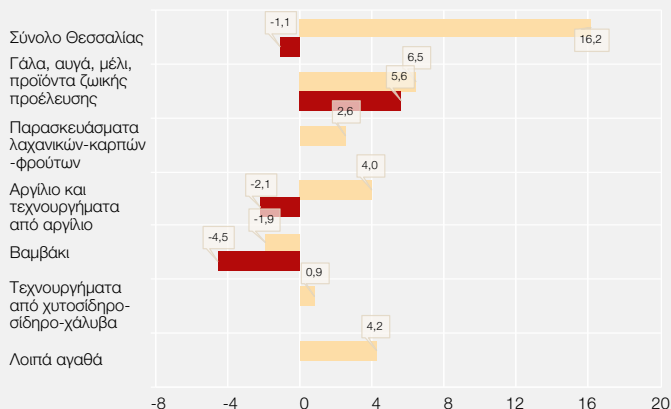


## β) Μεταβολή εξαγωγών και συμβολή στη μεταβολή από τα κυριότερα αγαθά

(ποσοστά % και ποσοστιαίες μονάδες)

2022/2021

2023/2022



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ.

Σημείωση: Συνδυασμένη ονοματολογία Eurostat σε διψήφια ανάλυση.

εξαγωγές αγαθών από την περιφέρεια περιορίστηκαν κατά 1,1% το 2023 έναντι του προηγούμενου έτους. Από τις κατηγορίες αγαθών, η μεγαλύτερη αρνητική συμβολή στη συνολική μείωση προήλθε από τη συρρίκνωση της παραγωγής βαμβακιού (4,5 ποσοστιαίες μονάδες), η οποία αντανακλάται και στη μείωση των εξαγωγών του κλάδου της κλωστοϋφαντουργίας στο σύνολο της χώρας. Άλλες 2,1 ποσοστιαίες μονάδες προήλθαν από τις μειωμένες εξαγωγές αργιλίου και τεχνουργημάτων από αργίλιο (βλ. Διάγραμμα Δ).

## Εξελίξεις στις σχετικές τιμές

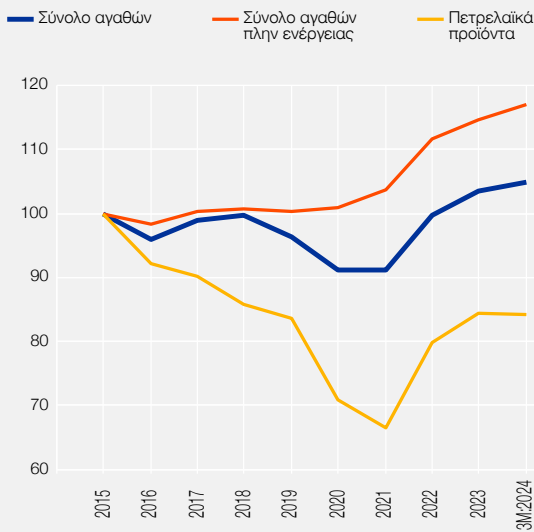
Οι εξελίξεις στις εισπράξεις από εξαγωγές αγαθών καθορίζονται τόσο από τον όγκο (ποσότητες) των εμπορευμάτων όσο και από τις τιμές αυτών. Συγκεκριμένα, η αύξηση των τιμών των εξαγόμενων αγαθών συμβάλλει στην αύξηση της αξίας των εξαγωγών αγαθών, εφόσον οι ποσότητες παραμείνουν αμετάβλητες, και – τουλάχιστον βραχυχρόνια – μπορεί να συντελέσει στη βελτίωση του ισοζυγίου αγαθών. Η συνολική επίδραση των τιμών στο ισοζύγιο όμως καθορίζεται από τις τιμές τόσο των εξαγομένων όσο και των εισαγομένων. Συνεπώς, οι όροι εμπορίου (terms of trade) αναφέρονται στις σχετικές τιμές στις οποίες μια χώρα διαθέτει τα αγαθά και τις υπηρεσίες της στις διεθνείς αγορές σε σύγκριση με τις αντίστοιχες τιμές των εισαγωγών της, επιδρώντας στην πορεία του εξωτερικού ισοζυγίου και εν τέλει στην ανταγωνιστικότητα και την ευημερία. Μια επιδείνωση (βελτίωση) στους όρους εμπορίου μιας χώρας σημαίνει ότι η συγκεκριμένη χώρα αγοράζει λιγότερα (περισσότερα) εισαγόμενα προϊόντα για κάθε μονάδα της αξίας των εξαγωγών της.<sup>10</sup> Στην Ελλάδα, οι σχετικές τιμές των συνολικών αγαθών επιδεινώθηκαν σημαντικά την περίοδο 2018-2020, με βασικό παράγοντα τους όρους εμπορίου των ενεργειακών αγαθών, και δη των πετρελαϊκών προϊόντων, που υπέστησαν αξιοσημείωτη πτώση. Αν για τη συγκεκριμένη περίοδο εξαιρεθούν τα ενεργειακά αγαθά από το σύνολο, η πτώση στις σχετικές τιμές είναι ηπιότερη. Επιπροσθέτως, οι σχετικές τιμές των τροφίμων και των βασικών μετάλλων σημειώνουν αξιόλογη άνοδο από το 2021 και έπειτα, ενώ ο κλάδος των φαρμακευτικών ακολουθεί με πιο ήπια πορεία – με εξαίρεση τη σημαντική βελτίωση

<sup>10</sup> Οι όροι εμπορίου υπολογίζονται ως ο λόγος των τιμών των αγαθών και υπηρεσιών που εξάγονται προς τις τιμές των εισαγόμενων αγαθών και υπηρεσιών.

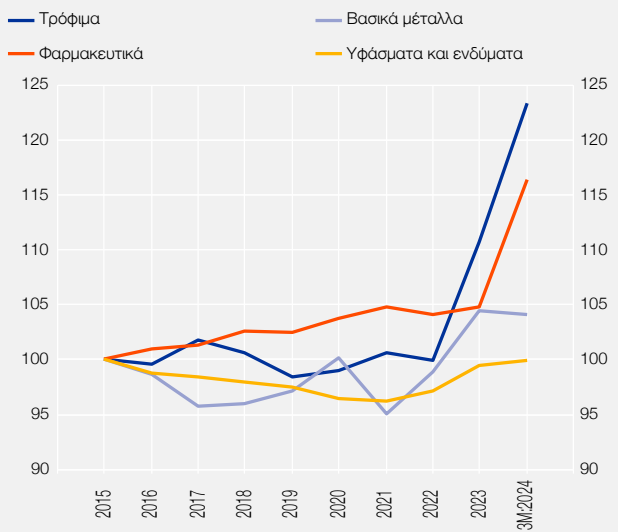
Διάγραμμα Ε Δείκτες όρων εμπορίου αγαθών

(δείκτης 2015=100)

α) Κύριοι δείκτες



β) Δείκτες βασικών κλάδων



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, επεξεργασία από την Τράπεζα της Ελλάδος.

το α΄ τρίμηνο του 2024. Σημαντικό ρόλο στον κλάδο των τροφίμων φαίνεται να διαδραμάτισε η αύξηση της τιμής του ελαιολάδου, με τη σωρευτική μεταβολή να ανέρχεται σε 56,3% μεταξύ 2021 και 2023 (με βάση τον ορισμό του εθνικού δείκτη τιμών καταναλωτή). Όσον αφορά τις σχετικές τιμές των βασικών μετάλλων, η αύξησή τους ενδεχομένως συνδέεται με τη βελτίωση της ποιότητας του τελικού παραγόμενου προϊόντος ή τη στροφή της παραγωγής προς υψηλότερης προστιθέμενης αξίας προϊόντα (βλ. Διάγραμμα Ε).<sup>11</sup>

**Συμπεράσματα – Προοπτικές για τις ελληνικές εξαγωγές**

Τα τελευταία έτη έχει ενισχυθεί σημαντικά η εξωστρέφεια της ελληνικής οικονομίας, αν και το 2023 καταγράφηκε μείωση των ελληνικών εξαγωγών. Το εξωτερικό περιβάλλον χαμηλών ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης και ζήτησης από πλευράς των κύριων εμπορικών εταίρων της χώρας, σε συνδυασμό με τις γεωπολιτικές εξελίξεις, μπορεί να ερμηνεύσει μέρος της κάμψης που καταγράφηκε. Ωστόσο, παρά αυτό το δυσμενές περιβάλλον, και την αβεβαιότητα που συνδέεται με την κλιματική αλλαγή, η εξαγωγική επίδοση των ελληνικών προϊόντων δεν έχει επηρεαστεί αρνητικά, αφού το μερίδιο των ελληνικών εξαγωγών στις αγορές της ΕΖ και της ΕΕ παρέμεινε σταθερό ή και κατέγραψε βελτίωση. Το γεγονός αυτό μπορεί να αποτελέσει εφελκύριο για τη δυναμική άνοδο των εξαγωγών όταν ενισχυθεί η εξωτερική ζήτηση από τις χώρες αυτές.

Ενθαρρυντική εξέλιξη αποτελεί και ο υπερδιπλασιασμός της αξίας των εξαγωγών προϊόντων υψηλής τεχνολογίας τα τελευταία έτη (2017-2023), αν και εξακολουθούν να αποτελούν μικρό μερίδιο στο σύνολο των εξαγωγών αγαθών της χώρας. Η ενίσχυση της εξωστρέφειας της ελληνικής οικονομίας θα πρέπει να ενταθεί τα επόμενα έτη, τόσο σε όρους όγκου όσο και σε όρους αξίας. Προς την κατεύθυνση αυτή, σημαντικό ρόλο μπορούν να διαδραματίσουν αφενός η επιτάχυνση των διαρθρωτικών αλλαγών και η αποτελεσματική αξιοποίηση των πόρων του ευρωπαϊκού Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας και αφετέρου η βελτίωση της διαφοροποίησης των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών, καθώς και η ενίσχυση των κλάδων παραγωγής αγαθών υψηλής τεχνολογίας.

11 Στην Ελλάδα οι όροι εμπορίου αγαθών μειώνονταν έως το 2010, ενδεικτικό της χρόνιας απώλειας ανταγωνιστικότητας της χώρας – σε αντίθεση με τους όρους εμπορίου των υπηρεσιών, των οποίων η ανοδική πορεία ήταν επακόλουθο της συνεχούς ανάπτυξης του τουρισμού. Εν μέσω της ελληνικής ύφεσης, με τις εισαγωγές να είναι χαμηλότερες και την επιτακτική ανάγκη για εξαγωγικό αναπροσανατολισμό της οικονομίας, σημειώθηκε σημαντική βελτίωση των σχετικών τιμών αγαθών, η οποία αναστράφηκε από το 2018, με το 2020 – περίοδος της πανδημίας COVID-19 – να αποτελεί το χαμηλότερο σημείο, ενδεχομένως λόγω διαφοροποίησης στο μίγμα εισαγωγών (αυξημένη συμμετοχή φαρμάκων και ιατρικού εξοπλισμού, διαρκών καταναλωτικών αγαθών και κεφαλαιακού εξοπλισμού).

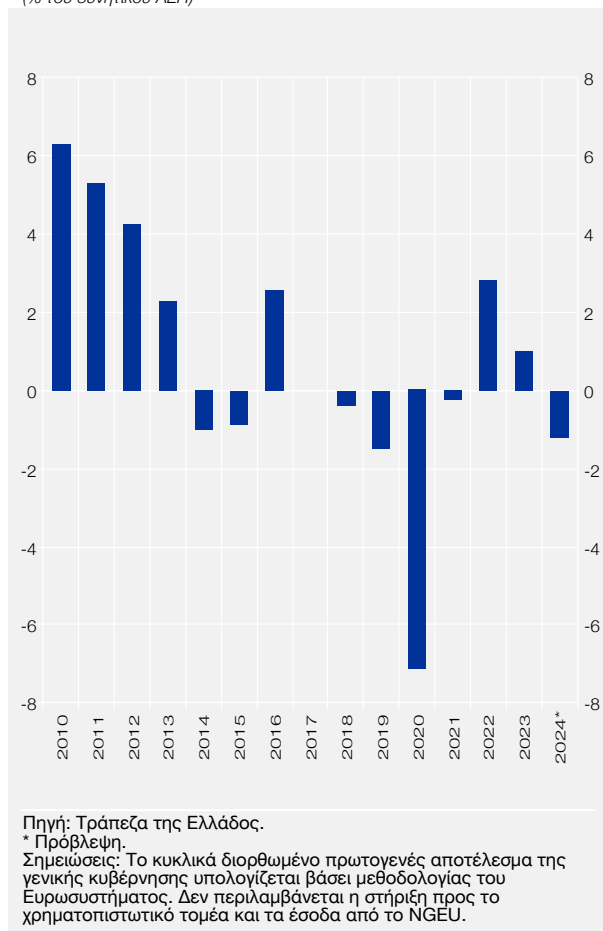


# V ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Η σημαντικά βελτιωμένη δημοσιονομική επίδοση του 2023 έναντι του στόχου διευκόλυνε την υιοθέτηση στοχευμένων δημοσιονομικών μέτρων για το 2024, επιπλέον των όσων είχαν προϋπολογιστεί, καθώς και την αύξηση των δημόσιων επενδύσεων. Δεδομένης της απενεργοποίησης της γενικής ρήτρας διαφυγής το 2024 και της εφαρμογής των νέων δημοσιονομικών κανόνων από το 2025, ο ρυθμός αύξησης των καθαρών πρωτογενών δημόσιων δαπανών οριοθετείται αυστηρά και η δυνατότητα χρηματοδότησης τυχόν αναγκαίων έκτακτων δημοσιονομικών μέτρων κατά τη διάρκεια του έτους καθίσταται περιορισμένη. Χάρη στη δημοσιονομική προσαρμογή των προηγούμενων ετών και την έγκαιρη άρση των προσωρινών μέτρων στήριξης που ελήφθησαν λόγω των διαδοχικών κρίσεων την περίοδο 2020-23, η προβλεπόμενη δημοσιονομική πορεία της Ελλάδος ικανοποιεί τους κανόνες του νέου πλαισίου δημοσιονομικής διακυβέρνησης. Η προσήλωση στο μεταρρυθμιστικό έργο κρίνεται αναγκαία προκειμένου να ολοκληρωθεί η αναδιάρθρωση του παραγωγικού υποδείγματος της ελληνικής οικονομίας που θα οδηγήσει σε υψηλούς και διατηρήσιμους ρυθμούς ανάπτυξης. Η διαφύλαξη της δημοσιονομικής αξιοπιστίας και η αποτελεσματική αξιοποίηση των ευρωπαϊκών πόρων θα διασφαλίσουν όχι μόνο τη διατήρηση της επενδυτικής βαθμίδας, αλλά και την περαιτέρω βαθμιαία βελτίωση της πιστοληπτικής διαβάθμισης της χώρας.

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

(% του δυνητικού ΑΕΠ)



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

Το πρώτο εξάμηνο του 2024 επιβεβαιώθηκε η σημαντική αύξηση του πρωτογενούς πλεονάσματος το 2023, που ξεπέρασε τις αρχικές αλλά και τις αναθεωρημένες προβλέψεις του Προϋπολογισμού. Η ευνοϊκή αυτή εξέλιξη αναμένεται να έχει θετική μεταφερόμενη επίδραση στα φορολογικά έσοδα του 2024, διευκολύνοντας την επίτευξη του δημοσιονομικού στόχου για το τρέχον έτος και παρέχοντας ταυτόχρονα το περιθώριο για την υιοθέτηση έκτακτων στοχευμένων δημοσιονομικών μέτρων.

Η ανάκτηση της επενδυτικής βαθμίδας το 2023 συνέβαλε τόσο στη βελτίωση του επενδυτικού κλίματος για την Ελλάδα όσο και στην αύξηση του επενδυτικού ενδιαφέροντος για τους ελληνικούς τίτλους.

<sup>1</sup> Στο κεφάλαιο αυτό έχουν ληφθεί υπόψη στοιχεία και πληροφορίες που είχαν δημοσιευθεί έως τις 12.6.2024.

Πίνακας V.1 Αποτελέσματα γενικής κυβέρνησης

(% του ΑΕΠ)

	2020	2021	2022	2023
<b>Αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης<sup>1</sup></b> (στοιχεία εθνικών λογαριασμών – κριτήριο σύγκλισης)	-9,8	-7,0	-2,5	-1,6
– Κεντρική κυβέρνηση	-10,2	-7,8	-3,6	-1,7
– Ασφαλιστικοί οργανισμοί, οργανισμοί τοπικής αυτοδιοίκησης και ΝΠΔΔ	0,4	0,8	1,2	0,1
<b>Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης</b>	-6,8	-4,5	0,0	1,9

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

Η ανάγκη διατήρησης της δημοσιονομικής υπευθυνότητας και περαιτέρω ενίσχυσης της ανθεκτικότητας της οικονομίας, στο πλαίσιο και των νέων κανόνων δημοσιονομικής διακυβέρνησης, αναδεικνύει τη σημασία της προσήλωσης στις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις και μελλοντικά. Η αποτελεσματική αξιοποίηση των πόρων του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας είναι καθοριστικός παράγοντας για την υλοποίηση των αναγκαίων μεταρρυθμίσεων, την προώθηση της έρευνας και της καινοτομίας, καθώς και την κάλυψη του επενδυτικού κενού της ελληνικής οικονομίας. Οι προϋποθέσεις αυτές είναι απαραίτητες προκειμένου να διασφαλιστεί όχι μόνο η διατήρηση της επενδυτικής βαθμίδας, αλλά και η περαιτέρω βαθμιαία βελτίωση της πιστοληπτικής διαβάθμισης της χώρας και η ενίσχυση της βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους.

## 2 ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΤΟ 2023

Η υπεραπόδοση των φορολογικών εσόδων έναντι των στόχων κατά το 2023 επέτρεψε τη χρηματοδότηση των έκτακτων δημοσιονομικών παρεμβάσεων που απαιτήθηκαν για την αντιμετώπιση της παρατεταμένης ενεργειακής κρίσης αλλά και των επιπτώσεων των ακραίων καιρικών φαινομένων, χωρίς εκτροχιασμό της δημοσιονομικής πορείας. Αντίθετα, χάρη σε αυτή την υπεραπόδοση, σε συνδυασμό με τη συγκράτηση των πρωτογενών δαπανών, το πρωτογενές αποτέλεσμα το 2023 παρουσίασε σημαντικά μεγαλύτερη βελτίωση έναντι του 2022 από την προβλεπόμενη. Ως εκ τούτου, η δημοσιονομική πολιτική εκτιμάται ότι παρέμεινε περιοριστική το 2023, παρά την επιτάχυνση των επενδυτικών δαπανών που χρηματοδοτούνται από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (βλ. Διάγραμμα V.1).

Ειδικότερα, σύμφωνα με την πρώτη κοινοποίηση των δημοσιονομικών στοιχείων της περιόδου 2020-2023 από την Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ) στο πλαίσιο της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος τον Απρίλιο του 2024, το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης για το 2023 διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 1,9% του ΑΕΠ (βλ. Πίνακα V.1), από ισοσκελισμένο πρωτογενές αποτέλεσμα το 2022 και έναντι εκτίμησης για πλεόνασμα 1,1% του ΑΕΠ στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2024. Το δημόσιο χρέος το 2023 αποκλιμακώθηκε σε 161,9% του ΑΕΠ, τη χαμηλότερη τιμή που έχει καταγραφεί από το 2010, από 172,7% του ΑΕΠ το 2022, ενώ μειώθηκε για πρώτη φορά από το 2019 κατά περίπου 100 εκατ. ευρώ. Η Ελλάδα σημείωσε τη δεύτερη μεγαλύτερη βελτίωση του πρωτογενούς δημοσιονομικού αποτελέσματος και αποκλιμάκωση του δημόσιου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ συγκριτικά με τις υπόλοιπες χώρες της ευρωζώνης, με το δημοσιονομικό έλλειμμα να παραμένει κάτω από το όριο 3% του ΑΕΠ με ασφαλές περιθώριο.

Στην υπέρβαση του στόχου των φορολογικών εσόδων, η οποία εντοπίζεται τόσο στους άμεσους όσο και στους έμμεσους φόρους, εκτιμάται ότι συνέβαλε η αύξηση των ηλεκτρονικών συναλλαγών και των φορολογικών ελέγχων, που οδήγησαν στη βελτίωση της εισπραξιμότητας των φόρων.

Η καλύτερη της προβλεπόμενης δημοσιονομική επίδοση το 2023 αναμένεται να έχει μεταφερόμενη θετική επίδραση το τρέχον έτος, η οποία προβλέπεται να αντισταθμιστεί αφενός από τα στοχευμένα δημοσιονομικά μέτρα που υιοθετήθηκαν για το 2024 επιπλέον του Προϋπολογισμού και αφετέρου από την αυξημένη δαπάνη για δημόσιες επενδύσεις χρηματοδοτούμενες από εθνικούς πόρους με συνολικό εκτιμώμενο δημοσιονομικό κόστος 0,2% του ΑΕΠ (βλ. ενότητα 3 του παρόντος κεφαλαίου).

Σύμφωνα με το Πρόγραμμα Σταθερότητας 2024 που κατατέθηκε στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή τον Απρίλιο, το 2024 προβλέπεται επίτευξη πρωτογενούς πλεονάσματος ύψους 2,1% του ΑΕΠ, αντίστοιχου με αυτό που προβλεπόταν στον Προϋπολογισμό, και περαιτέρω μείωση του δημόσιου χρέους σε 152,7% του ΑΕΠ, ενώ ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ προβλέπεται σε 2,5%, έναντι 2,9% στον Προϋπολογισμό. Επίσης, ο ρυθμός αύξησης των εθνικά χρηματοδοτούμενων καθαρών πρωτογενών δαπανών εκτιμάται σε 2,1%, εντός του ορίου που προβλέπεται στις συστάσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (η οποία προτείνει ρυθμό αύξησης έως 2,6%). Για το 2025 ο ρυθμός οικονομικής μεγέθυνσης προβλέπεται σε 2,6%, το πρωτογενές πλεόνασμα αναμένεται να παραμείνει σε 2,1% του ΑΕΠ, ενώ παράλληλα προβλέπεται περαιτέρω αποκλιμάκωση του δημόσιου χρέους σε 146,3% του ΑΕΠ. Η πρόβλεψη ενσωματώνει τη δημοσιονομική επίπτωση από: (α) τη μείωση στις ασφαλιστικές εισφορές (κόστος 225 εκατ. ευρώ), (β) την κατάργηση του τέλους επιτηδεύματος (κόστος 120 εκατ. ευρώ), (γ) τη μονιμοποίηση της επιστροφής του ΕΦΚ στο αγροτικό πετρέλαιο με νέα μέθοδο (κόστος περί τα 100 εκατ. ευρώ), (δ) την παράταση της αναστολής του ΦΠΑ στις νέες οικοδομές (κόστος 20 εκατ. ευρώ), (ε) την αύξηση του φοιτητικού στεγαστικού επιδόματος (κόστος 15 εκατ. ευρώ) και (στ) την αύξηση των συντάξεων με βάση το ρυθμό ανάπτυξης και τον πληθωρισμό (κόστος 400 εκατ. ευρώ).

Αντίστοιχα, σύμφωνα με την αναθεωρημένη πρόβλεψη της Τράπεζας της Ελλάδος, με βάση τα διαθέσιμα στοιχεία και τις παρεμβάσεις που έχουν εξαγγελθεί, το πρωτογενές πλεόνασμα το 2024 προβλέπεται να αυξηθεί σε 2,1% του ΑΕΠ και το δημόσιο χρέος να αποκλιμακωθεί σε 152,9% του ΑΕΠ.

Στον απόηχο της ανάκτησης της επενδυτικής βαθμίδας και της συνακόλουθης βελτίωσης του επενδυτικού κλίματος για την Ελλάδα, ο ΟΔΗΧ προχώρησε το 2024 σε επανεκδόσεις παλαιότερων τίτλων και σε νέες εκδόσεις ομολόγων, των οποίων η επιτυχία αποτυπώνει το ιδιαίτερα αυξημένο επενδυτικό ενδιαφέρον για τους ελληνικούς τίτλους. Αυτό οφείλεται αφενός στο ότι τα ελληνικά ομόλογα έχουν πλέον ένα μεγαλύτερο κοινό επενδυτών λόγω της ένταξής τους στους διεθνείς δείκτες και αφετέρου στην ισχυρή ζήτηση κρατικών τίτλων γενικότερα, εν όψει των προσδοκιών της αγοράς για σχετική χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής το δεύτερο εξάμηνο του έτους.

Ειδικότερα, το α' τρίμηνο του 2024 ο ΟΔΗΧ προέβη σε επανεκδόσεις του 5ετούς ομολόγου του 2023, από τις οποίες άντλησε συνολικά 700 εκατ. ευρώ με σημαντικά χαμηλότερες αποδόσεις έναντι τόσο της αρχικής έκδοσης όσο και των επανεκδόσεων του συγκεκριμένου τίτλου το 2023, επιβεβαιώνοντας την ισχυρή ζήτηση μεσοπρόθεσμων ελληνικών τίτλων εκ μέρους των επενδυτών. Το Φεβρουάριο του 2024 άντλησε 4 δισεκ. ευρώ από νέα έκδοση 10ετούς ομολόγου με απόδοση 3,478%, αισθητά χαμηλότερη από εκείνη της έκδοσης αντίστοιχης διάρκειας τον Ιανουάριο του 2023. Αξίζει να σημειωθεί ότι η συγκεκριμένη έκδοση πέτυχε ταυτόχρονα τρία ρεκόρ: (1) Συγκέντρωσε το μεγαλύτερο βιβλίο προσφορών που έχει σημειωθεί ποτέ για ελληνικό κρατικό τίτλο, καθώς ξεπέρασε τα 35 δισεκ. ευρώ, με το δείκτη κάλυψης να διαμορφώνεται σε 8,75x (έναντι 6,26x της προηγούμενης αντίστοιχης έκδοσης). (2) Η τιμολόγηση του ομολόγου έκλεισε με τη χαμηλότερη διαφορά απόδοσης (country premium) που έχει επιτευχθεί σε ελληνική έκδοση. (3) Είναι το μεγαλύτερο ποσό έκδοσης 10ετούς ομολόγου από το 2010. Το Φεβρουάριο έγινε επίσης επανέκδοση του 10ετούς ομολόγου του Ιανουαρίου 2023, από την οποία αντλήθηκαν 200 εκατ. ευρώ με χαμηλότερη απόδοση. Τον Απρίλιο ο ΟΔΗΧ προέβη σε επανέκδοση του 15ετούς ομολόγου που είχε εκδοθεί το Φεβρουάριο του 2020, αντλώντας 200 εκατ. ευρώ

με υψηλότερη απόδοση σε σύγκριση με την αρχική έκδοση. Τέλος, το Μάιο ο ΟΔΔΗΧ άντλησε 250 εκατ. ευρώ από την επανέκδοση του 10ετούς ομολόγου με απόδοση 3,51%, καθώς και 3 δισεκ. ευρώ από την έκδοση 30ετούς ομολόγου με απόδοση 4,241% και ισχυρό δείκτη κάλυψης, αποτυπώνοντας την ισχυρή ζήτηση κυρίως από διεθνείς επενδυτές. Κριτήριο για τη συγκεκριμένη έκδοση ήταν κυρίως η αποτύπωση της κατάλληλης (“δίκαιης”) τιμολόγησης για τη συγκεκριμένη διάρκεια στο μακροχρόνιο τμήμα της καμπύλης αποδόσεων.<sup>2</sup>

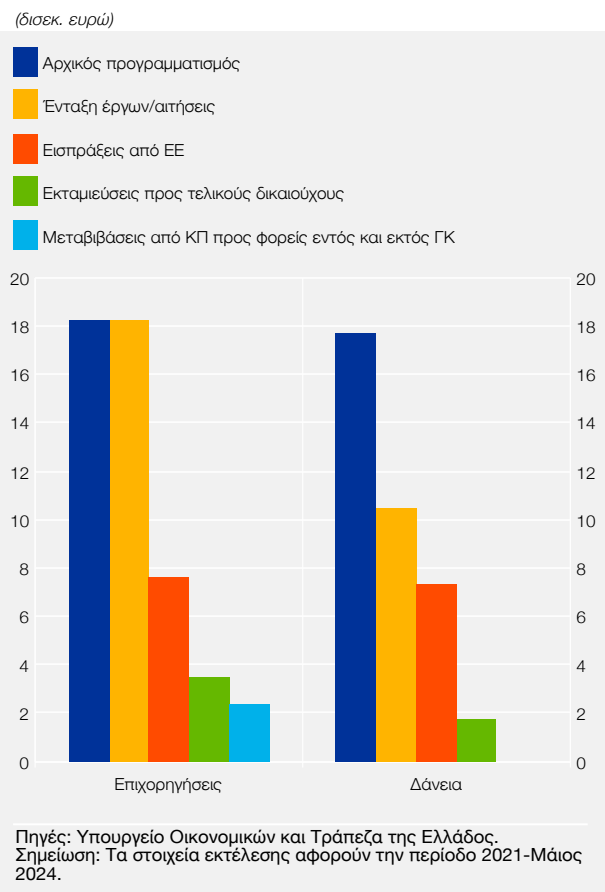
Παράλληλα, η βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση του Ελληνικού Δημοσίου συνέχισε να υλοποιείται μέσω εκδόσεων εντόκων γραμματίων διάρκειας 13, 26 και 52 εβδομάδων, μειώνοντας το απόθεμα των βραχυπρόθεσμων τίτλων κατά 1,3 δισεκ. ευρώ στα 10,8 δισεκ. ευρώ στο τέλος Μαΐου. Συνεχίστηκε επίσης ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός 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 διατηρήθηκαν σε υψηλό επίπεδο, ενισχυμένα μεταξύ άλλων από έσοδα αποκρατικοποιήσεων ύψους 916 εκατ. ευρώ, εκ των οποίων τα 760 εκατ. ευρώ από την πώληση μετοχών του Διεθνούς Αερολιμένα Αθηνών. Στο τέλος του α΄ τριμήνου του 2024 τα ταμειακά διαθέσιμα της γενικής κυβέρνησης διαμορφώθηκαν σε 35,7 δισεκ. ευρώ (από 33,6 δισεκ. ευρώ στο τέλος του 2023).<sup>3</sup>

Όσον αφορά την απορρόφηση των πόρων του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF), μέχρι στιγμής η Ελλάδα σημειώνει ικανοποιητική πρόοδο στην εκπλήρωση σχετικών οροσήμων και στόχων και στην είσπραξη των δόσεων. Ειδικότερα, η Ελλάδα έχει λάβει συνολικά 14,9 δισεκ. ευρώ (41% των διαθέσιμων πόρων), εκ των οποίων 7,3 δισεκ. ευρώ σε δάνεια (41% του συνόλου) και 7,6 δισεκ. ευρώ σε επιδοτήσεις (42% του συνόλου), έχοντας ολοκληρώσει το 23% των συμφωνημένων στόχων/οροσήμων.<sup>4</sup> Παράλληλα, τον Απρίλιο και τον Ιούνιο κατέθεσε αιτήματα είσπραξης της τέταρτης δόσης του σκέλους των δανείων (2,3 δισεκ. ευρώ) και των επιχορηγήσεων (1 δισεκ. ευρώ) αντίστοιχα.

Σχετικά με το δανειακό σκέλος του RRF, ικανοποιητική πρόοδος έχει συντελεστεί και ως προς την υπογραφή συμβάσεων δανείων. Αξιζει να σημειωθεί ότι ο προϋπολογισμός των συμβασιοποιημένων δανείων παρακολουθείται ως προαπαιτούμενος στόχος κατά την υποβολή αιτημάτων είσπραξης του δανειακού σκέλους του Μηχανισμού. Συγκεκριμένα, έως το τέλος Μαρτίου 2024 είχαν υποβληθεί 679 αιτήσεις για χρηματοδότηση μέσω δανείων του Μηχανισμού, προϋπολογισμού 9,9 δισεκ.

Διάγραμμα V.2 Μηχανισμός Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας



<sup>2</sup> Οι λεπτομέρειες των εκδόσεων δημοσιεύονται στην ιστοσελίδα του ΟΔΔΗΧ ([www.pdma.gr](http://www.pdma.gr)).

<sup>3</sup> Βλ. ΟΔΔΗΧ, Δελτίο Δημόσιου Χρέους Νο. 113, Μάρτιος 2024.

<sup>4</sup> Συνολικά, έχουν εκταμιευθεί 231 δισεκ. ευρώ (36% των συνολικών διαθέσιμων πόρων) από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή προς τις χώρες της ΕΕ, εκ των οποίων περίπου τα 2/3 αφορούν επιχορηγήσεις (41% του συνόλου) και το υπόλοιπο δάνεια (13% του συνόλου), μετά την υλοποίηση του 17% των συμφωνημένων στόχων/οροσήμων.

ευρώ, από τις οποίες 280 έχουν προχωρήσει σε υπογραφή σύμβασης έργων ύψους 4,7 δισεκ. ευρώ, επιτρέποντας την έγκαιρη υποβολή του αιτήματος της τέταρτης δόσης δανείων νωρίτερα από τον αρχικό σχεδιασμό. Σημειώνεται ότι σύμφωνα με την επιχειρησιακή συμφωνία της Ελλάδος με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή όσον αφορά τον RRF, το σύνολο των δανείων πρέπει να έχει συμβασιοποιηθεί έως το τέλος του 2026. Όσον αφορά τις εκταμιεύσεις προς τις επιχειρήσεις, αυτές αναμένεται να πραγματοποιούνται έως το 2029, καθώς τα δάνεια εκταμιεύονται τμηματικά, με βάση την πορεία υλοποίησης των έργων, σε βάθος χρόνου τριών ετών που θεωρείται η μέση κατασκευαστική περίοδος. Έως το τέλος Μαΐου 2024 ο προϋπολογισμός των συμβασιοποιημένων δανείων ανερχόταν σε 4,9 δισεκ. ευρώ και οι εκταμιεύσεις προς τις επιχειρήσεις ανέρχονταν σε 1,74 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 2023. Ειδικότερα, μέχρι το τέλος του 2023 ποσό ύψους 3,45 δισεκ. ευρώ είχε καταβληθεί στους τελικούς δικαιούχους, ενώ μέχρι τον Απρίλιο επιπλέον 2,4 δισεκ. ευρώ είχαν μεταβιβαστεί από τον κρατικό προϋπολογισμό προς φορείς εντός και εκτός της γενικής κυβέρνησης. Σύμφωνα με την αξιολόγηση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής,<sup>5</sup> καθυστερήσεις στις τελικές πληρωμές των πόρων για επιχορηγήσεις παρατηρούνται σε όλες τις χώρες και αντανakλούν πρωτίστως περιορισμούς των φορέων σε περιφερειακό και τοπικό επίπεδο ως προς τη διοικητική διεκπεραίωση και την υλοποίηση των σχεδίων.

Σύμφωνα με τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία, παρά την ικανοποιητική απορρόφηση των πόρων του RRF την περίοδο 2021-2023 έναντι του ευρωπαϊκού μέσου όρου, παρατηρήθηκε σημαντική υστέρηση στην εκτέλεση των δαπανών χρηματοδοτούμενων από τις επιχορηγήσεις του RRF σε σχέση με τον αρχικό σχεδιασμό. Δεδομένης της περιορισμένης διάρκειας ζωής του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης NGEU, χρειάζεται εντατικότερη προσπάθεια υλοποίησης των επενδυτικών σχεδίων ώστε να καταστεί δυνατή η πλήρης αξιοποίηση των θετικών επιδράσεων του μέσου αυτού στο ρυθμό ανάπτυξης και στην παραγωγικότητα της οικονομίας τα επόμενα χρόνια (βλ. Πλαίσιο V.1).

5 Βλ. European Commission, *Mid-term evaluation for the Recovery and Resilience Facility*, February 2024.

## Πλαίσιο V.1

### Η ΠΟΡΕΙΑ ΕΚΤΕΛΕΣΗΣ ΤΩΝ ΔΗΜΟΣΙΩΝ ΔΑΠΑΝΩΝ ΠΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΟΥΝΤΑΙ ΑΠΟ ΤΟΥΣ ΠΟΡΟΥΣ ΤΟΥ ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΥ ΑΝΑΚΑΜΨΗΣ ΚΑΙ ΑΝΘΕΚΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΣΕ ΧΩΡΕΣ ΤΗΣ ΕΕ

Ο ευρωπαϊκός Μηχανισμός Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (Recovery and Resilience Facility – RRF) πρόκειται να χρηματοδοτήσει με 648 δισεκ. ευρώ<sup>1</sup> πλήθος επενδύσεων και μεταρρυθμίσεων στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ). Σκοπός του μηχανισμού είναι να διευκολύνει την ανάπτυξη των κρατών-μελών, προκειμένου να ενισχυθεί η σύγκλιση και η συνοχή μεταξύ των ευρωπαϊκών οικονομιών. Βραχυπρόθεσμα, η αύξηση των δημόσιων επενδύσεων μέσω της αξιοποίησης των πόρων του RRF δημιουργεί δημοσιονομική ώθηση, σε μια περίοδο κατά την οποία απαιτείται εξυγίανση των εθνικών προϋπολογισμών και μείωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων. Μακροπρόθεσμα, η βασική επιδίωξη του μηχανισμού είναι να συμβάλει στον εκσυγχρονισμό των οικονομιών της Ευρώπης, επιταχύνοντας την πράσινη και ψηφιακή μετάβαση και ενισχύοντας την ανθεκτικότητά τους, με στόχο να αυξηθεί ο δυναμικός ρυθμός ανάπτυξης. Ο RRF είναι μέρος του ευρύτερου μέσου ανάκαμψης της ΕΕ (Next-GenerationEU – NGEU), το οποίο λειτουργεί ως κεντρικό ευρωπαϊκό εργαλείο άσκησης δημοσιονομικής πολιτι-

1 Εκ των οποίων 357 δισεκ. ευρώ με τη μορφή επιχορηγήσεων και 291 δισεκ. ευρώ με τη μορφή δανείων.

κής, με προσωρινό χαρακτήρα,<sup>2</sup> καθώς επιδιώκεται η χρηματοδότηση δημόσιων επενδύσεων με την έκδοση κοινού ευρωπαϊκού χρέους και παράλληλα η κινητοποίηση ιδιωτικών επενδύσεων.<sup>3</sup>

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δίνει ιδιαίτερη σημασία στην επιτυχή και έγκαιρη υλοποίηση των δημόσιων επενδύσεων που χρηματοδοτούνται από τον RRF, καθώς με αυτό τον τρόπο εξασφαλίζεται ο αντικυκλικός χαρακτήρας της δημοσιονομικής προσαρμογής που απαιτείται από πολλά κράτη-μέλη (ιδιαίτερα σε χώρες με υψηλό δημόσιο χρέος και μεγάλα δημοσιονομικά ελλείμματα). Ως εκ τούτου, στις κατευθυντήριες γραμμές για το συντονισμό των δημοσιονομικών πολιτικών στην ΕΕ,<sup>4</sup> η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ενθαρρύνει την πραγματοποίηση αυτών των δημόσιων δαπανών με το να εξαιρεί τη δημοσιονομική ώθηση που προκαλείται στην οικονομία από τη σύστασή της για τη συνολική κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής που θα πρέπει να ακολουθήσουν οι χώρες. Επιπρόσθετα, σύμφωνα με τους νέους δημοσιονομικούς κανόνες της ΕΕ, οι σχετικές δημόσιες δαπάνες εξαιρούνται από το λειτουργικό κανόνα δαπανών.<sup>5</sup>

Η τελική μακροοικονομική επίδραση του RRF στις ευρωπαϊκές οικονομίες εξαρτάται όχι μόνο από την έγκαιρη και αποτελεσματική εφαρμογή των εθνικών σχεδίων επενδύσεων και μεταρρυθμίσεων, αλλά και από το ύψος και την ταχύτητα της εκτέλεσης των δημόσιων επενδυτικών δαπανών από τα κράτη-μέλη. Τυχόν καθυστερήσεις στην είσπραξη των κονδυλίων ή στην εκταμίευσή τους προς τους τελικούς δικαιούχους για την υλοποίηση των επενδύσεων μειώνουν την αποτελεσματικότητα αυτού του ευρωπαϊκού μηχανισμού, μετριάζοντας το αναπτυξιακό του αποτύπωμα. Σκοπός του παρόντος πλαισίου είναι να παρουσιάσει τις τελευταίες εξελίξεις ως προς την αξιοποίηση των πόρων του RRF στην Ελλάδα και σε άλλες ευρωπαϊκές χώρες που είναι οι μεγαλύτεροι αποδέκτες των σχετικών κονδυλίων. Η ανάλυση δίνει έμφαση στο σκέλος των επιχορηγήσεων, ειδικότερα στην καθυστέρηση εκτέλεσης των σχετικών δαπανών που παρατηρήθηκε την περίοδο 2021-23 από τις περισσότερες χώρες, με μια σύντομη αναφορά στους λόγους που οδήγησαν σε αυτή την καθυστέρηση, η οποία είχε ως αποτέλεσμα το μετριασμό της βραχυπρόθεσμης μακροοικονομικής επίδρασης του RRF έναντι των αρχικών εκτιμήσεων.

### Σχεδιασμός του RRF

Ο RRF είναι ένα καινοτόμο μέσο πολιτικής που βασίζεται στις επιδόσεις όσον αφορά την υλοποίηση μεταρρυθμίσεων και επενδύσεων (performance-based policy instrument). Οι πόροι του RRF εκταμιεύονται σταδιακά και εμπροσθοβαρώς, υπό την προϋπόθεση της ικανοποιητικής εκπλήρωσης των συμφωνηθέντων οροσήμων και στόχων. Ο σχεδιασμός αυτός, σε συνδυασμό με τη στενή παρακολούθηση και παροχή τεχνικής βοήθειας από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, είναι ευνοϊκός για την έγκαιρη και αποτελεσματική εφαρμογή των εθνικών σχεδίων. Η προτεραιότητα στην υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων σε σχέση με τις επενδύσεις προωθεί τη βιωσιμότητα των εθνικών σχεδίων και υπογραμμίζει περαιτέρω το χαρακτήρα αιρεσιμότητας (conditionality) της χρηματοδότησης του RRF. Οι προγραμματισμένες εκταμιεύσεις μπορούν να ανασταλούν εάν τα ορόσημα και οι στόχοι δεν έχουν επιτευχθεί ικανοποιητικά, ενώ οι ήδη πραγματοποιηθείσες εκταμιεύσεις μπορούν να ανακληθούν σε περίπτωση εκ των υστέρων αντιστροφής των μεταρρυθμίσεων. Αντίθετα, τα υπόλοιπα ευρωπαϊκά σχήματα χρηματοδότησης από τα διαρθρωτικά ταμεία της ΕΕ βασίζονται κυρίως στην εκ των υστέρων εκτέλεση πληρωμών για συγκεκριμένα επενδυτικά έργα.

2 Το NGEU σχεδιάστηκε με αφορμή την πανδημία για να ενισχύσει την ανθεκτικότητα της ευρωπαϊκής οικονομίας μέσω της ψηφιακής και πράσινης μετάβασης. Στη συνέχεια, με αφορμή την ενεργειακή κρίση, ενσωματώθηκε σε αυτό και το εργαλείο RePowerEU για την επιτάχυνση της ενεργειακής μετάβασης. Το NGEU έχει διάρκεια ζωής έως τον Ιούνιο του 2026.

3 Με βάση την εμπειρία από τη διαχείριση των Ευρωπαϊκών Διαρθρωτικών Επενδυτικών Ταμείων (European Structural and Investment Funds, ESIF), η ενίσχυση των δημόσιων επενδύσεων συμβάλλει στην αύξηση και των ιδιωτικών επενδύσεων. Βλ. “Οι δημοσιονομικές συνέπειες της δέσμης μέτρων της ΕΕ για την ανάκαμψη”, ΕΚΤ, *Οικονομικό Δελτίο*, Τεύχος 6/2020.

4 Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εκδίδει συστάσεις για την κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής σε επίπεδο ΕΕ. Οι συστάσεις συμβάλλουν στην κατάρτιση των Προγραμμάτων Σταθερότητας και Ανάπτυξης (ΠΣΑ) από τα κράτη-μέλη, όπου οι εθνικές αρχές περιγράφουν τα μεσοπρόθεσμα δημοσιονομικά-διαρθρωτικά τους σχέδια. Βλ. Communication from the Commission to the Council: [Fiscal policy guidance for 2024](#) (March 2023), [Fiscal policy guidance for 2023](#) (March 2022). (Αρχή 4: Προώθηση δημοσιονομικών στρατηγικών που συνάδουν με μια μεσοπρόθεσμη προσέγγιση της δημοσιονομικής προσαρμογής, λαμβάνοντας υπόψη τον RRF).

5 Βλ. *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2023*, Ειδικό Θέμα Κεφ. V “Νέοι δημοσιονομικοί κανόνες στο πλαίσιο της αναθεώρησης της οικονομικής διακυβέρνησης της ΕΕ”.

### Προκλήσεις υλοποίησης των εθνικών σχεδίων: υποεκτέλεση δημόσιων δαπανών που σχετίζονται με τις επιχορηγήσεις του RRF

Η κατανομή των δημόσιων δαπανών που χρηματοδοτούνται από τα κονδύλια του RRF επηρεάζει την τελική μακροοικονομική επίδραση του μηχανισμού, καθώς διαφορετικά είδη δαπανών έχουν διαφορετικό δημοσιονομικό πολλαπλασιαστή. Σύμφωνα με την κατανομή των κονδυλίων στα εθνικά σχέδια των ευρωπαϊκών χωρών, κατά μέσο όρο το 70% των δημόσιων δαπανών που χρηματοδοτούνται από τις επιχορηγήσεις του RRF κατανέμονται σε δημόσιες επενδύσεις, με σχετικά υψηλό δημοσιονομικό πολλαπλασιαστή. Το υπόλοιπο 30% των δαπανών κατανέμονται σε καταναλωτικές δαπάνες και δαπάνες κοινωνικής πρόνοιας (όπως επιδοτήσεις και κοινωνικές μεταβιβάσεις), με σχετικά χαμηλότερο δημοσιονομικό πολλαπλασιαστή.

Η πλήρης εφαρμογή των εθνικών σχεδίων αξιοποίησης των κονδυλίων αναμένεται να έχει θετική μακροοικονομική επίπτωση στην ευρωπαϊκή οικονομία. Σύμφωνα με την ΕΚΤ,<sup>6</sup> η αξιοποίηση των πόρων του NGEU συνολικά μπορεί να αυξήσει το ΑΕΠ της ευρωζώνης έως και κατά 1,5% μέχρι το 2026, μέσω της εφαρμογής των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, της δημοσιονομικής ώθησης και της μείωσης των ασφαλιστρών κινδύνου για τα κράτη-μέλη. Η μακροοικονομική επίπτωση αναμένεται να είναι σημαντικά μεγαλύτερη για τις χώρες που επωφελούνται περισσότερο από τα κονδύλια του RRF (όπως η Ελλάδα<sup>7</sup>). Ωστόσο, τα αποτελέσματα αυτά προϋποθέτουν τόσο την έγκαιρη ικανοποίηση των σχετικών οροσήμων και στόχων, ώστε να εξασφαλιστεί η είσπραξη των κονδυλίων, όσο και την έγκαιρη εκτέλεση των δημόσιων δαπανών.

Η εμπειρία της περιόδου 2021-23 δείχνει ότι ορισμένοι κίνδυνοι υλοποίησης των εθνικών σχεδίων έχουν ήδη πραγματοποιηθεί, με αποτέλεσμα την υποεκτέλεση των δημόσιων δαπανών που χρηματοδοτούνται από τους πόρους του RRF και την αναβολή τους για τα επόμενα έτη (οπισθοβαρής ανακατανομή δαπανών), παρά το σχετικά ικανοποιητικό βαθμό είσπραξης των κονδυλίων.<sup>8</sup> Σε πολλές χώρες οι πραγματοποιηθείσες δημόσιες δαπάνες που χρηματοδοτούνται από τις επιχορηγήσεις του RRF ήταν αρκετά χαμηλότερες σε σχέση με τις αρχικές προβλέψεις των εθνικών σχεδίων (Διάγραμμα Α). Η προς τα κάτω αναθεώρηση των συναφών δαπανών (υποεκτέλεση) ήταν ιδιαίτερα σημαντική το 2022 (περίπου 0,6% του ΑΕΠ κατά μέσο όρο), σχεδόν διπλάσια σε σχέση με το 2021. Την περίοδο 2021-23, σε ορισμένες χώρες μάλιστα όπως η Κροατία, η Ελλάδα και η Βουλγαρία, η υποεκτέλεση εκτιμάται περίπου στο 1% του ΑΕΠ κατά μέσο όρο. Η Ελλάδα καταγράφει σημαντική υστέρηση στην εκτέλεση των συναφών δαπανών σε σχέση με τον αρχικό σχεδιασμό (-0,8% του ΑΕΠ το 2021, -1,3% του ΑΕΠ το 2022, -0,8% του ΑΕΠ το 2023). Ειδικότερα, σωρευτικά την περίοδο 2021-23 στην Ελλάδα, μόνο το 45% των συνολικών κονδυλίων των επιχορηγήσεων του RRF που έχουν εισπραχθεί μέχρι στιγμής έχει διοχετευθεί στην πραγματική οικονομία, κυρίως σε έργα που αφορούν την πράσινη μετάβαση και δράσεις για την ενίσχυση της απασχόλησης, των δεξιοτήτων και της κοινωνικής συνοχής.

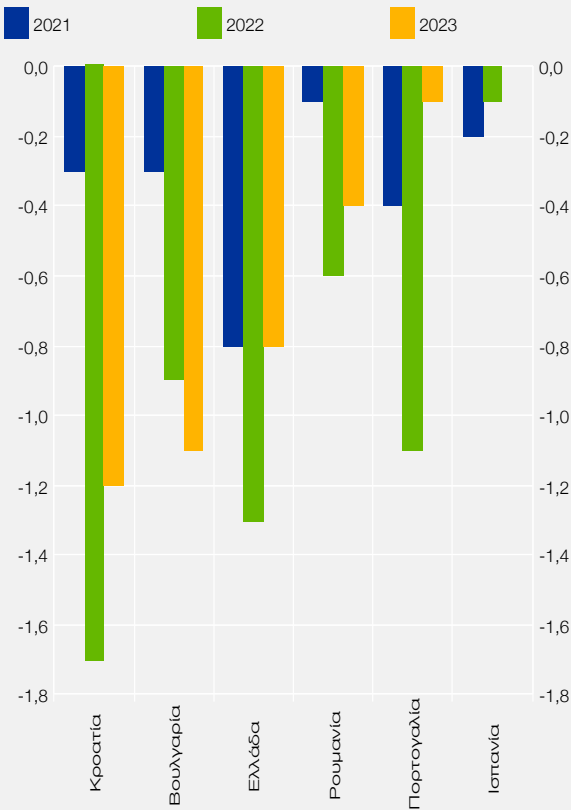
6 Bańkowski, K., O. Bouabdallah, J. Domingues Semeano, E. Dorrucchi, M. Freier, P. Jacquino, W. Modery, M. Rodríguez-Vives, V. Valenta and N. Zorell (2022), "[The economic impact of Next Generation EU: a euro area perspective](#)", ECB Occasional Paper No. 291.

7 Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος (*Νομισματική Πολιτική 2020-2021*, Πλαίσιο IV.1 "Εκτίμηση των επιδράσεων του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας στην ελληνική οικονομία", Ιούνιος 2021), συνδυαστικά οι δαπάνες και οι μεταρρυθμίσεις του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας της Ελλάδος αυξάνουν το ΑΕΠ κατά 6,9% μέχρι το 2026 στο βασικό σενάριο. Τα οφέλη αυτά παραμένουν μακροχρόνια, λόγω της επίδρασης των μεταρρυθμίσεων. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, στο βασικό σενάριο προσομοίωσης, η πλήρης εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων και των επενδυτικών δράσεων του εθνικού σχεδίου και η αποτελεσματική αξιοποίηση των διαθέσιμων κονδυλίων αναμένεται να οδηγήσουν σε αύξηση του ΑΕΠ κατά 4,5% στην Ελλάδα (European Commission, "[Mid-Term Evaluation of the Recovery and Resilience Facility. Strengthening our Union through ambitious reforms and investments](#)", Institutional Paper 269, 22 February 2024 και Pfeiffer, P., J. Varga and J. in 't Veld (2023), "[Unleashing Potential: Model-Based Reform Benchmarking for EU Member States](#)").

8 Συνολικά, μέχρι το Μάιο του 2024 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχει εκταμιεύσει 233 δισεκ. ευρώ (36% των συνολικών διαθέσιμων πόρων) στα κράτη-μέλη, εκ των οποίων το 64% αφορά επιχορηγήσεις και το υπόλοιπο 36% αφορά δάνεια. Ως προς το βαθμό συμμόρφωσης με τις προαπαιτούμενες δράσεις, κατά μέσο όρο οι χώρες έχουν ολοκληρώσει το 19% των συμφωνημένων στόχων/οροσήμων των προγραμμάτων τους. Η Ελλάδα συγκαταλέγεται στους πρωτοπόρους της ΕΕ, έχοντας εισπράξει συνολικά το 41% των διαθέσιμων πόρων, μετά την ολοκλήρωση του 23% των συμφωνημένων στόχων/οροσήμων.

**Διάγραμμα Α Υποεκτέλεση δημόσιων δαπανών χρηματοδοτούμενων από επιχορηγήσεις του RRF**

(εκτίμηση 2021-23, σε ποσ. μον. του ΑΕΠ)



Πηγή: European Commission, European Semester – Spring package: Assessment of National Reforms & Stability/Convergence Programmes, Fiscal Statistical Tables, May 2023 vs. June 2021. Για Ελλάδα: Πρόγραμμα Σταθερότητας 2024-25 (Απρίλιος 2024). Σημείωση: Στο διάγραμμα περιλαμβάνεται ένα περιορισμένο δείγμα χωρών που επωφελούνται περισσότερο από τα κονδύλια του RRF (ως ποσοστό του ΑΕΠ) και για τις οποίες υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία. Η εκτίμηση προκύπτει από τη σύγκριση μεταξύ των τελευταίων διαθέσιμων ανακοινωμένων στοιχείων και των προβλέψεων που περιλαμβάνονται στα εθνικά ΠΣΑ (Ιούνιος 2021).

δαπανών που σχετίζονται με δημόσια επενδυτικά έργα χρηματοδοτούμενα από ευρωπαϊκά κονδύλια ήταν χαμηλότερες σε σχέση με τις προβλεπόμενες δαπάνες που συνδέονται με επιχορηγήσεις από τον RRF. Πιο συγκεκριμένα, τα στοιχεία της Ευρωπαϊκής Επιτροπής δείχνουν ότι στον τελευταίο κύκλο του Πολυετούς Δημοσιονομικού Πλαισίου (ΠΔΠ) (Multiannual Financial Framework, MFF) περίπου το 50% των διαθέσιμων δεσμευμένων κονδυλίων των διαρθρωτικών ταμείων τελικά δαπανήθηκε σε έναν χρονικό ορίζοντα αντίστοιχο με αυτόν του μέσου ανάκαμψης NGEU.<sup>11</sup> Μέχρι στιγμής, ο ρυθμός εκτέλεσης των δαπανών RRF είναι, κατά μέσο όρο, παρόμοιος με εκείνον των ευρωπαϊκών διαρθρωτικών ταμείων, γεγονός που δείχνει ότι χρειάζεται σημαντική

Οι λόγοι για την καθυστέρηση της εκτέλεσης των δημόσιων δαπανών που σχετίζονται με τον RRF είναι δύσκολο να εξακριβωθούν και ποικίλλουν μεταξύ των διαφόρων χωρών. Σύμφωνα με αναλύσεις των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος, εντοπίζονται ως πιθανές αιτίες τα εξής: (1) Διοικητικά εμπόδια, που μπορεί να οφείλονται σε υπερβολικό φόρτο λόγω ταυτόχρονης υλοποίησης επενδυτικών δράσεων άλλων κοινοτικά χρηματοδοτούμενων προγραμμάτων,<sup>9</sup> πολύπλοκες εσωτερικές διαδικασίες, συμμετοχή πολλών φορέων στη διαχείριση και υλοποίηση των εθνικών σχεδίων, καθώς και πιθανές συγκρούσεις συμφερόντων και αρμοδιοτήτων μεταξύ της κεντρικής διοίκησης και των περιφερειακών διοικήσεων. Επίσης, σε ορισμένες περιπτώσεις ενδέχεται να υπάρχει ελλιπής τεχνική κατάρτιση του ανθρώπινου δυναμικού της δημόσιας διοίκησης πάνω στο σχεδιασμό αξιόπιστων επενδυτικών έργων, αλλά και στην αξιολόγηση των σχεδίων που υποβάλλονται από ιδιωτικές εταιρίες. (2) Καθυστερήσεις στην κοστολόγηση των έργων, λαμβάνοντας υπόψη την επίπτωση της ενεργειακής κρίσης και της απότομης αύξησης του πληθωρισμού από το 2022 και μετά. (3) Προβλήματα στην πλευρά της προσφοράς, αναφορικά τόσο με την προμήθεια υλικών, λόγω και της γεωπολιτικής αβεβαιότητας, όσο και με την προσφορά εργασίας.<sup>10</sup> (4) Άλλα προβλήματα, όπως η έλλειψη ανταγωνισμού, η έλλειψη διαφάνειας στους διαγωνισμούς και οι καθυστερήσεις στην ανάθεση συμβάσεων, που μεταξύ άλλων οδηγούν σε χρονοβόρες δικαστικές διαμάχες.

Μέχρι στιγμής αναμένεται ότι η υστέρηση εκτέλεσης των δαπανών που σχετίζονται με τον RRF θα αντισταθμιστεί τα επόμενα χρόνια. Ωστόσο, η υποεκτέλεση των δαπανών καταδεικνύει τις δυσκολίες υλοποίησης των επενδυτικών προγραμμάτων. Με βάση τις προηγούμενες επιδόσεις των χωρών της ΕΕ, οι συνολικές πληρωμές

9 Θα πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι για τις εθνικές αρχές, η υλοποίηση του RRF προστίθεται στην υλοποίηση δράσεων για την απορρόφηση κονδυλίων από τα διαρθρωτικά ταμεία (ΕΣΠΑ 2021-27).  
 10 Ειδικότερα, οι επενδύσεις που σχετίζονται με την πράσινη και ψηφιακή μετάβαση είναι εντάσεως συγκεκριμένων βιομηχανικών εισροών, οι οποίες βρίσκονται σε έλλειψη προσφοράς παγκοσμίως και ενδέχεται να εμποδίσουν την εκτέλεση των έργων.  
 11 Για την Ελλάδα το αντίστοιχο ποσοστό απορρόφησης ανέρχεται στο 56% σωρευτικά για περίοδο 6 ετών. Για τις υπόλοιπες χώρες που είναι οι κύριοι δικαιούχοι των πόρων του RRF οι αντίστοιχοι ρυθμοί απορρόφησης είναι: Κροατία: 49%, Ισπανία: 43%, Ρουμανία: 49%, Πορτογαλία: 63%, Βουλγαρία: 53% (Πηγή: [EC Cohesion Open Data Platform](#)).



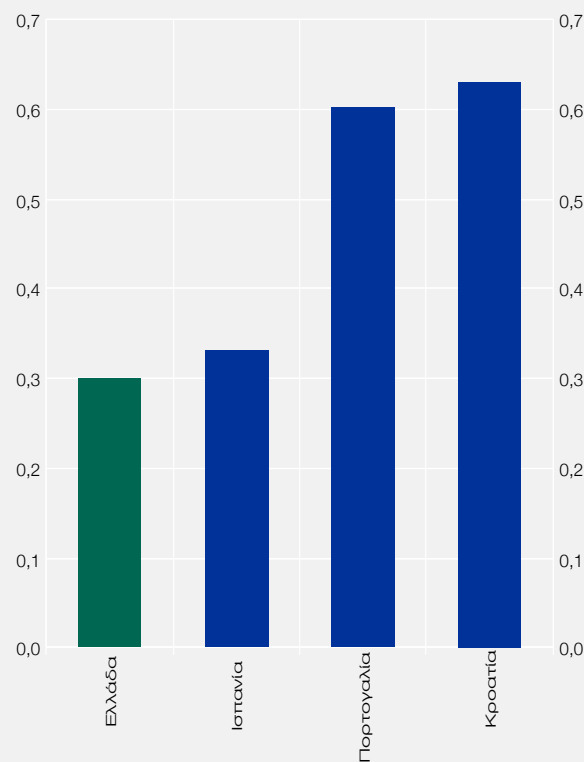
επιτάχυνση προκειμένου να αξιοποιηθούν στο σύνολό τους οι επιχορηγήσεις του RRF μέχρι το 2026.

Ο παρατηρούμενος χαμηλός ρυθμός εκτέλεσης των δημόσιων δαπανών του RRF ενέχει τους ακόλουθους κινδύνους: (1) Ένα σημαντικό μέρος των διαθέσιμων κονδυλίων ενδέχεται να μην εισπραχθεί μέχρι το 2026, καθώς η εκπλήρωση των στόχων και οροσήμων συνδέεται άμεσα με την πρόοδο των έργων και την ολοκλήρωσή τους σε σχετικά σύντομο χρονικό διάστημα. (2) Η μη είσπραξη των σχετικών ευρωπαϊκών πόρων για την ολοκλήρωση των συμβασιοποιημένων έργων ενδέχεται να οδηγήσει στην ένταξή τους στο εθνικό Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων και στην ανάγκη χρηματοδότησής τους από εθνικούς πόρους, γεγονός που θα έχει επίπτωση στα δημοσιονομικά μεγέθη.<sup>12</sup> (3) Παρά το γεγονός ότι η ταχύτητα απορρόφησης δεν αποτελεί αντιπροσωπευτικό δείκτη για την αποτελεσματική και αποδοτική αξιοποίηση των ευρωπαϊκών πόρων, η πρακτική των συνεχόμενων καθυστερήσεων και της οπισθοβαρούς κατανομής των σχετικών δαπανών προς το τέλος της προγραμματικής περιόδου μπορεί να οδηγήσει σε σπατάλες και κακοδιαχείριση.<sup>13</sup>

Ως αποτέλεσμα της υποεκτέλεσής τους, οι δημόσιες δαπάνες που χρηματοδοτούνται από ευρωπαϊκούς πόρους (συμπεριλαμβανομένου του RRF) προκαλούν μικρότερη δημοσιονομική ώθηση σε σύγκριση με την προβλεπόμενη. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, η δημοσιονομική πολιτική στις χώρες της ευρωζώνης ήταν πιο περιοριστική κατά περίπου 0,2 ποσ. μον. του δυναμικού ΑΕΠ κατά μέσο όρο ετησίως την περίοδο 2021-23 έναντι των αρχικών προβλέψεων, λόγω της υποεκτέλεσης δημόσιων δαπανών RRF.<sup>14</sup> Ειδικότερα στην Ελλάδα και την Ισπανία, η δημοσιονομική πολιτική ήταν πιο περιοριστική κατά 0,3 ποσ. μον. του δυναμικού ΑΕΠ, σε σύγκριση με 0,6 ποσ. μον. στην Πορτογαλία και την Κροατία (Διάγραμμα Β). Επίσης, η υποεκτέλεση των σχετικών δαπανών συνετέλεσε ώστε η συμβολή των συνολικών επενδύσεων στο ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας ήταν μικρότερη. Στην Ελλάδα η σωρευτική συμβολή των συνολικών επενδύσεων στο ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ την περίοδο 2021-23 ήταν μικρότερη κατά 2,2 ποσ. μον. έναντι των αρχικών προβλέψεων (σε σύγκριση με 6,2 ποσ. μον. στην Κροατία και 5,8 ποσ. μον. στην Ισπανία) (Διάγραμμα Γ).

### Διάγραμμα Β Κατεύθυνση δημοσιονομικής πολιτικής

(εκτίμηση μ.ο. 2021-2023, σε ποσ. μον. του δυναμικού ΑΕΠ)



Πηγή: European Commission: European Semester – Spring package: Assessment of National Reforms & Stability/Convergence Programmes, Fiscal Statistical Tables, June 2021, May 2022, May 2023. | Fiscal Statistical Tables to the assessment of the 2024 Draft Budgetary Plans, November 2023.

Σημειώσεις: Στο διάγραμμα εμφανίζεται η διαφορά στη συμβολή των δαπανών που χρηματοδοτούνται από ευρωπαϊκούς πόρους (συμπεριλαμβανομένων των επιχορηγήσεων RRF) στην κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής, για τις χώρες του Διαγράμματος Α που ανήκουν στην ευρωζώνη. Η εκτίμηση προκύπτει από τη σύγκριση μεταξύ των τελευταίων διαθέσιμων ανακοινωμένων στοιχείων και των προβλέψεων που περιλαμβάνονται στα εθνικά ΠΣΑ. Θετικό (αρνητικό) πρόσημο σημαίνει υποεκτέλεση (υπέρβαση) των καθαρών πρωτογενών δαπανών σε σχέση με το μεσοπρόθεσμο δυναμικό ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ, υποδηλώνοντας περιοριστική (επεκτατική) κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής.

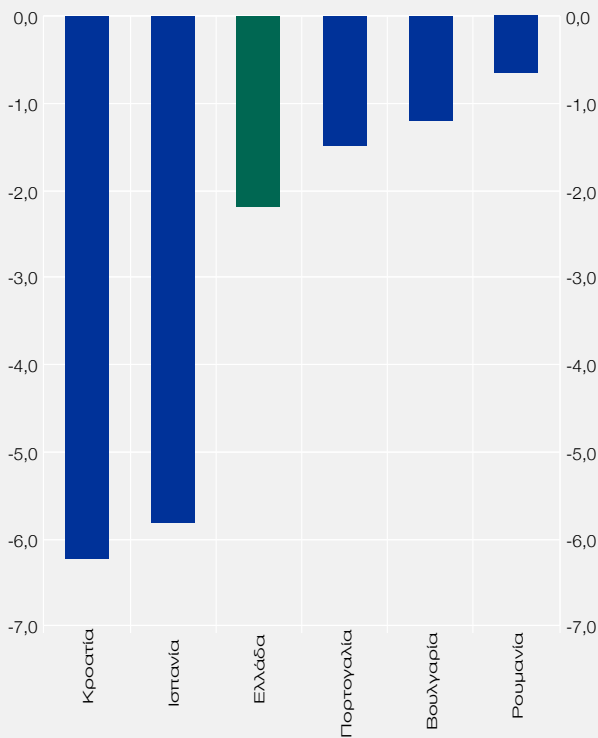
12 Οι επιχορηγήσεις που χρηματοδοτούνται από τον RRF είναι δημοσιονομικά ουδέτερες.

13 European Court of Auditors (2018), "Commission's and Member States' actions in the last years of the 2007-2013 programmes tackled low absorption but had insufficient focus on results", Special Report, No. 17.

14 Σύμφωνα με τον ορισμό της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής μετρά τη μεταβολή των πρωτογενών δαπανών, εξαιρουμένων των κυκλικών δαπανών που αφορούν επιδόματα ανεργίας, μείον τα διακριτικά μέτρα στην πλευρά των εσόδων, αλλά συμπεριλαμβανομένης της μεταβολής των δαπανών που χρηματοδοτούνται από τις επιχορηγήσεις του RRF και άλλα κονδύλια της ΕΕ, σε σχέση με τη μεσοπρόθεσμη (10ετή) αύξηση του δυναμικού ΑΕΠ, σε ονομαστικούς όρους (βλ. [Fiscal surveillance indicators used in the assessment of the Stability or Convergence Programmes – Definition of fiscal stance and its components](#)).

**Διάγραμμα Γ Σωρευτική συμβολή των επενδύσεων (ακαθάριστος σχηματισμός πάγιου κεφαλαίου) στο ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ την περίοδο 2021-2023**

(σφάλμα πρόβλεψης, σε ποσ. μον.)



Πηγή: Eurostat και European Commission, European Semester – Spring package: Assessment of National Reforms & Stability/Convergence Programmes, Fiscal Statistical Tables, June 2021.

Σημειώσεις: Το σφάλμα πρόβλεψης προκύπτει από τη σύγκριση μεταξύ τελικών ανακοινωμένων στοιχείων της Eurostat και των προβλέψεων που περιλαμβάνονται στα αρχικά εθνικά ΠΣΑ (Ιούνιος 2021). Στο διάγραμμα εμφανίζονται τα στοιχεία για τις χώρες του Διαγράμματος Α.

χείρισης στην ΕΕ, προκειμένου να χρηματοδοτηί επενδύσεις σε ευρωπαϊκά δημόσια αγαθά, όπως ο μετριασμός των επιπτώσεων της κλιματικής αλλαγής, η ενεργειακή αυτονομία, ο ψηφιακός μετασχηματισμός και η ασφάλεια και η άμυνα. Ένας κοινός ευρωπαϊκός μηχανισμός δημοσιονομικής διαχείρισης, εάν σχεδιαστεί σωστά, θα μπορούσε επίσης να παίξει σημαντικό ρόλο στην ενίσχυση της μακροοικονομικής σταθεροποίησης και στη σύγκλιση μεταξύ των κρατών-μελών μακροπρόθεσμα. Επομένως, η επιτυχής υλοποίηση των στόχων του NGEU θα μπορούσε να γίνει το πρότυπο για περαιτέρω οικονομική ενοποίηση στην ΕΕ.

**Συμπέρασμα**

Τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία υλοποίησης των εθνικών σχεδίων σε πολλές ευρωπαϊκές χώρες, στο πλαίσιο του ευρωπαϊκού Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF), δείχνουν σημαντική υποεκτέλεση των δημόσιων δαπανών που σχετίζονται με το σκέλος των επιχορηγήσεων, με αποτέλεσμα την οπισθοβαρή ανακατανομή τους και τη συσσώρευσή τους σε μεγάλο βαθμό την περίοδο 2024-26. Ως αποτέλεσμα, ο κίνδυνος να μη δαπανηθούν όλα τα δεσμευμένα κεφάλαια μέχρι το 2026 και να μην επιτευχθούν οι συγκεκριμένοι επενδυτικοί στόχοι του RRF έχει αυξηθεί, λόγω του περιορισμένου χρόνου εκτέλεσης των έργων και αντίδρασης σε αστάθμητους παράγοντες.

Ως εκ τούτου, καθίσταται επιτακτική η επίλυση των προβλημάτων που εμποδίζουν την έγκαιρη εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων και των επενδυτικών δράσεων στις οποίες βασίζονται τα εθνικά σχέδια ανάκαμψης και ανθεκτικότητας, ώστε να επιταχυνθεί η είσπραξη των κονδυλίων του RRF, αλλά και η εκτέλεση των σχετικών δημόσιων επενδύσεων. Ωστόσο, η επιτάχυνση της υλοποίησης των εθνικών σχεδίων δεν θα πρέπει να υπονομεύσει την ποιότητα των χρηματοδοτούμενων έργων και κατ' επέκταση τη συμβολή τους σε βιώσιμη οικονομική ανάπτυξη.

Η αξιοποίηση των πόρων του RRF θα αποτελέσει καταλύτη ώστε να λειτουργήσει αποτελεσματικά η νέα προσέγγιση διακυβέρνησης και παροχής κινήτρων για διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις και το συντονισμό των οικονομικών πολιτικών στην Ευρώπη.<sup>15</sup> Η επίτευξη των επιδιωκόμενων μακροοικονομικών επιδράσεων του NGEU ενισχύει τα επιχειρήματα υπέρ της δημιουργίας ενός μόνιμου μηχανισμού κεντρικής δημοσιονομικής δια-

15 Aphetche, T., E. Canton, M. Garrone and A. Hobza (2022), “Understanding the Political Economy of Reforms: Lessons from the EU”, European Commission, Economic Brief 70.

**3 ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΚΑΙ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΙΣ**

Το πρώτο εξάμηνο του 2024, επιπλέον των μέτρων που είχαν προβλεφθεί στον Προϋπολογισμό, θεσμοθετήθηκαν στοχευμένες παρεμβάσεις για τη στήριξη της κοινωνίας, με αξιοποίηση μέρους του δημοσιονομικού χώρου που δημιουργήθηκε λόγω της καλύτερης του αναμενομένου δημοσιονομικής επίδοσης το 2023. Ειδικότερα, το Μάρτιο του 2024 με το ν. 5092/2024 αυξήθηκε

το ύψος του επιδόματος γέννησης για κάθε παιδί που γεννιέται στην Ελλάδα.<sup>6</sup> Με τον ίδιο νόμο αυξήθηκε, κατά 20%, το μηνιαίο ποσό που καταβάλλεται αντί αποζημίωσης εφημεριών στο ιατρικό προσωπικό του Εθνικού Συστήματος Υγείας και επεκτάθηκε η καταβολή του εν λόγω ποσού και στους νόμιμους αναπληρωτές των δικαιούχων αυτού. Άλλες δημοσιονομικές παρεμβάσεις κατά το πρώτο εξάμηνο του 2024 αφορούσαν την επιβολή κυρώσεων σε χρήστες των τερματικών POS που δεν συμμορφώνονται με τις απαιτήσεις λειτουργίας και διασύνδεσης με την Ανεξάρτητη Αρχή Δημοσίων Εσόδων.<sup>7</sup> Επίσης το Μάρτιο, με την Κοινή Υπουργική Απόφαση Α.1037/2024, ορίστηκαν οι όροι, οι προϋποθέσεις και η διαδικασία χορήγησης της προκαταβολής και επιστροφής του ειδικού φόρου κατανάλωσης του πετρελαίου εσωτερικής καύσης που χρησιμοποιείται αποκλειστικά στη γεωργία για το έτος 2024. Τέλος, ολοκληρώθηκε η διασύνδεση των ταμειακών μηχανών με τα POS.

Τον Απρίλιο το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο ψήφισε την αναθεώρηση του ευρωπαϊκού πλαισίου οικονομικής διακυβέρνησης (Σύμφωνο Σταθερότητας), το οποίο υιοθετήθηκε από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο τον ίδιο μήνα.<sup>8</sup>

Τέλος, το Μάιο του 2024 δημοσιεύθηκε η έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής Ageing Report 2024 (AR 2024), η οποία περιλαμβάνει προβολές για τη συνταξιοδοτική δαπάνη στις χώρες της ΕΕ κατά την περίοδο 2022-70, με βάση τις δημογραφικές προβολές της Eurostat του 2023 (EUROPOP2023). Στο βασικό σενάριο εκτιμάται για την Ελλάδα μείωση στη συνταξιοδοτική δαπάνη ως ποσοστό του ΑΕΠ κατά 2,5 ποσ. μον. την περίοδο 2022-70 (από 14,5% του ΑΕΠ το 2022 σε 12,0% του ΑΕΠ το 2070) – η μεγαλύτερη πτώση μεταξύ των κρατών-μελών της ΕΕ (και έναντι αντίστοιχης μεταβολής +0,4 ποσ. μον. κατά μέσο όρο στην ΕΕ). Η προβλεπόμενη μείωση ωστόσο είναι μικρότερη κατά 1 ποσ. μον. έναντι της πρόβλεψης του AR 2021, λόγω κυρίως υψηλότερου του αναμενόμενου ΑΕΠ το 2022 (αποτέλεσμα βάσης), και υποθέτει την αύξηση των ορίων ηλικίας συνταξιοδότησης κατά ένα έτος τα έτη 2027, 2036, 2045 και 2066, σε συνάρτηση με την προβλεπόμενη αύξηση του προσδόκιμου ζωής των ατόμων ηλικίας 65 ετών. Η ανάλυση υποδηλώνει ότι οι μεταρρυθμίσεις που εφαρμόστηκαν τα τελευταία έτη διασφαλίζουν τη βιωσιμότητα του συνταξιοδοτικού συστήματος παρά τις δυσμενείς δημογραφικές εξελίξεις.

## 4 ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Το πρώτο εξάμηνο του 2024 επιβεβαιώθηκε η υπερκάλυψη του δημοσιονομικού στόχου για το 2023, ενισχύοντας τη δημοσιονομική αξιοπιστία της χώρας – που είχε ήδη επιβραβευθεί με την ανάκτηση της επενδυτικής βαθμίδας – και καθιστώντας ασφαλέστερη την επίτευξη του στόχου του πρωτογενούς πλεονάσματος για το 2024. Η εξέλιξη αυτή κρίνεται ιδιαίτερα θετική υπό τις παρούσες συνθήκες αυξημένης αβεβαιότητας και της εκ νέου ενεργοποίησης των – αναθεωρημένων πλέον – δημοσιονομικών κανόνων.

Απολογιστικά, η δημοσιονομική διαχείριση των έκτακτων συνθηκών την τελευταία τετραετία ανέδειξε τα οφέλη και την αναγκαιότητα των διαρθρωτικών δημοσιονομικών μεταρρυθμίσεων της προηγούμενης περιόδου, ειδικότερα ως προς το σχεδιασμό των μέτρων στήριξης, αλλά και ως προς την παρακολούθηση, την εκτέλεση και τον έλεγχο του Κρατικού Προϋπολογισμού. Όσον αφορά το μέλλον, η προσήλωση στις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις κρίνεται απαραίτητη. Στην παρούσα συγκυρία, η αποτελεσματική αξιοποίηση των πόρων του Μηχανισμού Ανάκαμψης είναι καθοριστικός παράγοντας για την υλοποίηση των αναγκαίων μεταρρυθμίσεων, καθώς

6 Το ποσό διαμορφώθηκε ως εξής: (α) 2.400 ευρώ για το πρώτο κατά σειρά γέννησης εξαρτώμενο τέκνο, (β) 2.700 ευρώ για το δεύτερο, (γ) 3.000 ευρώ για το τρίτο και (δ) 3.500 ευρώ για το τέταρτο και κάθε επόμενο.

7 Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2023*, Απρίλιος 2024, Παράρτημα Κεφ. V, “Μέτρα δημοσιονομικής πολιτικής”.

8 Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2023*, Ειδικό θέμα Κεφαλαίου V, “Νέοι δημοσιονομικοί κανόνες στο πλαίσιο της αναθεώρησης της οικονομικής διακυβέρνησης της ΕΕ”.

και για την κάλυψη του επενδυτικού κενού και, ειδικότερα, την ενίσχυση των επενδύσεων σε ανθρώπινο κεφάλαιο, έρευνα και καινοτομία, καθαρή ενέργεια και ψηφιακές τεχνολογίες. Όπως προαναφέρθηκε, η Ελλάδα σημειώνει ικανοποιητική πρόοδο ως προς την είσπραξη των πόρων του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας. Ωστόσο, το αναπτυξιακό όφελος που αναμένεται να έχει η αξιοποίηση των σχετικών κονδυλίων θα μπορούσε να ενισχυθεί με την επιτάχυνση των εκταμιεύσεων προς τις επιχειρήσεις.

Η βελτίωση της ανθεκτικότητας της οικονομίας και των δημοσιονομικών μεγεθών, όπως προάγεται από την προσήλωση στις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, διευκολύνει τη δημιουργία δημοσιονομικών αποθεμάτων τα οποία μπορούν να επιτρέψουν τη χρηματοδότηση έκτακτων δαπανών για φυσικές καταστροφές χωρίς εκτροχιασμό της δημοσιονομικής πορείας. Αυτό αποκτά ιδιαίτερη σημασία με βάση την πρόσφατη εμπειρία των καταστροφικών επιπτώσεων της κλιματικής αλλαγής, η οποία αναδεικνύει την ανάγκη τακτικής πρόβλεψης ειδικών κονδυλίων για τη χρηματοδότηση έργων προσαρμογής και την παροχή έκτακτης βοήθειας, πέρα από τις απαραίτητες επενδύσεις για έργα μετριασμού των επιπτώσεων της κλιματικής κρίσης σε μεσομακροπρόθεσμο ορίζοντα.<sup>9</sup>

Γενικότερα, υπό το πρίσμα της υψηλής αβεβαιότητας που χαρακτηρίζει την τρέχουσα συγκυρία, ο μεσοπρόθεσμος σχεδιασμός της δημοσιονομικής πολιτικής θα πρέπει να δίνει μεγαλύτερη έμφαση στην αξιολόγηση των κινδύνων και στη δημιουργία ικανών αποθεμάτων διαχρονικά, ώστε να υπάρχει δυνατότητα στήριξης της οικονομίας σε περιόδους κρίσης. Ένα πλαίσιο βασισμένο στη διαχείριση κινδύνων θα πρέπει να παρέχει κίνητρα δημιουργίας αποθεμάτων, ακόμη και όταν δεν υπάρχει άμεσος υψηλός κίνδυνος για τη βιωσιμότητα του χρέους, και να επιδιώκει φιλόδοξους στόχους δημοσιονομικής προσαρμογής, υπό τον όρο της αποφυγής προκυκλικής πολιτικής. Σε αυτή την κατεύθυνση, εκτιμάται ότι απαιτείται πρωτογενές πλεόνασμα σε κυκλικά διορθωμένους όρους ύψους 2% του ΑΕΠ ετησίως, ώστε να δημιουργείται το απαραίτητο δημοσιονομικό απόθεμα ασφαλείας.

Επιπλέον, η αξιοποίηση του δημοσιονομικού χώρου υπόκειται πλέον σε νέους περιορισμούς υπό το αναθεωρημένο ευρωπαϊκό πλαίσιο οικονομικής διακυβέρνησης. Η ανάδειξη του κανόνα δαπανών σε λειτουργικό κανόνα παρακολούθησης και συμμόρφωσης συνεπάγεται ότι τυχόν δημοσιονομικός χώρος θα αξιοποιείται για τη δημιουργία αποθεματικού ή/και για τη μείωση του δημόσιου χρέους, ενώ οποιοδήποτε έκτακτο δημοσιονομικό μέτρο στην πλευρά των δαπανών θα πρέπει να χρηματοδοτείται από μέτρο ισόποσης αύξησης των εσόδων.<sup>10</sup>

Σε ένα τέτοιο περιβάλλον δημοσιονομικών περιορισμών, θα πρέπει να δοθεί προτεραιότητα στη διεύρυνση της φορολογικής βάσης, μέσω της καταπολέμησης της φοροδιαφυγής. Τα πρόσφατα μέτρα που θεσμοθετήθηκαν προς αυτή την κατεύθυνση – όπως η πληρέστερη ανταλλαγή πληροφοριών μεταξύ επιχειρήσεων και ΑΑΔΕ σχετικά με τις ηλεκτρονικές συναλλαγές (μεταξύ άλλων και μέσω της διασύνδεσης των ταμειακών μηχανών και των τερματικών αποδοχής καρτών – POS), το ηλεκτρονικό εμπόριο και τις ηλεκτρονικές πλατφόρμες και η αλλαγή του τρόπου φορολόγησης των ελεύθερων επαγγελματιών με την εισαγωγή ενός ελάχιστου τεκμαρτού εισοδήματος – αναμένεται να συμβάλουν θετικά στην αποτελεσματικότητα της φορολογικής πολιτικής και στη δικαιότερη κατανομή των φορολογικών βαρών. Παράλληλα, θα μπορούσαν να συμπληρωθούν με ικανά φορολογικά κίνητρα προς τους καταναλωτές για τη μη απόκρυψη των συναλλαγών σε κλάδους με αυξημένη φοροδιαφυγή και με την επαναξιολόγηση των υφιστάμενων φοροαπαλλαγών με γνώμονα την καλύτερη στόχευση της κοινωνικής πολιτικής. Συνδυαστικά η προσέγγιση αυτή θα μπορούσε να αποφέρει όχι μόνο αυξημένα φορολογικά έσοδα, αλλά και ενίσχυση της φορολογικής δικαιοσύνης, της αποταμίευσης και των ιδιωτικών επενδύσεων.

9 Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος (2023), *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2022*, Πλαίσιο V.1, "Κλιματική κρίση και δημοσιονομικοί κίνδυνοι: μακροοικονομικές επιδράσεις και ο ρόλος του NGEU".

10 Βλ. υποσημείωση 8.

Ειδικότερα, σε οικονομίες όπως η ελληνική, στις οποίες υπάρχει εκτεταμένη απόκρυψη των εισοδημάτων, η στόχευση των κοινωνικών δαπανών θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη κριτήρια πέραν των φορολογικών δηλώσεων. Η συνήθης πρακτική χορήγησης επιδομάτων με βάση μόνο τα δηλωθέντα εισοδήματα σε μια οικονομία με αυξημένη φοροδιαφυγή οδηγεί σε ανορθολογική και άδικη χρήση των δημόσιων πόρων. Αυτό φαίνεται από το γεγονός ότι ο δημοσιονομικός πολλαπλασιαστής των κοινωνικών δαπανών στην Ελλάδα είναι χαμηλός, το οποίο υποδηλώνει ότι οι δαπάνες αυτές διαχέονται σε ευρύτερα εισοδηματικά στρώματα και δεν καταλήγουν στοχευμένα στα κατώτερα μέρη της εισοδηματικής κατανομής. Η ενθάρρυνση της χρήσης ηλεκτρονικών μέσων πληρωμών και τα εν εξελίξει μέτρα ενίσχυσης του τεχνολογικού οπλοστασίου των φορολογικών αρχών συμβάλλουν στον περιορισμό της φοροδιαφυγής και ως εκ τούτου βελτιώνουν τη δυνατότητα στόχευσης των παροχών.

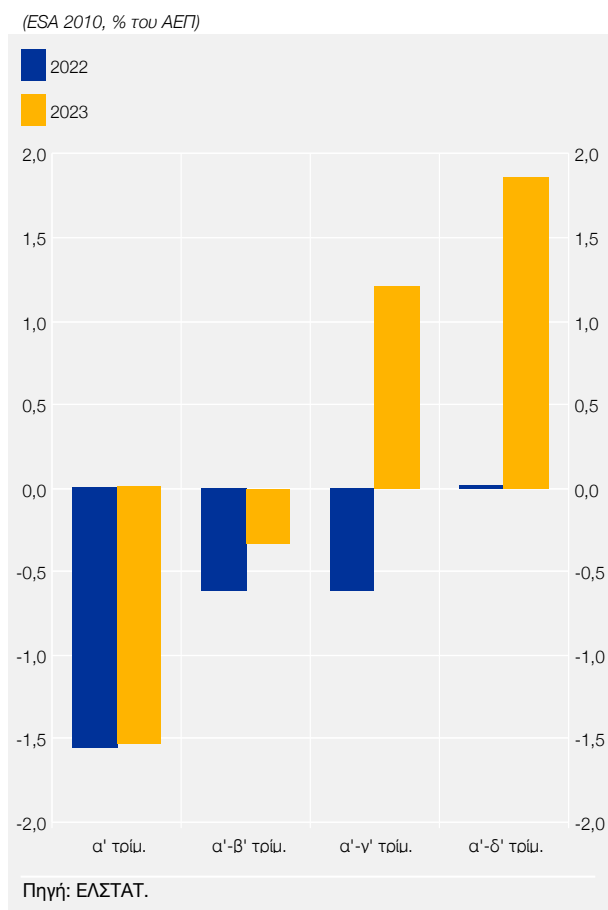
## 5 Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ ΤΟ 2024

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

Τον Απρίλιο του 2024 δημοσιεύθηκαν τα εθνικολογιστικά στοιχεία της γενικής κυβέρνησης για το 2023, σύμφωνα με τα οποία το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης παρουσίασε βελτίωση κατά 1,8 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ έναντι του 2022 και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 1,9% του ΑΕΠ (βλ. Διάγραμμα V.3). Η βελτίωση προέκυψε ως το καθαρό αποτέλεσμα από τη μείωση των πρωτογενών δαπανών κατά 3,5 ποσοστιαίες μονάδες, η οποία υπεραντιστάθμισε την επίδραση της μείωσης των εσόδων κατά 1,7 ποσ. μον. του ΑΕΠ.

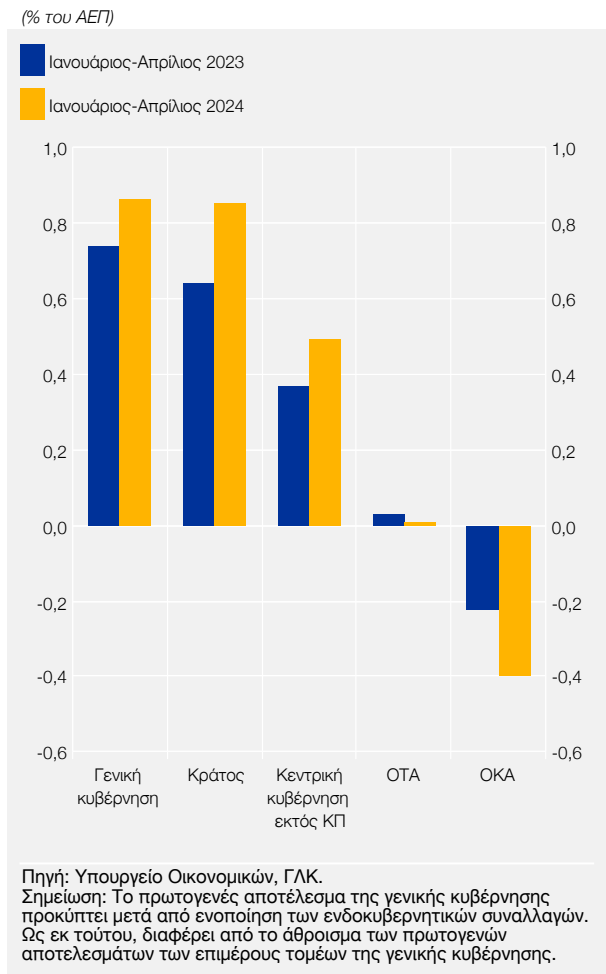
Σε απόλυτα μεγέθη, τα έσοδα αυξήθηκαν (κατά 3,1%) έναντι του 2022, λόγω της βελτίωσης της οικονομικής δραστηριότητας, της παύσης των αναστολών πληρωμών φορολογικών και ασφαλιστικών υποχρεώσεων και της αύξησης του κατώτατου μισθού. Εντούτοις, τα έσοδα από έμμεσους φόρους είναι μειωμένα, λόγω κατάργησης από 1.6.2023 του προσωρινού Μηχανισμού Επιστροφής Μέρους Εσόδων Αγοράς Επόμενης Ημέρας από τους προμηθευτές ενέργειας. Οι πρωτογενείς δαπάνες σημείωσαν οριακή μείωση (κατά 0,8%) έναντι του 2022, αντανακλώντας κυρίως τη μείωση των επιδοτήσεων, λόγω της απόσυρσης των μέτρων για την πανδημία και την ενεργειακή κρίση, έναντι αυξήσεων στις λοιπές κατηγορίες δαπανών. Εξ αυτών αξιοσημείωτη είναι η αύξηση στις κοινωνικές δαπάνες, λόγω των αυξήσεων που δόθηκαν στις συντάξεις (7,75%), της εκκαθάρισης εκκρεμών αιτήσεων συνταξιοδότησης, της καταβολής του επιδόματος προσωπικής διαφοράς στους συνταξιούχους τον Απρίλιο και το Δεκέμβριο, της καταβολής του επιδόματος κοινωνικής αλληλεγγύης το Δεκέμβριο σε ευάλωτους πολίτες με χαμηλά εισοδήματα και του επιδόματος τροφίμων “market pass”. Σημαντική άνοδο κατέγραψαν και οι κεφαλαιακές δαπάνες, λόγω αυξημένων δαπανών ΠΔΕ και του ΤΑΑ, καθώς και της συμμετοχής του Ελληνικού Δημοσίου στην ανακεφαλαιοποίηση της Attica Bank.

Διάγραμμα V.3 Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης σε εθνικολογιστική βάση



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

Διάγραμμα V.4 Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης σε ταμειακή βάση



Σύμφωνα με τα ταμειακά στοιχεία της γενικής κυβέρνησης (ΓΚ) που συλλέγει το Γενικό Λογιστήριο του Κράτους (ΓΛΚ), την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2024 το ταμειακό αποτέλεσμα της ΓΚ διαμορφώθηκε σε έλλειμμα 0,6% του ΑΕΠ, παρουσιάζοντας οριακή βελτίωση σε σχέση με την αντίστοιχη περυσινή περίοδο, κατά την οποία καταγράφηκε έλλειμμα 0,7% του ΑΕΠ. Το πρωτογενές αποτέλεσμα αντίστοιχα βελτιώθηκε και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 0,9% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 0,7% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2023.

Η βελτίωση του πρωτογενούς αποτελέσματος έναντι του Ιανουαρίου-Απριλίου 2023 προκύπτει συνδυαστικά από: (α) τη βελτίωση του πρωτογενούς αποτελέσματος του ΚΠ κατά 559 εκατ. ευρώ ή 0,2 ποσ. μον. του ΑΕΠ, που οφείλεται στην αύξηση των άμεσων και έμμεσων φόρων λόγω της ανόδου πρωτίστως των κερδών των επιχειρήσεων αλλά και των μισθών και της εισπραξης της πρώτης δόσης του ΕΝΦΙΑ ένα μήνα νωρίτερα φέτος αντίστοιχα, (β) την οριακή βελτίωση του πρωτογενούς αποτελέσματος των νομικών προσώπων της κεντρικής κυβέρνησης (ΝΠΚΚ), (γ) την επιδείνωση του πρωτογενούς αποτελέσματος των οργανισμών κοινωνικής ασφάλισης (ΟΚΑ) κατά 522 εκατ. ευρώ ή 0,2 ποσ. μον. του ΑΕΠ, που οφείλεται πρωτίστως σε αυξημένες δαπάνες για συντάξεις λόγω της ετήσιας αναπροσαρμογής (κατά 2,95%) και για παροχές ασθένειας λόγω μεταβολής απλήρωτων λογαριασμών και (δ) τη στα-

θεροποίηση του πρωτογενούς αποτελέσματος των οργανισμών τοπικής αυτοδιοίκησης (ΟΤΑ) (βλ. Διάγραμμα V.4).

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

## 5.3 Κρατικός Προϋπολογισμός (τροποποιημένη ταμειακή βάση)

Την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2024 ο ΚΠ παρουσίασε βελτιωμένο αποτέλεσμα έναντι της αντίστοιχης περυσινής περιόδου, καθώς το έλλειμά του μειώθηκε σε 0,1% του ΑΕΠ από 0,4% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2023 (βλ. Πίνακα V.2). Το πρωτογενές αποτέλεσμα του ΚΠ επίσης βελτιώθηκε και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 1,4% του ΑΕΠ, από πλεόνασμα 1,1% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2023.

Αναλυτικότερα, σε σύγκριση με το πρώτο τετράμηνο του 2023, η βελτίωση οφείλεται στην αύξηση των εσόδων, ιδιαίτερα από φόρους. Η αύξηση αυτή σχετίζεται με την εισπραξη της πρώτης δόσης του ΕΝΦΙΑ τον Απρίλιο, που πέρυσι είχε εισπραχθεί το μήνα Μάιο, καθώς και με την καλύτερη απόδοση των φόρων εισοδήματος τόσο του προηγούμενου έτους, που εισπράττονται σε δόσεις μέχρι και το τέλος Φεβρουαρίου 2024, όσο και του τρέχοντος έτους. Οι πρωτογενείς δαπάνες του ΚΠ ήταν αυξημένες έναντι του 2023, κυρίως λόγω αυξήσεων στις δαπάνες του ΠΔΕ

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

(εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος-Απρίλιος		Ποσοστιαία μεταβολή 2024/2023	Απόκλιση από τις εκτιμήσεις του Προϋπολογισμού 2024 <sup>1</sup>
	2023	2024		
<b>1. Καθαρά έσοδα κρατικού προϋπολογισμού (α-β)</b>	<b>21.057</b>	<b>22.538</b>	<b>7,0</b>	<b>2.340</b>
<b>α. Έσοδα κρατικού προϋπολογισμού (I+II+III+IV)</b>	<b>23.185</b>	<b>24.686</b>	<b>6,5</b>	<b>2.388</b>
I. Φόροι	17.803	20.244	13,7	2.079
II. Μεταβιβάσεις	3.959	2.663	-32,7	-517
III. Πωλήσεις αγαθών και υπηρεσιών	284	342	20,4	43
IV. Λοιπά έσοδα	1.139	1.436	26,1	783
<b>β. Επιστροφές φόρων</b>	<b>2.128</b>	<b>2.148</b>	<b>0,9</b>	<b>48</b>
Πληροφοριακά στοιχεία:				
Έσοδα από το Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) <sup>2</sup>	1.756	2.505	42,7	1.151
Έσοδα από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας <sup>3</sup>	1.718	159	-90,7	-1.638
<b>2. Δαπάνες κρατικού προϋπολογισμού (I+II+III+IV+V+VI+VII+VIII)</b>	<b>21.846</b>	<b>22.788</b>	<b>4,3</b>	<b>-109</b>
<b>Πρωτογενείς δαπάνες κρατικού προϋπολογισμού (2-VI)</b>	<b>18.610</b>	<b>19.229</b>	<b>3,3</b>	<b>-337</b>
I. Παροχές σε εργαζομένους	4.602	4.886	6,2	18
II. Μεταβιβάσεις	10.418	9.625	-7,6	-508
III. Αγορές αγαθών και υπηρεσιών	325	346	6,5	54
IV. Αποκτήσεις πάγιων περιουσιακών στοιχείων	206	521	152,9	-95
V. Λοιπές πρωτογενείς δαπάνες	249	102	-59,0	-578
VI. Τόκοι (σε ακαθάριστη βάση)	3.236	3.558	10,0	228
VII. Δαπάνες Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων	2.670	3.175	18,9	860
VIII. Δαπάνες Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας	141	576	308,5	-87
<b>3. Ισοζύγιο κρατικού προϋπολογισμού (1-2)</b>	<b>-789</b>	<b>-250</b>		<b>2.449</b>
% του ΑΕΠ	-0,4	-0,1		
<b>4. Πρωτογενές αποτέλεσμα κρατικού προϋπολογισμού (3+2.VI)</b>	<b>2.443</b>	<b>3.282</b>		<b>2.651</b>
% του ΑΕΠ	1,1	1,4		

Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών, Γενικό Λογιστήριο του Κράτους, Εκτέλεση Κρατικού Προϋπολογισμού, Μηνιαίο Δελτίο, Απρίλιος 2024.

1 Απόκλιση από τους στόχους του Προϋπολογισμού 2024, προσαρμοσμένους στα συνολικά μεγέθη όπως αποτυπώνονται στις εκτιμήσεις της εισηγητικής έκθεσης του Προϋπολογισμού 2024.

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

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

και του Ταμείου Ανάκαμψης, στις παροχές προς εργαζομένους ως αποτέλεσμα της αναμόρφωσης του μισθολογίου των δημοσίων υπαλλήλων και στις δαπάνες για εξοπλιστικά προγράμματα.

Το πρωτογενές αποτέλεσμα παρουσίασε υπέρβαση κατά 2.651 εκατ. ευρώ έναντι του στόχου περιόδου στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2024. Η υπέρβαση οφείλεται στην καλύτερη απόδοση φόρων (μέρος της οποίας μεταφέρεται στο 2023), την υπέρβαση εσόδων ΠΔΕ και την υπέρβαση των λοιπών εσόδων λόγω αυξημένων επιστροφών δαπανών από τους λοιπούς φορείς της γενικής κυβέρνησης. Παράλληλα, εξοικονόμηση δαπανών προήλθε από τον ετεροχρονισμό μεταβιβαστικών πληρωμών προς ΟΚΑ, που ωστόσο αναμένεται να πραγματοποιηθούν τους επόμενους μήνες.

#### 5.4 Κρατικός Προϋπολογισμός σε ταμειακή βάση

Το καθαρό ταμειακό αποτέλεσμα του ΚΠ το πρώτο τετράμηνο του 2024 παρουσίασε βελτίωση σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του προηγούμενου έτους και διαμορφώθηκε σε έλλειμμα 0,2%

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

(εκατ. ευρώ)

	Ετήσια στοιχεία		Ιανουάριος-Απρίλιος	
	2022	2023	2023	2024
<b>Κρατικός προϋπολογισμός<sup>1</sup></b>	-12.664	-2.685	-1.915	-570
<b>% του ΑΕΠ</b>	-6,1	-1,2	-0,9	-0,2
- Τακτικός προϋπολογισμός	-6.950	1.781	-2.578	517
- Προϋπολογισμός Δημοσίων Επενδύσεων <sup>2</sup>	-5.714	-4.466	662	-1.087

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.

του ΑΕΠ, έναντι ελλείματος 0,9% του ΑΕΠ το 2023 (βλ. Πίνακα V.3). Επίσης, το καθαρό πρωτογενές ταμειακό αποτέλεσμα του ΚΠ βελτιώθηκε και διαμορφώθηκε σε πλεονάσμα 1,2% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 0,7% του ΑΕΠ το 2023.

Ο Τακτικός Προϋπολογισμός (ΤΠ) παρουσίασε βελτίωση σε σχέση με το προηγούμενο έτος, λόγω αυξημένων φορολογικών εσόδων και μείωσης των πρωτογενών δαπανών, που οφείλεται στη σταδιακή απόσυρση των μέτρων για την αντιμετώπιση των συνεπειών της ενεργειακής κρίσης. Αντίθετα, ο Προϋπολογισμός Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ), στον οποίο περιλαμβάνονται οι εισπράξεις και οι πληρωμές του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, παρουσίασε επιδείνωση σε σχέση με πέρυσι, λόγω αυξημένων δαπανών στο πλαίσιο του ΕΣΠΑ.

### 5.5 Χρέος γενικής κυβέρνησης

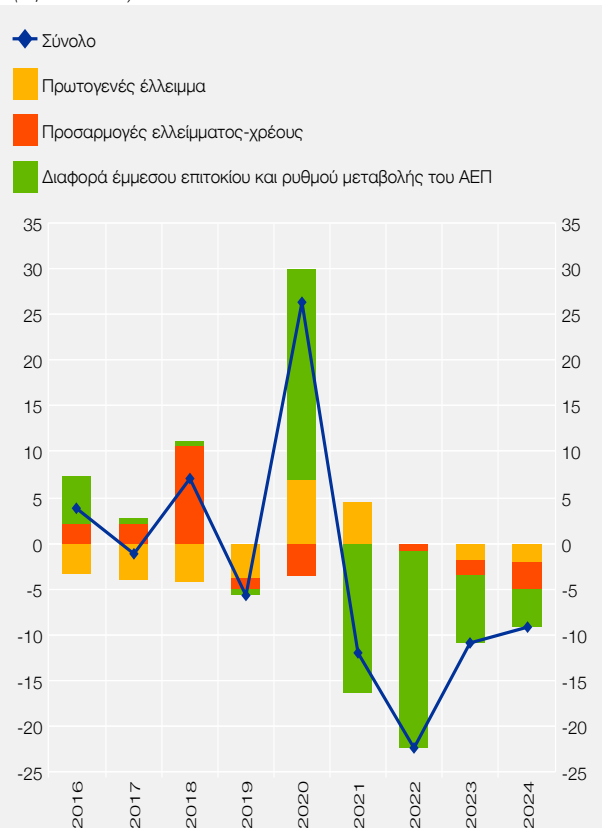
Το χρέος της ΓΚ το 2023 διαμορφώθηκε σε 356.695 εκατ. ευρώ, από 356.796 εκατ. ευρώ το 2022, παρουσιάζοντας μείωση, αν και οριακή, για πρώτη φορά από το 2019 και για μόλις πέμπτη φορά από το 1995 (που τηρούνται εθνικολογιστικά στοιχεία κατά ESA).

Ως ποσοστό του ΑΕΠ, το χρέος της ΓΚ μειώθηκε σημαντικά το 2023 σε 161,9% του ΑΕΠ, από 172,7% το 2022, καταγράφοντας τη δεύτερη μεγαλύτερη μείωση μεταξύ των κρατών-μελών της ΕΕ<sup>11</sup> και επιστρέφοντας στο επίπεδο που είχε επιτευχθεί μετά την αναδιάρθρωση χρέους μέσω PSI το 2012. Τη μεγαλύτερη συμβολή (7,3 ποσ. μον.) σε αυτή τη μείωση είχε η διαφορά μεταξύ του έμμεσου επιτοκίου δανεισμού και του ρυθμού μεταβολής του ονομαστικού ΑΕΠ (snowball effect), αντανάκλωντας αφενός τη μεγέθυνση του ονομαστικού ΑΕΠ και αφετέρου το ύψος του συσσωρευμένου χρέους. Σε μικρότερο αλλά αρκετά σημαντικό βαθμό, μειωτική συμβολή είχε και το πρωτογενές πλεονάσμα (1,9 ποσ. μον.) που καταγράφηκε το 2023 (βλ. Διάγραμμα V.5).

Η συνεχιζόμενη βελτίωση της οικονομικής δραστηριότητας αναμένεται να διατηρήσει την έντονα μειωτική επίδραση του ονομαστικού ΑΕΠ στο λόγο χρέους προς ΑΕΠ το 2024 και τα επόμενα έτη, παρά την εκτιμώμενη αποκλιμάκωση του

**Διάγραμμα V.5 Μεταβολή του δημόσιου χρέους**

(ως % του ΑΕΠ)



Πηγή: Επεξεργασία δεδομένων της ΕΛΣΤΑΤ και εκτιμήσεων του Προγράμματος Σταθερότητας για το 2024.

11 Η μεγαλύτερη μείωση του λόγου χρέους προς ΑΕΠ στην ΕΕ το 2023 σημειώθηκε στην Πορτογαλία, της οποίας το χρέος μειώθηκε κατά 13,3 ποσ. μον. σε 99,1% του ΑΕΠ από 112,4% του ΑΕΠ το 2022.



πληθωρισμού. Σε συνδυασμό με την οριακή διεύρυνση του πρωτογενούς πλεονάσματος, το Πρόγραμμα Σταθερότητας 2024 προβλέπει περαιτέρω αποκλιμάκωση του χρέους της ΓΚ ως ποσοστού του ΑΕΠ σε 152,7% του ΑΕΠ το 2024. Μεσοπρόθεσμα ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί σε 146,3% του ΑΕΠ το 2025, υπό την προϋπόθεση της σταδιακής μείωσης των υψηλών ταμειακών διαθεσίμων, κάτι που διευκολύνεται από την ανάκτηση της επενδυτικής βαθμίδας και τη συνακόλουθη μείωση του κινδύνου αναχρηματοδότησης του χρέους. Οι προβλέψεις αυτές ικανοποιούν τους νέους κανόνες του αναθεωρημένου πλαισίου Σταθερότητας και Ανάπτυξης.

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, το χρέος της ΓΚ αναμένεται να διαμορφωθεί σε 152,9% του ΑΕΠ το 2024. 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 τις σχετικές προϋποθέσεις. Αυτό οφείλεται εν πολλοίς στους ευνοϊκούς όρους αποπληρωμής των υποχρεώσεων προς τον επίσημο τομέα, οι οποίες αποτελούν το μεγαλύτερο τμήμα του συνόλου του χρέους, σε συνδυασμό με την έγκαιρη σύναψη συμβάσεων ανταλλαγής επιτοκίων (swap), οι οποίες έχουν “κλειδώσει” τα ιστορικά χαμηλά επιτόκια των προηγούμενων ετών. Πρέπει να τονιστεί πάντως ότι τα υφιστάμενα ευνοϊκά χαρακτηριστικά του συσσωρευμένου χρέους δεν είναι μόνιμα. Παρέχουν μόνο ένα σημαντικό παράθυρο ευκαιρίας προκειμένου το δημόσιο χρέος να παραμείνει βιώσιμο κατά την επερχόμενη σταδιακή λήξη και αντικατάσταση των ευνοϊκών δανείων που χορηγήθηκαν στο πλαίσιο των μνημονίων με νέο δανεισμό σε όρους αγοράς. Προϋποθέσεις προκειμένου να αξιοποιηθεί αυτό το παράθυρο ευκαιρίας είναι η διαφύλαξη της δημοσιονομικής αξιοπιστίας και η αποτελεσματική αξιοποίηση των ευρωπαϊκών πόρων. Η ικανοποίηση αυτών των προϋποθέσεων θα διασφαλίσει όχι μόνο τη διατήρηση της επενδυτικής βαθμίδας, αλλά και την περαιτέρω βαθμιαία βελτίωση της πιστοληπτικής διαβάθμισης της χώρας.



# VI ΧΡΗΜΑ, ΠΙΣΤΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΕΣ

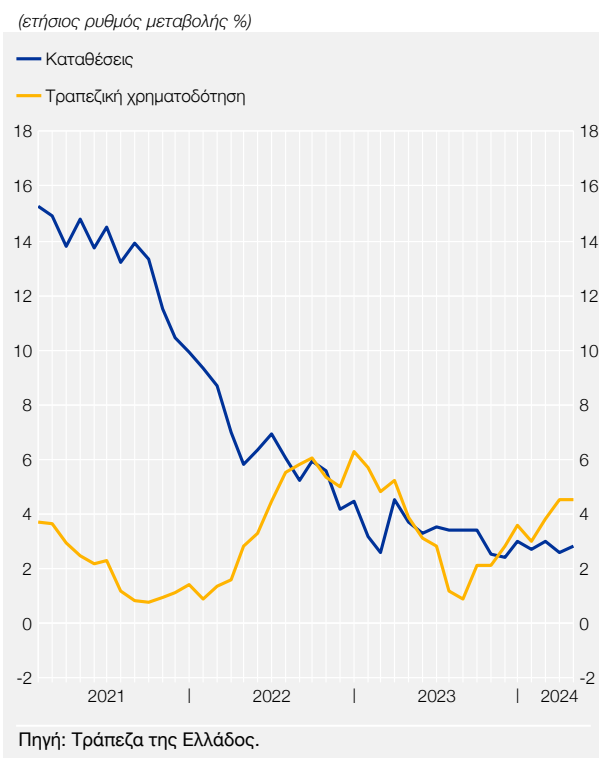
Το πρώτο τετράμηνο του 2024 η μέση μηνιαία ακαθάριστη ροή τραπεζικής χρηματοδότησης τόσο προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (ΜΧΕ) όσο και προς τα νοικοκυριά ήταν υψηλότερη από ό,τι το προηγούμενο έτος. Στις αρχές του 2024 σταμάτησε πλέον η αύξηση των επιτοκίων των τραπεζικών καταθέσεων προθεσμίας. Επίσης, συνέχισε κατά το πλείστον να υποχωρεί το μεσοσταθμικό επιτόκιο για το σύνολο των τραπεζικών χρηματοδοτήσεων με προκαθορισμένη διάρκεια προς ΜΧΕ. Τους τελευταίους μήνες καταγράφονται μειώσεις δανειακών επιτοκίων όσον αφορά τα καταναλωτικά δάνεια και, πιο πρόσφατα, πολλές κατηγορίες στεγαστικών δανείων.

Τα θεμελιώδη μεγέθη των τραπεζών βελτιώθηκαν περαιτέρω το 2023 και το α' τρίμηνο του 2024. Συγκεκριμένα, η κερδοφορία ενισχύθηκε, κυρίως λόγω της μεγάλης αύξησης των καθαρών εσόδων από τόκους εν μέσω υψηλών επιτοκίων, και δευτερευόντως λόγω της αύξησης των καθαρών εσόδων από προμήθειες. Οι δείκτες ρευστότητας ενισχύθηκαν, παρά τη μείωση της χρηματοδότησης από το Ευρωσύστημα (αποπληρωμή πράξεων TLTRO), ενώ οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας αυξήθηκαν. Ο δείκτης μη εξυπηρετούμενων δανείων υποχώρησε το 2023, ενώ το α' τρίμηνο του 2024 παρουσίασε αύξηση, παραμένοντας όμως χαμηλότερα από το μέσο όρο του 2023. Σημειώνεται ότι οι τράπεζες εξακολουθούν να αντιμετωπίζουν προκλήσεις που σχετίζονται με την περαιτέρω εξυγίανση του ενεργητικού τους και τη βελτίωση των κεφαλαιακών δεικτών. Στη διατήρηση ισχυρής οργανικής κερδοφορίας θα επιδράσει θετικά η συγκράτηση του κόστους χρηματοδότησης των τραπεζών, στην οποία αναμένεται να συμβάλουν οι αναβαθμίσεις των πιστοληπτικών τους αξιολογήσεων με δεδομένες τις θετικές προοπτικές τους. Επισημαίνεται ότι, όπως αναμενόταν, παρατηρούνται αναβαθμίσεις των ελληνικών τραπεζών, με αποτέλεσμα την αξιολόγησή τους στην επενδυτική κατηγορία ή τη μείωση της απόστασής τους από αυτή. Τέλος, συμβολή στην κερδοφορία αναμένεται να έχει η επίτευξη υψηλών ρυθμών πιστωτικής επέκτασης, που εκτιμάται ότι θα υπερκεράσει τις ενδεχόμενες πιέσεις στο καθαρό επιτοκιακό περιθώριο.

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

Το πρώτο τετράμηνο του 2024 η μέση μηνιαία ακαθάριστη ροή τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (ΜΧΕ), η οποία αποτελεί μέτρο της έντασης της πιστοδοτικής δραστηριότητας των εγχώριων πιστωτικών ιδρυμάτων, ήταν υψηλότερη από ό,τι κατά μέσο όρο το προηγούμενο έτος. Από την άλλη πλευρά, η καθαρή ροή τραπεζικής χρημα-

Διάγραμμα VI.1 Τραπεζική χρηματοδότηση και καταθέσεις του εγχώριου ιδιωτικού τομέα (Ιανουάριος 2021-Απρίλιος 2024)



1 Το κεφάλαιο ενσωματώνει πληροφορίες και στοιχεία που ήταν διαθέσιμα μέχρι τις 14.6.2024.

τοδότησης προς ΜΧΕ (νέες τραπεζικές πιστώσεις προς ΜΧΕ μείον τα καταβληθέντα χρεολύσια από τις ΜΧΕ προς τις τράπεζες), η οποία δίνει ένα μέτρο των δανειακών πόρων που είναι διαθέσιμοι για τη χρηματοδότηση της τρέχουσας παραγωγής και των επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου, ήταν σχεδόν μηδενική, έναντι αρνητικής ροής κατά μέσο όρο το ίδιο διάστημα του 2023 (βλ. Διάγραμμα VI.1). Εφόσον ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ παραμείνει αμετάβλητος, και κατά μείζονα λόγο εάν επιταχυνθεί, και εφόσον οι πόροι από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF) και από προγράμματα της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων (ΕΤΕΠ) και της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας (ΕΑΤ) εξακολουθήσουν να ενθαρρύνουν τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα να αυξήσουν τις χορηγήσεις τους, θεωρείται πολύ πιθανό ο ρυθμός πιστωτικής επέκτασης προς τις ΜΧΕ να επιταχυνθεί κατά το 2024 από τα παρόντα σχετικά υψηλά επίπεδα. Όσον αφορά την τραπεζική χρηματοδότηση προς τα νοικοκυριά, η μέση μηνιαία ακαθάριστη ροή τόσο της καταναλωτικής πίστης όσο και της στεγαστικής πίστης αυξήθηκε κατά το πρώτο τετράμηνο του 2024 έναντι του μέσου όρου του έτους 2023. Η καθαρή ροή στεγαστικών δανείων εξακολούθησε να είναι αρνητική (αν και λιγότερο αρνητική κατά μέσο όρο από ό,τι το 2023), ενώ η καθαρή ροή καταναλωτικής πίστης παρέμεινε θετική όπως και τα προηγούμενα δύο έτη.

Το απόθεμα των καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα υποχώρησε το πρώτο τετράμηνο του 2024 έναντι του 2023. Αυτό οφείλεται μεταξύ άλλων σε μετατοπίσεις αποταμιευτικών πόρων από καταθέσεις προς τοποθετήσεις σε έντοκα γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου, καθώς οι αποδόσεις τους υπερτερούν έναντι των επιτοκίων καταθέσεων.

Το πρώτο τετράμηνο του 2024 σταμάτησε η αύξηση των επιτοκίων των τραπεζικών καταθέσεων προθεσμίας. Συνέχισε κατά το πλείστον να υποχωρεί το μεσοσταθμικό επιτόκιο για το σύνολο των τραπεζικών χρηματοδοτήσεων με προκαθορισμένη διάρκεια προς ΜΧΕ. Πρέπει επίσης να ληφθεί υπόψη ότι το κόστος δανεισμού για πολλές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις είναι στην πράξη χαμηλότερο από εκείνο που αποτυπώνεται στις σειρές των επιτοκίων της νομισματικής και τραπεζικής στατιστικής. Και αυτό διότι οι εν λόγω σειρές δεν αντανακλούν το γεγονός ότι πολλά δάνεια προς ΜΧΕ (20% του συνόλου) συγχρηματοδοτούνται από πόρους του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων κ.λπ., οι οποίοι διατίθενται από τους εν λόγω φορείς με πολύ χαμηλά επιτόκια. Στο Πλαίσιο VI.1 παρουσιάζονται τα χαρακτηριστικά του χαρτοφυλακίου των επιχειρηματικών δανείων των εγχώριων πιστωτικών ιδρυμάτων (όσον αφορά τη διάρκεια, το επιτόκιο κ.λπ.) από την αναλυτική βάση πιστωτικών δεδομένων AnaCredit. Επιπλέον, μειώσεις δανειακών επιτοκίων καταγράφονται τους τελευταίους μήνες όσον αφορά τα καταναλωτικά δάνεια και, πιο πρόσφατα, πολλές κατηγορίες στεγαστικών δανείων. Με την έλευση των πρώτων μειώσεων των επιτοκίων πολιτικής της ΕΚΤ και την ενίσχυση των προσδοκίων για περαιτέρω μειώσεις θα δημιουργηθούν δυνάμεις για γενικευμένη και συνεχή αποκλιμάκωση των εγχώριων επιτοκίων. Οι δυνάμεις αυτές θα υποστηριχθούν, όσον αφορά τα δανειακά επιτόκια για επιχειρήσεις, μέσω της λειτουργίας των προαναφερθέντων προγραμμάτων (RRF κ.λπ.). Προς την αντίθετη κατεύθυνση, δηλ. αυξητικά για τα εγχώρια επιτόκια τραπεζικής χρηματοδότησης, θα επιδράσει η ενίσχυση της ζήτησης δανειακών πόρων που κατά κανόνα συνοδεύει την επιτάχυνση της οικονομικής ανάπτυξης. Αναφορικά με το επίπεδο των πραγματικών επιτοκίων, αυτό αρχικά ενδεχομένως να αυξάνεται όσο αποκλιμακώνεται ο πληθωρισμός. Εντούτοις, με την εδραίωση συνθηκών σταθερότητας των τιμών, είναι εύλογο τα πραγματικά επιτόκια να τείνουν να διαμορφωθούν τελικά σε χαμηλότερα επίπεδα από τα παρόντα.

Το 2023 και το α' τρίμηνο του 2024 τα θεμελιώδη μεγέθη των ελληνικών τραπεζικών ομίλων ενισχύθηκαν. Ειδικότερα, η ρευστότητα διατηρήθηκε σε υψηλά επίπεδα, ενώ οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας βελτιώθηκαν. Η κερδοφορία για το σύνολο του τραπεζικού συστήματος ενισχύθηκε, αντικατοπτρίζοντας τη σημαντική αύξηση των καθαρών εσόδων από τόκους, εν μέσω ανόδου των βασικών επιτοκίων και συγκράτησης του κόστους χρηματοδότησης, απόρροια των υψηλών μεριδίων καταθέσεων λιανικής στο σύνολο του παθητικού και των γενικότερα συγκρατημένων αυξήσεων στα επιτόκια καταθέσεων.<sup>2</sup> Η αύξηση αυτή υπερκέρασε τη μείωση των εσό-

2 Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2023*, Πλαίσιο VI.4 "Παράμετροι του κόστους χρηματοδότησης των ελληνικών τραπεζών".

δων από χρηματοοικονομικές πράξεις και λοιπές πηγές. Ο δείκτης μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ) σημείωσε πτώση το 2023, ενώ αυξήθηκε το α΄ τρίμηνο του 2024.

Οι προοπτικές των πιστοληπτικών αξιολογήσεων των τραπεζών διαγράφονται θετικές, υποστηριζόμενες τόσο από το εγχώριο περιβάλλον, δηλαδή την αναβάθμιση του αξιόχρεου της Ελλάδος στην επενδυτική κατηγορία και την ανθεκτικότητα της ελληνικής οικονομίας, όσο και από τις εξελίξεις στα θεμελιώδη μεγέθη των τραπεζών, όπως η βελτίωση της ποιότητας του δανειακού χαρτοφυλακίου τους (με τη μείωση του δείκτη ΜΕΔ) και η ενίσχυση της κεφαλαιακής επάρκειας, της κερδοφορίας και της ρευστότητάς τους.

## 2 ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΠΙΣΤΗ

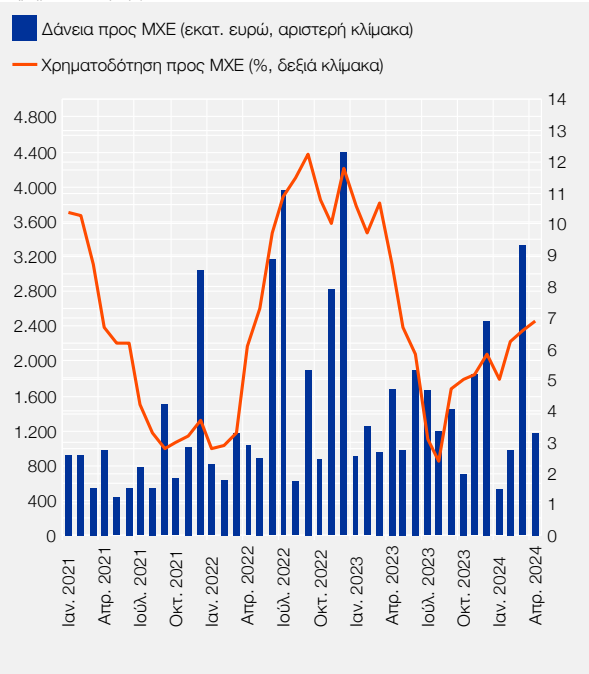
Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου των τραπεζικών πιστώσεων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (ΜΧΕ), παρά την επιβράδυνση που εμφάνισε κατά το 2023, διατηρήθηκε σε σημαντικό επίπεδο μέχρι το τέλος του έτους και ενισχύθηκε το πρώτο τετράμηνο του 2024.

Αναλυτικότερα, τον Απρίλιο του 2024 ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της χρηματοδότησης προς τις ΜΧΕ επιταχύνθηκε σε 6,9% από 5,8% το Δεκέμβριο του 2023 (βλ. Διάγραμμα VI.2). Την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2024 η μέση μηνιαία καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης προς ΜΧΕ ήταν οριακά αρνητική, -3,9 εκατ. ευρώ, έναντι -154 εκατ. ευρώ το ίδιο διάστημα του 2023. Επίσης, η πορεία των νέων τραπεζικών δανείων προς τις ΜΧΕ ήταν ανοδική: η μέση μηνιαία ακαθάριστη ροή τραπεζικών δανείων καθορισμένης διάρκειας προς τις ΜΧΕ το πρώτο τετράμηνο του 2024 διαμορφώθηκε σε 1,5 δισεκ. ευρώ (έναντι 1,2 δισεκ. ευρώ το αντίστοιχο τετράμηνο του 2023), εκ των οποίων 1,1 δισεκ. ευρώ ήταν προς μεγάλες ΜΧΕ. Η αντίστοιχη ροή δανείων προς τις ΜΜΕ επίσης αυξήθηκε το πρώτο τετράμηνο του 2024 (432 εκατ. ευρώ) έναντι του ίδιου τετραμήνου ένα έτος νωρίτερα (264 εκατ. ευρώ). Το μέσο μηνιαίο υπόλοιπο της τραπεζικής χρηματοδότησης χωρίς καθορισμένη διάρκεια (δηλ. των πιστωτικών γραμμών και άλλων διευκολύνσεων) προς τις ΜΧΕ αυξήθηκε κατά 9,2% το πρώτο τετράμηνο του 2024 σε σύγκριση με το αντίστοιχο τετράμηνο του 2023.

Η αύξηση του ετήσιου ρυθμού της τραπεζικής πιστωτικής επέκτασης προς τις ΜΧΕ το τετράμηνο Ιανουαρίου-Απριλίου 2024 αντανακλά ανάκαμψη της ζήτησης χορηγήσεων κυρίως από πλευράς μεγάλων επιχειρήσεων – μετά τη μείωση που αυτή είχε καταγράψει το 2023 – καθώς ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του ονομαστικού ΑΕΠ επιταχύνθηκε. Αντίθετα, η άνοδος στα τραπεζικά επιτόκια δανεισμού προς τις ΜΧΕ έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2023 συνέχισε να ασκεί αρνητική επίδραση στη ζήτηση. Τα αποτελέσματα της Έρευνας Τραπεζικών Χορηγήσεων για την Ελλάδα καταγράφουν άνοδο της ζήτησης πιστώσεων εκ μέρους των ΜΧΕ για το α΄ τρίμηνο του τρέχοντος έτους (έναντι του αμέσως προηγούμενου τριμήνου). Όσον αφορά την προσφορά, η ρευστότητα των ελληνικών τραπεζών παρέμεινε το διάστημα αυτό σε επίπεδο ικανό ώστε να δύνανται να

**Διάγραμμα VI.2 Τραπεζική χρηματοδότηση και δάνεια με καθορισμένη διάρκεια προς ΜΧΕ (Ιανουάριος 2021-Απρίλιος 2024)**

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

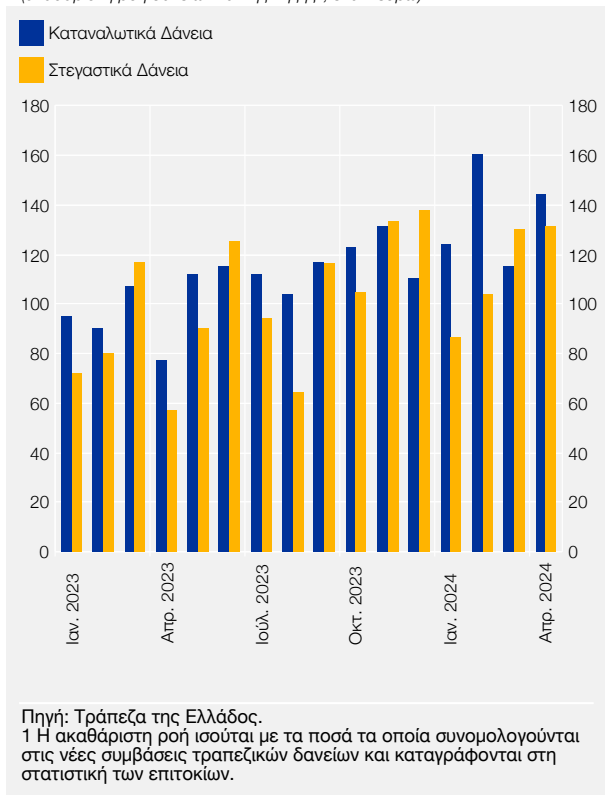


Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

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

**Διάγραμμα VI.3 Τραπεζικά δάνεια με καθορισμένη διάρκεια προς νοικοκυριά (Ιανουάριος 2023-Απρίλιος 2024)**

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



παρέχουν χωρίς δυσχέρειες πιστώσεις προς βιώσιμα επενδυτικά σχέδια και επιχειρήσεις. Από την μία πλευρά, η χρηματοδότηση από το Ευρωσύστημα μειώθηκε περαιτέρω το εν λόγω τετράμηνο και η σωρευτική καθαρή ροή καταθέσεων λιανικής ήταν αρνητική. Από την άλλη πλευρά, οι τράπεζες συγκέντρωσαν σημαντικά κεφάλαια μέσω της έκδοσης ομολόγων και από τη διατραπεζική αγορά του εξωτερικού.

Ως προς τη συμβολή της πιστωτικής επέκτασης των τραπεζών στη χρηματοδότηση των επενδυτικών σχεδίων που υπάγονται στο πλαίσιο του RRF, τα ποσά των “τραπεζικών δανείων συγχρηματοδότησης” που εκταμιεύθηκαν προς τις ΜΧΕ μέσω του RRF την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2024 ήταν 270 εκατ. ευρώ. Ωστόσο, οι υπογραφές συμβάσεων για συγχρηματοδοτούμενα τραπεζικά δάνεια ανήλθαν από την έναρξη της εφαρμογής του προγράμματος στις αρχές του 2022 μέχρι τον Απρίλιο του 2024 σε 3,5 δισεκ. ευρώ, εκ των οποίων έχουν εκταμιευθεί μέχρι τώρα σχεδόν 1 δισεκ. ευρώ (έναρξη εκταμιεύσεων: Ιούνιος 2022). Υπενθυμίζεται ότι τα “τραπεζικά δάνεια συγχρηματοδότησης” προς τις ΜΧΕ (δηλ. δάνεια με αμιγώς τραπεζικούς πόρους) περιλαμβάνονται στην τραπεζική πιστωτική επέκταση και συμπληρώνουν – σύμφωνα με το σχήμα χρηματοδότησης που προβλέπει το πλαί-

σιο του RRF – τα “δάνεια του RRF” προς τις ΜΧΕ, τα οποία (αν και επίσης χορηγούνται με τη διαμεσολάβηση των εμπορικών τραπεζών) χρησιμοποιούν δημόσια κονδύλια και δεν αποτελούν μέρος της τραπεζικής πιστωτικής επέκτασης. Οι χρηματοδοτήσεις της ΕΤΕπ και της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Ανασυγκρότησης και Ανάπτυξης στο πλαίσιο του RRF επίσης αποτελούν κονδύλια τα οποία επηρεάζουν μεν τη συνολική πιστωτική επέκταση που θα λάβουν οι ΜΧΕ αλλά δεν περιέχονται στην τραπεζική πιστωτική επέκταση. Η παρατηρούμενη υστέρηση των εκταμιεύσεων δανείων στο πλαίσιο του RRF σε σχέση με τις συμβάσεις οι οποίες συνομολογήθηκαν σχετίζεται σε ορισμένες περιπτώσεις με το γεγονός ότι αυτές αφορούν π.χ. μεγάλα επενδυτικά έργα, τα οποία είναι αναμενόμενο να προαπαιτούν ενδεχομένως χρονοβόρες διαδικασίες, όπως την έκδοση αδειών ή διαδικασίες που σχετίζονται με τις κατασκευές (π.χ. πολεοδομικές), με αποτέλεσμα οι σχετικές εκταμιεύσεις να γίνονται σταδιακά, σε μεγαλύτερο χρονικό ορίζοντα. Επίσης, καθυστερήσεις στην εκταμίευση ορισμένων ήδη συμβασιολογημένων δανείων μπορεί να προέλθουν από τεχνικούς λόγους που σχετίζονται με δυσχέρειες στην εφαρμογή των προϋποθέσεων του ίδιου του πλαισίου του RRF, όπως π.χ. λόγω της στοχοθεσίας για την κατανομή των διαθέσιμων πόρων ανά πυλώνα.

Ο ρυθμός μεταβολής του υπολοίπου των τραπεζικών πιστώσεων προς τα νοικοκυριά έγινε λιγότερο αρνητικός το πρώτο τετράμηνο του 2024, ως αποτέλεσμα της συνεχιζόμενης επιτάχυνσης του ρυθμού ανόδου των καταναλωτικών δανείων (Απρίλιος 2024: 5,4%), καθώς και του περιορισμού του ρυθμού συρρίκνωσης των στεγαστικών δανείων (Απρίλιος 2024: -2,9%). Σημειώνεται ότι το πρώτο τετράμηνο του έτους τα στεγαστικά και τα καταναλωτικά δάνεια ανήλθαν σε 39,1% και 46,9% της μέσης ακαθάριστης ροής δανείων προς τα νοικοκυριά (περιλαμβανομένων και των ελεύθερων επαγγελματιών) αντίστοιχα. Το υπόλοιπο της εκάστοτε κατηγορίας ως ποσοστό του συνολικού υπολοίπου των τραπεζικών πιστώσεων προς τα νοικοκυριά και τις ΜΧΕ κατά μέσο όρο το πρώτο τετράμηνο του 2024 ήταν για τα μεν στεγαστικά δάνεια 25,8%, για τα δε καταναλωτικά 8,0%. Η μέση μηνιαία ακαθάριστη ροή (βλ. Διάγραμμα VI.3)

τόσο των καταναλωτικών δανείων καθορισμένης διάρκειας όσο και των στεγαστικών αυξήθηκε το πρώτο τετράμηνο του 2024 έναντι του ίδιου διαστήματος του 2023 (καταναλωτικά δάνεια: 136 εκατ. ευρώ από 92 εκατ. ευρώ το πρώτο τετράμηνο του 2023, στεγαστικά δάνεια: 113 εκατ. ευρώ από 81 εκατ. ευρώ το πρώτο τετράμηνο του 2023). Στην περίπτωση των στεγαστικών δανείων αυτή η αύξηση σχετίζεται με την άνοδο του δείκτη τιμών των κατοικιών. Αντίθετα, η άνοδος των τραπεζικών επιτοκίων για στεγαστικά δάνεια σε ετήσια βάση και οι συσσωρευμένες, μετά την πανδημία, αποταμιεύσεις των νοικοκυριών είχαν αρνητικές επιδράσεις στη ζήτηση δανείων. Η εξέλιξη της αντίστοιχης ροής των καταναλωτικών δανείων είναι συνεπής με την άνοδο της ιδιωτικής κατανάλωσης.

Όσον αφορά τη μελλοντική πορεία των τραπεζικών χορηγήσεων προς τις ΜΧΕ, η αναμενόμενη ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας το τρέχον έτος πρόκειται να στηρίξει την πιστωτική επέκταση. Τα υψηλά επιτόκια των τραπεζικών δανείων εκτιμάται ότι θα συνεχίσουν κατά το τρέχον έτος να συμβάλλουν αρνητικά στην πιστωτική επέκταση έως ότου οι αναμενόμενες περαιτέρω μειώσεις των επιτοκίων πολιτικής της ΕΚΤ ξεκινήσουν, σε επόμενη φάση, να ασκούν θετικές επιδράσεις. Βέβαια, σε πραγματικούς όρους, τα δανειακά επιτόκια είναι δυνατόν αρχικά να αυξηθούν και άλλο, καθώς ο πληθωρισμός υποχωρεί. Η μέχρι σήμερα απορρόφηση των πόρων του RRF και οι σχετιζόμενες υπογραφές συμβάσεων μεγάλης αξίας για νέα δάνεια προμηνύουν ενίσχυση της χρηματοδότησης προς τις ΜΧΕ το επόμενο διάστημα. Την επίδραση αυτή μεγεθύνει και το ευνοϊκό επενδυτικό περιβάλλον μετά την αναβάθμιση της ελληνικής οικονομίας στην επενδυτική κατηγορία. Επιπλέον, στη χορήγηση νέων πιστώσεων θα συντείνουν οι πόροι συγχρηματοδότησης εκ μέρους των τραπεζών και της ΕΤΕπ που θα διατεθούν στο πλαίσιο του ΕΣΠΑ (2021-2027), καθώς και τα κονδύλια που διαχειρίζεται η Ελληνική Αναπτυξιακή Τράπεζα.

#### Πλαίσιο VI.1

### ΤΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΗΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΑΠΟ ΤΗ ΒΑΣΗ ΑΝΑΛΥΤΙΚΩΝ ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ AnaCredit

Το παρόν πλαίσιο επιχειρεί να σκιαγραφήσει τα βασικά χαρακτηριστικά του χαρτοφυλακίου επιχειρηματικών δανείων των εγχώριων πιστωτικών ιδρυμάτων, όπως καταγράφονται στη στατιστική βάση αναλυτικών πιστωτικών δεδομένων AnaCredit.<sup>1</sup> Η στατιστική βάση AnaCredit περιλαμβάνει μικροδεδομένα για τραπεζικές χρηματοδοτήσεις προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις συνολικού ύψους άνω των 5.000 ευρώ ανά οφειλέτη και ανά πιστωτικό ίδρυμα. Η αξιοποίηση των εν λόγω μικροδεδομένων διευρύνει σημαντικά τη διαθέσιμη πληροφόρηση σε σύγκριση με τις συγκεντρωτικές στατιστικές.

#### Υπόλοιπα δανείων

Σύμφωνα με τα στοιχεία της στατιστικής βάσης,<sup>2</sup> το υπόλοιπο δανειακών οφειλών των εγχώριων μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (ΜΧΕ) προς τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα ήταν 64,7 δισεκ. ευρώ το Φεβρουάριο του τρέχοντος έτους.<sup>3</sup>

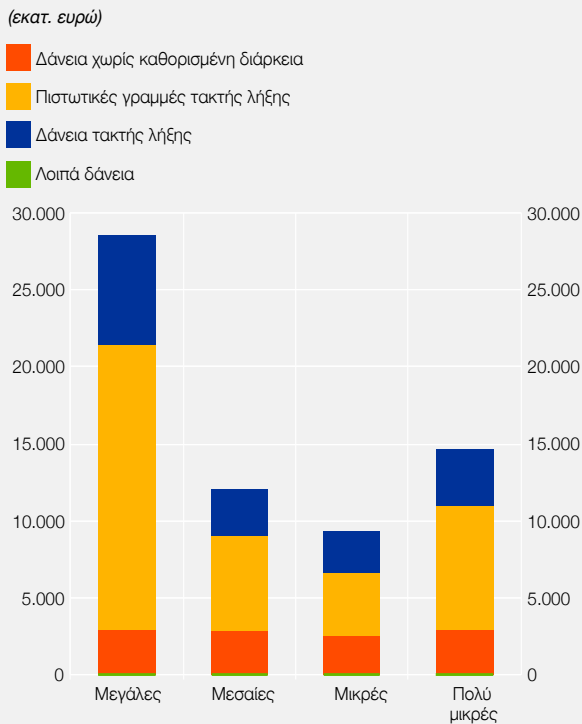
Από αυτό το ποσό, το μεγαλύτερο μερίδιο αντιστοιχούσε σε επιχειρήσεις μεγάλου μεγέθους (βλ. Διάγραμμα Α). Ειδικότερα, στις μεγάλες επιχειρήσεις αναλογούσε ποσοστό 44% επί του συνολικού υπολοίπου, στις πολύ μικρές επι-

1 Το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τράπεζων (ΕΣΚΤ) ξεκίνησε από το Σεπτέμβριο του 2018 τη συλλογή αναλυτικών στοιχείων χορηγήσεων προς νομικά πρόσωπα (επιχειρήσεις). Στην Ελλάδα υπεύθυνη για τη συλλογή, τον ποιοτικό έλεγχο και την αποστολή στοιχείων στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) είναι η Τράπεζα της Ελλάδος, σύμφωνα με τον Κανονισμό (ΕΕ) 2016/867 της ΕΚΤ και τις Πράξεις Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος 2677/19.5.2017 και 2692/30.6.2023. Βλ. [AnaCredit \(Analytical Credit Datasets\)](#).

2 Η παρούσα ανάλυση στηρίχθηκε σε πληθυσμό 159.437 παρατηρήσεων, για 8 μεταβλητές, όπως καταγράφηκαν στη στατιστική βάση AnaCredit στο τέλος Φεβρουαρίου του τρέχοντος έτους.

3 Στο ποσό περιλαμβάνονται και οι εκτός ισολογισμού απαιτήσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων από εγχώριες ΜΧΕ. Δεν περιλαμβάνονται δανειακές υποχρεώσεις των ΜΧΕ προς τρίτους εκτός τραπεζών (π.χ. εταιρίες διαχείρισης απαιτήσεων, Δημόσιο κ.ά.).

**Διάγραμμα Α Υπόλοιπο δανείων μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, Φεβρουάριος 2024**



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.  
 Σημείωση: Στα δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια περιλαμβάνονται οι πιστωτικές κάρτες, οι υπερανλήψεις από λογαριασμούς όψεως και οι ανακυκλούμενες πιστώσεις. Στα λοιπά δάνεια περιλαμβάνονται λοιπές μορφές πιστώσεων, π.χ. οι χρηματοδοτικές μισθώσεις.

χειρήσεις 23%, στις μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις 19% και στις μικρές επιχειρήσεις 15%. Όσον αφορά το πλήθος δανείων, πάνω από το ήμισυ (53%) αναλογούσε στις πολύ μικρές επιχειρήσεις. Στις μικρές αντιστοιχούσε περίπου το 1/3, στις μεσαίες περίπου το 1/8, ενώ μόλις το 1/25 του πλήθους των δανείων αφορούσε μεγάλες επιχειρήσεις.

Η ταξινόμηση των επιχειρήσεων ανά μέγεθος είναι συνεπής με τον ορισμό της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (Σύσταση 2003/361/ΕΚ) και περιλαμβάνει τις εξής κατηγορίες:

- (α) Πολύ μικρή επιχείρηση: απασχολεί λιγότερα από 10 άτομα και ο ετήσιος κύκλος εργασιών ή/και το σύνολο του ισολογισμού δεν υπερβαίνει τα 2 εκατομμύρια ευρώ.
- (β) Μικρή επιχείρηση: δεν ανήκει στις πολύ μικρές, απασχολεί λιγότερα από 50 άτομα και ο ετήσιος κύκλος εργασιών ή/και το σύνολο του ισολογισμού δεν υπερβαίνει τα 10 εκατομμύρια ευρώ.
- (γ) Μεσαία επιχείρηση: δεν ανήκει στις μικρές και πολύ μικρές επιχειρήσεις, απασχολεί λιγότερα από 250 άτομα και ο ετήσιος κύκλος εργασιών δεν υπερβαίνει τα 50 εκατομμύρια ευρώ ή/και το σύνολο του ισολογισμού δεν υπερβαίνει τα 43 εκατομμύρια ευρώ.
- (δ) Μεγάλη επιχείρηση: δεν ανήκει στην κατηγορία των πολύ μικρών, μικρών ή μεσαίων επιχειρήσεων.

Από τα ανωτέρω σκιαγραφείται ότι οι μεγάλες επιχειρήσεις κατά κανόνα λαμβάνουν δάνεια μεγαλύτερου ύψους από ό,τι οι επιχειρήσεις μικρού και μεσαίου μεγέθους. Πράγματι, το μέσο ποσό δανείου που συνάπτεται για τις επιχειρήσεις μεγάλου μεγέθους υπολογίζεται σε περίπου 10 εκατ. ευρώ, για τις μεσαίες 1,1 εκατ. ευρώ, ενώ η αντίστοιχη μέση αξία δανειακής σύμβασης για τις επιχειρήσεις μικρού ή πολύ μικρού μεγέθους δεν υπερβαίνει το 0,5 εκατ. ευρώ.

Όσον αφορά τη σχετική σπουδαιότητα των διαφόρων κατηγοριών πιστωτικών προϊόντων, μεγαλύτερο μερίδιο ως προς τα υφιστάμενα υπόλοιπα καταλαμβάνουν, ανεξαρτήτως μεγέθους επιχείρησης, οι πιστωτικές γραμμές τακτής λήξης (βλ. Διάγραμμα Α). Πρόκειται για πιστώσεις στις οποίες η οφειλέτρια επιχείρηση μπορεί να αντλήσει ή να επιστρέψει χρηματοδότηση μέχρι ένα προεγκεκριμένο πιστωτικό όριο χωρίς να απευθύνει προηγούμενη ειδοποίηση στον πιστωτή, αλλά η πίστωση δεν έχει μορφή ανακυκλούμενης πίστωσης, πιστωτικής κάρτας ή υπερανλήψης.<sup>4</sup> Κατ' ουσίαν πρόκειται για δάνεια τακτής λήξης που παρέχουν τη δυνατότητα σταδιακών (τμηματικών) αναλήψεων του συνολικού αρχικού δανείου. Σε αυτή την κατηγορία δανεισμού αντιστοιχεί το 56,7% του συνόλου των δανειακών οφειλών των ΜΧΕ. Δεύτερη σε σχετική σπουδαιότητα κατηγορία προϊόντος (25,8%) είναι τα δάνεια τακτής λήξης που δεν είναι πιστωτικές γραμμές. Το εν λόγω χαρτοφυλάκιο κατ' ουσίαν περιλαμβάνει τοκοχρεολυτικά δάνεια τα οποία εκταμιεύονται στο σύνολό τους εφάπαξ. Τέλος, οι ανακυκλούμενες πιστώσεις, δηλ. οι πιστώσεις που παρέχουν στο δανειολήπτη τη δυνατότητα επαναλαμβανόμενων αναλήψεων εφόσον το δάνειο εξυπηρετείται, συνιστούσαν το 17,2% του συνολικού υπολοίπου των δανειακών υποχρεώσεων των ΜΧΕ το Φεβρουάριο του 2024. Οι τρεις αυτές κατηγορίες καλύπτουν σχεδόν το σύνολο των τραπεζικών δανείων προς τις εγχώριες μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις.

4 Για τις κατηγορίες των δανειακών προϊόντων που περιλαμβάνονται στη στατιστική βάση AnaCredit βλ. ECB, AnaCredit Reporting Manual, Part II – Datasets and data attributes, p. 28-48, May 2019.



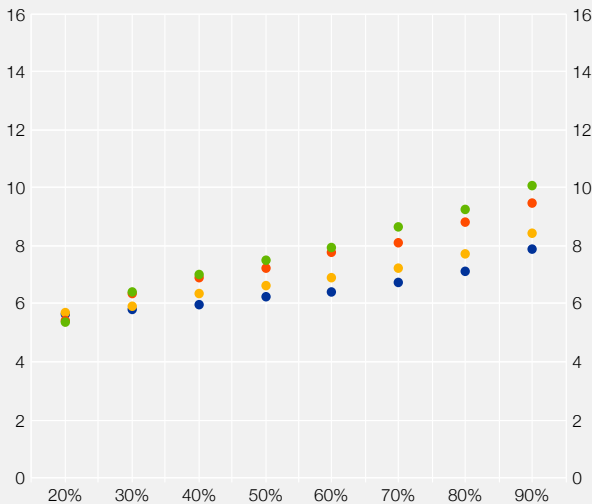
### Ονομαστικό επιτόκιο δανείων

Σύμφωνα με τα στοιχεία της στατιστικής βάσης AnaCredit, το μεσοσταθμικό ονομαστικό επιτόκιο<sup>5</sup> δανεισμού ανά μέγεθος επιχείρησης εκτιμάται μεταξύ 6,2% και 7,0% (βλ. Διάγραμμα Β). Μάλιστα, παρατηρείται αντίστροφη σχέση μεταξύ μεσοσταθμικού επιτοκίου δανεισμού και μεγέθους επιχείρησης. Ομοίως, η τιμή της διαμέσου των ονομαστικών επιτοκίων κυμαίνεται από 6,3% για τις μεγάλες επιχειρήσεις έως 7,6% για τις πολύ μικρές επιχειρήσεις (βλ. Διάγραμμα Β). Καταδεικνύεται ότι οι μεγάλες επιχειρήσεις κατά μέσο όρο έχουν δανειστεί με ευνοϊκότερους όρους συγκριτικά με τις επιχειρήσεις μικρού μεγέθους, το οποίο δύναται να δικαιολογηθεί αφενός από τα ποιοτικά χαρακτηριστικά του εν λόγω χαρτοφυλακίου (μικρότερο ποσοστό δανείων σε καθυστέρηση) και αφετέρου από τη μεγαλύτερη δυνατότητα διαπραγμάτευσης των όρων δανεισμού λόγω του υψηλότερου μέσου μεγέθους δανείου, αλλά και της πρόσβασής τους σε εναλλακτικές πηγές άντλησης χρηματοδότησης όπως οι αγορές ομο-

**Διάγραμμα Γ Μέγιστο επιτόκιο δανεισμού ανά δεκατημόριο της κατανομής επιχειρηματικών δανείων, Φεβρουάριος 2024**

(ποσοστά % ετησίως)

- Μεγάλες
- Μεσαίες
- Μικρές
- Πολύ μικρές



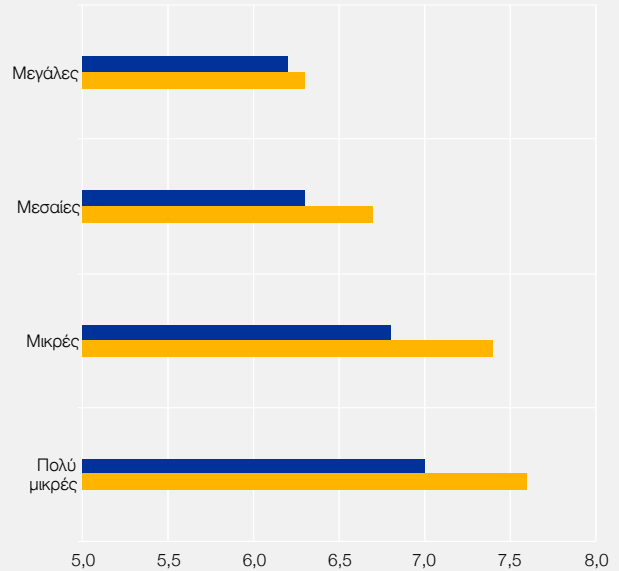
Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Σημειώσεις: 1) Στα δάνεια περιλαμβάνονται οι πιστωτικές γραμμές τακτής λήξης, τα δάνεια τακτής λήξης και οι ανακυκλούμενες πιστώσεις (99,6% του συνόλου των πιστώσεων προς ΜΧΕ). 2) Τα δάνεια έχουν ταξινομηθεί από το φθηνότερο προς το ακριβότερο.

**Διάγραμμα Β Μέση τιμή και διάμεσος ονομαστικών επιτοκίων τραπεζικών δανείων προς ΜΧΕ, Φεβρουάριος 2024**

(ποσοστά % ετησίως)

- Σταθμισμένος μέσος όρος
- Διάμεσος



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

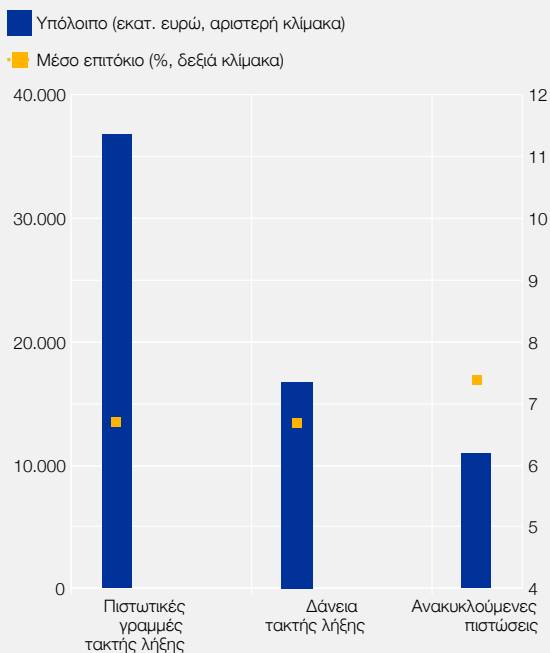
Σημείωση: Το μεσοσταθμικό επιτόκιο τραπεζικών δανείων υπολογίζεται ως μέσος όρος των μέσων ονομαστικών επιτοκίων ανά κατηγορία προϊόντος, σταθμισμένος με βάση το υπόλοιπο τέλους Φεβρουαρίου κάθε κατηγορίας δανειακού προϊόντος.

λόγων και κεφαλαίων. Η παραπάνω διαφοροποίηση παρατηρείται σε όλες τις επιμέρους κατηγορίες πιστωτικών προϊόντων.

Στο Διάγραμμα Γ παρουσιάζονται οι τιμές των ονομαστικών επιτοκίων δανείων ανά δεκατημόριο πλήθους δανείων. Για τους σκοπούς της ανάλυσης, το πλήθος των δανείων κατατάσσεται από το φθηνότερο προς το ακριβότερο. Συνεπώς, στο εκάστοτε δεκατημόριο παρουσιάζεται το μέγιστο επιτόκιο δανεισμού κάτω από το οποίο αντιστοιχεί το ανάλογο ποσοστό δανείων (π.χ. 20% = κάτω από το επιτόκιο αναλογεί το 20% των φθηνότερων δανείων). Καταδεικνύεται ότι οι πολύ μικρές και οι μικρές επιχειρήσεις κατά κανόνα καταγράφουν μέγιστο επιτόκιο δανεισμού υψηλότερο από ό,τι οι μεγάλες επιχειρήσεις. Το μέγιστο επιτόκιο δανεισμού δεν διαφοροποιείται σημαντικά ανά κατηγορία μεγέθους επιχείρησης έως το 3ο δεκατημόριο. Δηλαδή φαίνεται ότι τα πιστωτικά ιδρύματα για ένα ποσοστό

5 Το μεσοσταθμικό επιτόκιο τραπεζικών δανείων υπολογίζεται ως ο μέσος όρος των μέσων ονομαστικών επιτοκίων ανά κατηγορία προϊόντος, σταθμισμένος με βάση το υπόλοιπο τέλους Φεβρουαρίου κάθε κατηγορίας προϊόντος.

**Διάγραμμα Δ Επιτόκιο και υπόλοιπο επιχειρηματικών δανείων ανά κατηγορία προϊόντος, Φεβρουάριος 2024**



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

δανείων της τάξεως του 30% εκτιμούν παρόμοιο πιστωτικό κίνδυνο μεταξύ των κατηγοριών μεγέθους των επιχειρήσεων. Από το 5ο δεκατημόριο (όσο προστίθενται δάνεια υψηλότερων επιτοκίων), το μέγιστο επιτόκιο δανεισμού στις μικρές και πολύ μικρές επιχειρήσεις προοδευτικά αποκλίνει από το αντίστοιχο των μεγάλων επιχειρήσεων. Συνάγεται ότι τα υψηλότερου κινδύνου δάνεια για τις μικρές και πολύ μικρές επιχειρήσεις τιμολογούνται ακριβότερα έναντι των αντίστοιχων δανείων προς μεγάλες επιχειρήσεις, πιθανόν διότι πολλές πιστοδοτήσεις προς μικρές επιχειρήσεις ενέχουν αναλογικά πολύ μεγαλύτερο κίνδυνο αθέτησης. Ενδεικτικά, για το ήμισυ των φθηνότερων σε όρους ονομαστικού επιτοκίου δανείων, οι μικρές επιχειρήσεις δανείζονται με μέγιστο επιτόκιο κατά 1,3 ποσοστιαίες μονάδες υψηλότερο έναντι των μεγάλων επιχειρήσεων, ενώ στο 90% των δανείων η εν λόγω απόκλιση ανέρχεται σε 2,2 ποσοστιαίες μονάδες.

Όσον αφορά το επιτόκιο δανεισμού ανά κατηγορία προϊόντος για τις τρεις σημαντικότερες σε όρους όγκου κατηγορίες προϊόντων, φαίνεται ότι υπάρχει διαφοροποίηση στην τιμολόγηση των δανείων χωρίς καθορισμένη διάρκεια έναντι των δανείων τακτής λήξης (βλ. Διάγραμμα Δ), πιθανώς λόγω του υψηλότερου πιστωτικού κινδύνου στα δάνεια αυτής της κατηγορίας και

του αυξημένου για τις τράπεζες διαχειριστικού κόστους. Έτσι, το μέσο επιτόκιο στα δάνεια τακτής λήξης ανέρχεται το Φεβρουάριο του 2024 σε 6,7%, τόσο στην περίπτωση των πιστωτικών γραμμών τακτής λήξης όσο και στην περίπτωση των τοκοχρεολυτικών δανείων τακτής λήξης, ενώ το μέσο επιτόκιο δανεισμού στις ανακυκλούμενες πιστώσεις διαμορφώθηκε κατά 0,7 της ποσοστιαίας μονάδας υψηλότερα, σε 7,4%.

**Βασικοί παράγοντες επιτοκιακού και συναλλαγματικού κινδύνου**

Από τη σκοπιά των επιχειρήσεων, επιτοκιακός κίνδυνος είναι ο κίνδυνος να αυξηθούν οι δαπάνες εξυπηρέτησης του δανείου εξαιτίας μεταβολών στο επίπεδο των επιτοκίων. Το πόσο αλλάζει το μέγεθος αυτό, δηλαδή η ευαισθησία των χρηματοροών των επιχειρήσεων για πληρωμές δανειακών υποχρεώσεων, επηρεάζεται από το είδος του επιτοκίου δανεισμού και τη διάρκεια του δανείου. Τα τοκοχρεολύσια δανείων που έχουν συναφθεί με πολυετές σταθερό επιτόκιο δεν επηρεάζονται από μία άνοδο των επιτοκίων πολιτικής, εν αντιθέσει με αυτά των δανείων που έχουν συναφθεί με κυμαινόμενο επιτόκιο.

Σύμφωνα με τα στοιχεία της στατιστικής βάσης AnaCredit, η πλειονότητα των επιχειρηματικών δανείων στα χαρτοφυλάκια των ελληνικών τραπεζών, άνω του 75% του υπολοίπου των επιχειρηματικών δανείων το Φεβρουάριο του τρέχοντος έτους, αφορά δάνεια με κυμαινόμενο επιτόκιο. Όμοια ποσοστά δανείων κυμαινόμενου επιτοκίου παρατηρούνται ανεξαρτήτως μεγέθους επιχείρησης. Στα δάνεια με κυμαινόμενο επιτόκιο, η αναπροσαρμογή του επιτοκίου ορίζεται ανά μήνα ή ανά τρίμηνο (36% του αριθμού των δανείων με κυμαινόμενο επιτόκιο) ή πραγματοποιείται κατά τη διακριτική ευχέρεια του πιστωτικού ιδρύματος (33% του αριθμού των δανείων με κυμαινόμενο επιτόκιο). Μεταξύ των επιμέρους κατηγοριών προϊόντων, ελαφρώς υψηλότερο μερίδιο σε δάνεια σταθερού επιτοκίου (31%) παρουσιάζεται στην κατηγορία των πιστωτικών γραμμών τακτής λήξης.

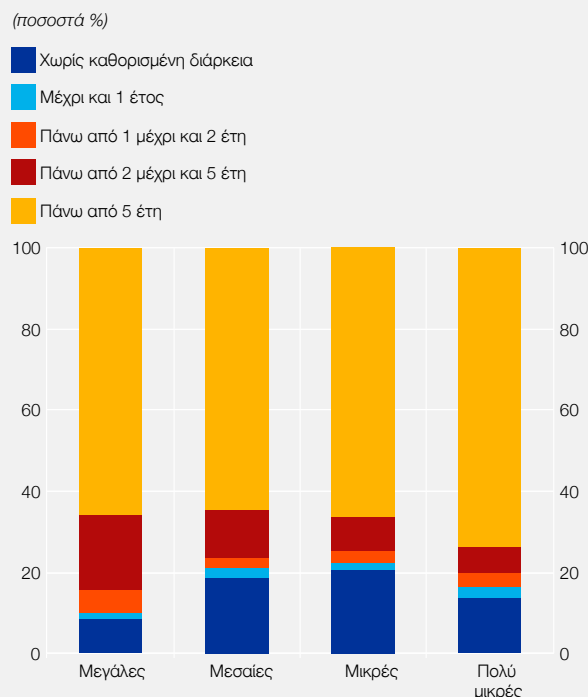
Όσον αφορά την αρχική διάρκεια των δανείων κατά τη σύναψη των δανειακών συμβάσεων, στην πλειονότητά τους (άνω του 65%) αφορούν διάρκειες άνω των 5 ετών, με το ποσοστό να ανέρχεται σε 74% στις πολύ μικρές επιχειρήσεις (βλ. Διάγραμμα Ε).

Τέλος, όσον αφορά το συναλλαγματικό κίνδυνο, δηλαδή τον κίνδυνο να αλλάξει η αξία των δανειακών οφειλών εξαιτίας μεταβολών στις συναλλαγματικές ισοτιμίες, το Φεβρουάριο του 2024 μόλις το 0,6% της αξίας του υπολοίπου των επιχειρηματικών δανείων αντιστοιχούσε σε δάνεια που έχουν συναφθεί σε νόμισμα πλην του ευρώ, κυρίως δάνεια σε δολάριο ΗΠΑ ή σε ελβετικό φράγκο.

### Συμπεράσματα

Από τα στοιχεία της βάσης αναλυτικών πιστωτικών δεδομένων AnaCredit προκύπτει ότι η πλειονότητα των δανείων αφορά: (α) μακροπρόθεσμα δάνεια, (β) δάνεια καθορισμένης διάρκειας, (γ) δάνεια κυμαινόμενου επιτοκίου και (δ) δάνεια σε ευρώ. Όσον αφορά τη διαφοροποίηση των χαρακτηριστικών ανά μέγεθος επιχείρησης, καταδεικνύεται ότι οι επιχειρήσεις μεγάλου μεγέθους λαμβάνουν μεγαλύτερα ποσά δανεισμού και ευνοϊκότερους όρους χρηματοδότησης σε σύγκριση με τις επιχειρήσεις μικρού και πολύ μικρού μεγέθους. Όσον αφορά την τιμολόγηση ανά προϊόν δανείου, καταγράφεται ελαφρώς υψηλότερη μέση τιμή στο επιτόκιο των δανείων μη καθορισμένης διάρκειας έναντι των δανείων τακτής λήξης.

Διάγραμμα Ε Μεριδίο δανείων ανά διάρκεια δανεισμού, Φεβρουάριος 2024



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

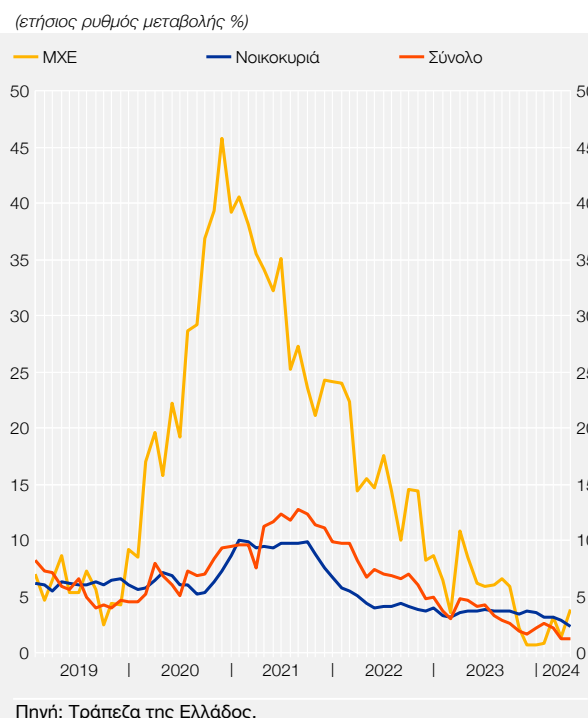
## 3 ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ

Μετά από συνολική ετήσια αύξηση κατά 5,8 δισεκ. ευρώ το 2023, κατά τους πρώτους τέσσερις μήνες του 2024 το απόθεμα των καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα κατέγραψε σωρευτική υποχώρηση κατά 4,2 δισεκ. ευρώ, η οποία ήταν εντονότερη σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο πέρυσι, καθώς η μολοντί περιορισμένη κατά 1/3 μείωση των επιχειρηματικών καταθέσεων συνοδεύθηκε από ελάττωση και των καταθέσεων των νοικοκυριών. Το υπόλοιπο των ιδιωτικών καταθέσεων διαμορφώθηκε τον Απρίλιο του 2024 σε 190,7 δισεκ. ευρώ.

Την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2024 οι καταθέσεις των νοικοκυριών σημείωσαν μείωση κατά 1,5 δισεκ. ευρώ, έναντι αύξησης κατά 0,2 δισεκ. ευρώ το ίδιο διάστημα πέρυσι, ενώ ο ετήσιος ρυθμός ανόδου τους συνέχισε να επιβραδύνεται (Απρίλιος 2024: 2,3%, Δεκέμβριος 2023: 3,5%, βλ. Διάγραμμα VI.4).

Οι επιχειρηματικές καταθέσεις μειώθηκαν κατά 2,6 δισεκ. ευρώ τους πρώτους τέσσερις μήνες του 2024, έναντι υποχώρησης κατά 3,8 δισεκ.

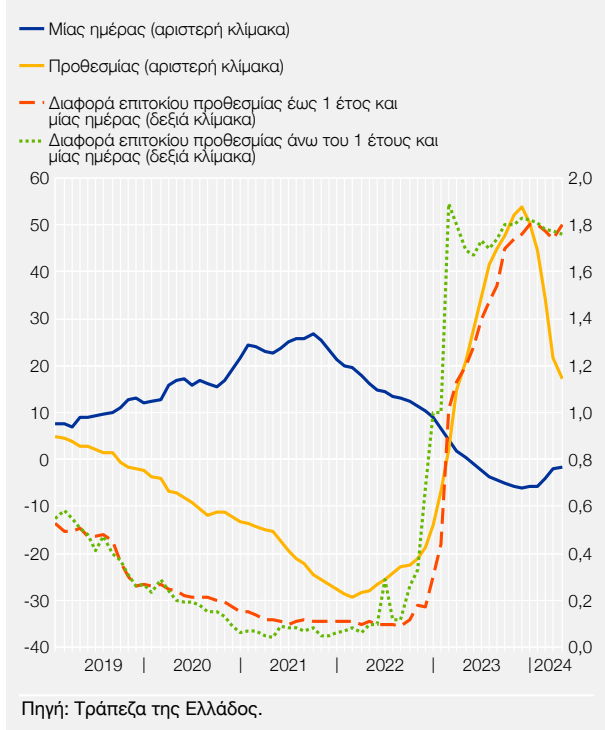
Διάγραμμα VI.4 Καταθέσεις στις εγχώριες τράπεζες (Ιανουάριος 2019-Απρίλιος 2024)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

**Διάγραμμα VI.5 Καταθέσεις των νοικοκυριών με βάση το βαθμό ρευστότητας και διαφορά επιτοκίου καταθέσεων προθεσμίας και μίας ημέρας (Ιανουάριος 2019-Απρίλιος 2024)**

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής % και διαφορά σε ποσοστιαίες μονάδες)



σερις μήνες του 2024, οι καταθέσεις προθεσμίας των νοικοκυριών παρουσίασαν αύξηση μόλις κατά 0,2 δισεκ. ευρώ, σε σύγκριση με την αύξηση κατά 6,9 δισεκ. ευρώ το αντίστοιχο διάστημα του 2023. Τουναντίον παρατηρήθηκε σημαντική ενίσχυση των τοποθετήσεων των νοικοκυριών σε εναλλακτικές τοποθετήσεις, όπως τα έντοκα γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου, καθώς από το Σεπτέμβριο του 2023 το Ελληνικό Δημόσιο παρέχει και πάλι τη δυνατότητα σε φυσικά πρόσωπα να επενδύσουν τις αποταμιεύσεις τους σε τίτλους αυτής της κατηγορίας, μέσω δημόσιας εγγραφής σε οποιαδήποτε τράπεζα ή χρηματιστηριακή εταιρία, με ανώτατο ποσό ονομαστικής αξίας 15.000 ευρώ για κάθε φυσικό πρόσωπο.

Πάντως, ο κύριος όγκος της καταθετικής βάσης των τραπεζών εξακολουθεί να απαρτίζεται από ρευστά διαθέσιμα που τηρούνται σε λογαριασμούς διάρκειας μίας ημέρας (74% των καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα). Το πρώτο τετράμηνο του 2024 παρατηρήθηκε μείωση του υπολοίπου των καταθέσεων μίας ημέρας κατά 4,4% για τις ΜΧΕ (έναντι μείωσης 13,2% το πρώτο τετράμηνο του 2023) και κατά 1,5% για τα νοικοκυριά (έναντι μείωσης 5,5% το πρώτο τετράμηνο του 2023), ενώ ταυτόχρονα οι καταθέσεις προθεσμίας παρουσίασαν μείωση κατά 9,9% για τις ΜΧΕ και οριακή αύξηση κατά 0,8% για τα νοικοκυριά.

Τους πρώτους τέσσερις μήνες του 2024 οι καταθέσεις της κεντρικής κυβέρνησης στις εμπορικές τράπεζες μειώθηκαν κατά 0,3 δισεκ. ευρώ, ενώ ταυτόχρονα μείωση κατά 0,7 δισεκ. ευρώ κατέγραψαν και οι καταθέσεις της κεντρικής κυβέρνησης στην Τράπεζα της Ελλάδος. Οι καταθέσεις στις εμπορικές τράπεζες των Οργανισμών Κοινωνικής Ασφάλισης και των Οργανισμών Τοπικής

ευρώ το αντίστοιχο διάστημα του 2023. Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου των επιχειρηματικών καταθέσεων εξακολούθησε γενικά να επιβραδύνεται μέχρι το Δεκέμβριο του 2023, αλλά στη συνέχεια σημείωσε σταδιακή ανάκαμψη (Απρίλιος 2024: 3,9%, Δεκέμβριος 2023: 0,7%, βλ. Διάγραμμα VI.4).

Διαπιστώνεται ότι η συνεχιζόμενη κατά τους πρώτους μήνες του 2024 επιβράδυνση της ανόδου των ιδιωτικών καταθέσεων προήλθε κυρίως από τις καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας. Σε αντίθεση όμως με τις επιταχυνόμενες αυξήσεις που κατεγράφησαν από το Φεβρουάριο του 2023, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των καταθέσεων με συμφωνημένη διάρκεια (προθεσμίας) σημείωσε σχετική υποχώρηση κατά το πρώτο τετράμηνο του 2024, τόσο όσον αφορά τις καταθέσεις προθεσμίας των νοικοκυριών, αλλά και για τις καταθέσεις προθεσμίας των ΜΧΕ (βλ. Διάγραμμα VI.5). Οι μεταβολές αυτές αποτελούν ενδείξεις επιβράδυνσης της υπό εξέλιξη αναδιάρθρωσης των ρευστών διαθέσιμων των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών προς καταθετικούς λογαριασμούς προθεσμίας, λόγω των σχετικά υψηλότερων αποδόσεων που προσφέρουν.<sup>3</sup> Συγκεκριμένα, κατά τους πρώτους τέσ-

3 Ενδεικτικά αναφέρεται ότι η διαφορά επιτοκίου μεταξύ των καταθέσεων με συμφωνημένη διάρκεια (έως 1 έτος) και των καταθέσεων διάρκειας μίας ημέρας των νοικοκυριών μειώθηκε το πρώτο τετράμηνο του 2024 κατά μία μ.β., έναντι αύξησης κατά 90 μ.β. το πρώτο τετράμηνο του 2023 (αύξηση έτους 2023: 150 μ.β.), ενώ για τις καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια άνω του ενός έτους η εν λόγω διαφορά επιτοκίου μειώθηκε το πρώτο τετράμηνο του 2024 κατά έξι μ.β., έναντι αύξησης κατά 69 μ.β. το πρώτο τετράμηνο του 2023 (αύξηση έτους 2023: 82 μ.β.).

Αυτοδιοίκησης, που μαζί με την κεντρική κυβέρνηση αποτελούν τον τομέα της γενικής κυβέρνησης, αυξήθηκαν κατά 0,1 δισεκ. ευρώ την επισκοπούμενη περίοδο. Όσον αφορά τους λοιπούς τομείς, η συμβολή τους στην καταθετική βάση των τραπεζών ήταν συνολικά θετική, καθώς, μολονότι οι καταθέσεις των ασφαλιστικών επιχειρήσεων και των λοιπών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων μειώθηκαν κατά 0,2 δισεκ. ευρώ, οι καταθέσεις συνολικά των μη κατοίκων και των κατοίκων λοιπών χωρών της ζώνης ευρώ σημείωσαν αύξηση κατά 0,4 δισεκ. ευρώ το πρώτο τετράμηνο του 2024.

Ο ρυθμός αύξησης της ζήτησης καταθέσεων θα ακολουθήσει την εξέλιξη του ρυθμού ανόδου του ΑΕΠ. Επιπρόσθετα η προσδοκώμενη αποκλιμάκωση του πληθωρισμού θα τονώσει τα αποταμιευτικά κίνητρα των ιδιωτών και επομένως τη ζήτηση καταθέσεων ακόμη και όταν τα ονομαστικά επιτόκια αρχίσουν να ακολουθούν πτωτική πορεία εφόσον αποφασισθούν περαιτέρω μειώσεις των επιτοκίων πολιτικής της ΕΚΤ. Βέβαια εάν τα επιτόκια καταθέσεων μειωθούν και σε πραγματικούς όρους, θα ελαττωθεί η ελκυστικότητα των τραπεζικών καταθέσεων ως μέσου διακράτησης πλούτου.

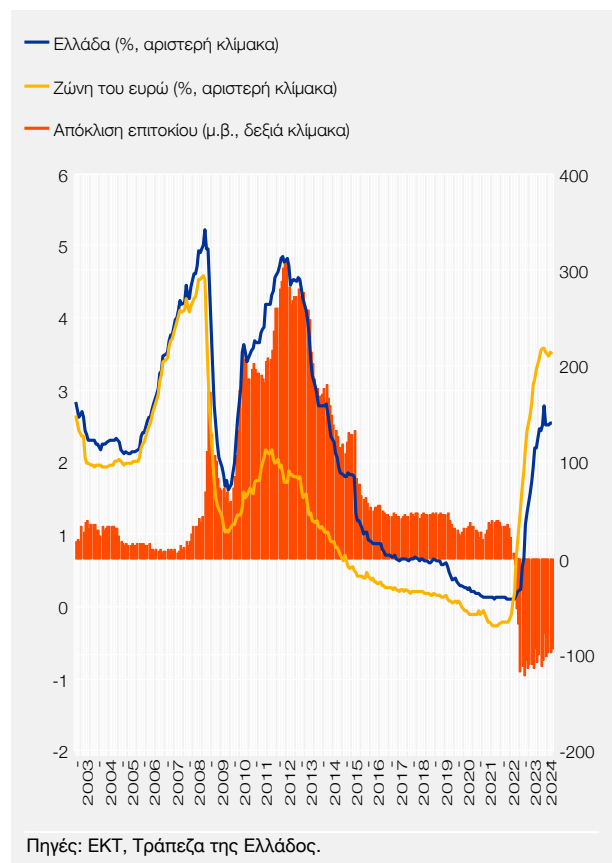
#### 4 ΤΡΑΠΕΖΙΚΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ

Τα επιτόκια καταθέσεων προθεσμίας από το δ' τρίμηνο του 2023 σταμάτησαν να αυξάνονται και παρέμειναν κατ' ουσίαν αμετάβλητα και κατά το πρώτο τετράμηνο του 2024. Η προηγηθείσα αύξηση στα επιτόκια καταθέσεων προθεσμίας (από το δ' τρίμηνο του 2022 μέχρι και το γ' τρίμηνο του 2023) ήταν εντονότερη για τις ΜΧΕ. Το μεσοσταθμικό επιτόκιο στο σύνολο των καταθέσεων προθεσμίας των ΜΧΕ διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο το πρώτο τετράμηνο του 2024 σε 3,2% (πρώτο τετράμηνο 2023: 1,4%), 1,4 ποσοστιαίες μονάδες υψηλότερα από το αντίστοιχο επιτόκιο προς τα νοικοκυριά (πρώτο τετράμηνο 2023: 1,0%). Τα επιτόκια στις καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας (λογαριασμοί τρεχούμενοι, όψεως και ταμιευτηρίου) διατηρήθηκαν τόσο για τα νοικοκυριά όσο και για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις σε οριακά θετικό επίπεδο, ελαφρώς υψηλότερο για τις ΜΧΕ.

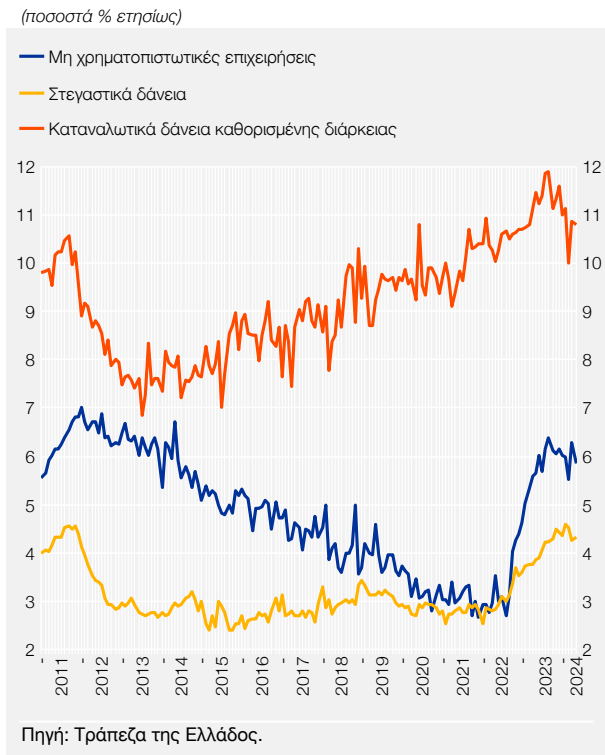
Δεδομένης της αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού, σε πραγματικούς *ex post* όρους το επιτόκιο καταθέσεων προθεσμίας κατέστη λιγότερο αρνητικό για τα νοικοκυριά (πρώτο τετράμηνο 2024: -1,4%, πρώτο τετράμηνο 2023: -4,9%) και σχεδόν μηδενίστηκε για τις ΜΧΕ (πρώτο τετράμηνο 2024: -0,1%, πρώτο τετράμηνο 2023: -4,5%).

Σε σύγκριση με τη ζώνη του ευρώ οι αυξήσεις των τραπεζικών επιτοκίων στην Ελλάδα ήταν πιο περιορισμένες, με συνέπεια το επιτόκιο προθεσμιακών καταθέσεων στην Ελλάδα να διαμορφώνεται, από τα μέσα του 2022, χαμηλότερα από το αντίστοιχο μέσο επιτόκιο της ζώνης του ευρώ. Στη σημαντικότερη, σε όρους όγκου, κατηγορία καταθέσεων προθεσμίας, τις καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια έως 1 έτος, το επιτόκιο στην Ελλάδα το α' τετράμηνο του 2024 ήταν 2,5%, δηλ. μία ποσοστιαία μονάδα χαμηλότερο από τον αντίστοιχο ευρωπαϊκό μέσο όρο (βλ. Διάγραμμα VI.6).

Διάγραμμα VI.6 Επιτόκιο καταθέσεων προθεσμίας έως 1 έτος και απόκλιση επιτοκίου μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ (Ιανουάριος 2003-Απρίλιος 2024)



**Διάγραμμα VI.7 Επιτόκιο νέων τραπεζικών επιχειρηματικών, στεγαστικών και καταναλωτικών δανείων (Ιανουάριος 2011-Απρίλιος 2024)**



Το μεσοσταθμικό κόστος τραπεζικού δανεισμού των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων υποχωρούσε αργά αλλά σχεδόν αδιάκοπα μετά τον Αύγουστο του 2023. Διακοπή της ανοδικής τάσης των επιτοκίων δανεισμού, με σημαντική πτώση και κατόπιν μερική ανάκαμψη, καταγράφηκε το 2023 και το 2024 στις κατηγορίες τραπεζικής χρηματοδότησης στα δάνεια τακτής λήξης προς ΜΧΕ (βλ. Διάγραμμα VI.7). Μεταξύ πρώτου τετραμήνου 2023 και πρώτου τετραμήνου 2024 διαπιστώνεται υποχώρηση του επιτοκίου (άνω της μίας ποσοστιαίας μονάδας στο 5,7%) μόνο στα επιχειρηματικά δάνεια ύψους έως 250.000 ευρώ. Αντίθετα, σχεδόν συνεχή άνοδο (μετά τον Ιούλιο του 2022) κατέγραψε το επιτόκιο στα δάνεια μη καθορισμένης διάρκειας, με συνέπεια κατά μέσο όρο το πρώτο τετράμηνο του 2024 να διαμορφωθεί σε 6,7%, 79 μονάδες βάσης υψηλότερο έναντι της μέσης τιμής του πρώτου τετραμήνου του 2023. Συγκριτικά, στο σύνολο των δανείων με καθορισμένη διάρκεια (τακτή λήξη) το μεσοσταθμικό επιτόκιο αυξήθηκε πολύ λιγότερο μεταξύ πρώτου τετραμήνου 2023 και πρώτου τετραμήνου 2024 (κατά 46 μ.β. σε 5,8%), καθώς, όπως προαναφέρθηκε, καταγράφηκε κάποιους μήνες το 2023 υποχώρηση επιτοκίου. Αυτές οι διορθωτικές μειώσεις

των δανειακών επιτοκίων είναι δυνατόν να οφείλονται σε κάποιο βαθμό στην ανάπτυξη προσδοκίων αναπροσαρμογής προς τα κάτω των επιτοκίων πολιτικής της ΕΚΤ, τοποθετούμενης χρονικά πριν τη λήξη των εν λόγω τραπεζικών πιστώσεων. Οι προσδοκίες αυτές ενδέχεται να συνιστούν παράγοντα που συγκράτησε την ανοδική πορεία των επιτοκίων μεταξύ πρώτου τετραμήνου 2023 και πρώτου τετραμήνου 2024 και στις λοιπές κατηγορίες τραπεζικής χρηματοδότησης προς ΜΧΕ με τακτή λήξη (δηλαδή πέραν των δανείων ύψους μέχρι 250.000 ευρώ), ιδίως σε σύγκριση με την εξέλιξη των επιτοκίων τραπεζικών πιστώσεων χωρίς προκαθορισμένη λήξη.

Στην πραγματικότητα οι όροι δανεισμού υπήρξαν πιο βελτιωμένοι για τους δανειολήπτες σε σύγκριση με ό,τι αποτυπώνεται στη στατιστική σειρά των επιτοκίων τραπεζικών δανείων που καταρτίζονται με βάση τα πρότυπα του Ευρωσυστήματος, λόγω των χαμηλότοκων και άτοκων επιχειρηματικών (αλλά και ορισμένων στεγαστικών) δανείων που χορηγήθηκαν στο πλαίσιο του RRF ή των χρηματοδοτικών εργαλείων της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων και της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας, όπως έχει ήδη αναφερθεί. Οι όροι δανεισμού των δικαιούχων των εν λόγω προγραμμάτων είναι σημαντικά ευνοϊκότεροι από ό,τι ορίζεται στην τιμολογιακή πολιτική των πιστωτικών ιδρυμάτων για τις κοινές τραπεζικές πιστώσεις. Οι εκταμιεύσεις επιχειρηματικών δανείων που συνδέονται με τα χρηματοδοτικά εργαλεία ανήλθαν το πρώτο τετράμηνο του τρέχοντος έτους περίπου σε 0,6 δισεκ. ευρώ (πρώτο τετράμηνο 2023: 0,4 δισεκ. ευρώ, σύνολο έτους 2023: 2,0 δισεκ. ευρώ), ποσό που ισοδυναμεί με το 9% των νέων δανείων καθορισμένης διάρκειας (τακτής λήξης) προς ΜΧΕ για το πρώτο τετράμηνο του 2024. Οι εκταμιεύσεις των επιχειρηματικών δανείων που συνδέονται με τον RRF ανήλθαν το πρώτο τετράμηνο επίσης σε 0,6 δισεκ. ευρώ (πρώτο τετράμηνο 2023: 0,2 δισεκ. ευρώ, σύνολο έτους 2023: 1,4 δισεκ. ευρώ) και αντιπροσώπευαν εξίσου 9% των νέων δανείων καθορισμένης διάρκειας (τακτής λήξης) προς ΜΧΕ για την εν λόγω περίοδο.

Όσον αφορά τα νοικοκυριά, η ενσωμάτωση των αυξήσεων των επιτοκίων πολιτικής κατά τα προηγούμενα δύο περίπου έτη στα επιτόκια δανείων υπήρξε πιο περιορισμένη σε σύγκριση με τις επιχειρήσεις, με συνέπεια το μεσοσταθμικό κόστος τραπεζικού δανεισμού του τομέα των νοικοκυριών να διαμορφωθεί μόλις κατά 36 μ.β. υψηλότερα έναντι του αντίστοιχου των επιχειρήσεων (πρώτο τετράμηνο 2023: 43 μ.β., 2019-2022: 156 μ.β.), σε 6,3% κατά μέσο όρο το πρώτο τετράμηνο του τρέχοντος έτους (πρώτο τετράμηνο 2023: 5,8%). Το μεσοσταθμικό επιτόκιο των στεγαστικών δανείων μειώθηκε ελαφρά στη διάρκεια του πρώτου τετραμήνου του τρέχοντος έτους. Βεβαίως μεταξύ πρώτου τετραμήνου 2023 και πρώτου τετραμήνου 2024 το επιτόκιο αυτό παρουσιάζεται αυξημένο κατά 63 μ.β. σε 4,4% (βλ. Διάγραμμα VI.7), λόγω της αξιολογής αύξησης των επιτοκίων με τα οποία επιβαρύνονται τα στεγαστικά δάνεια που ταξινομούνται ως κυμαινόμενου επιτοκίου.

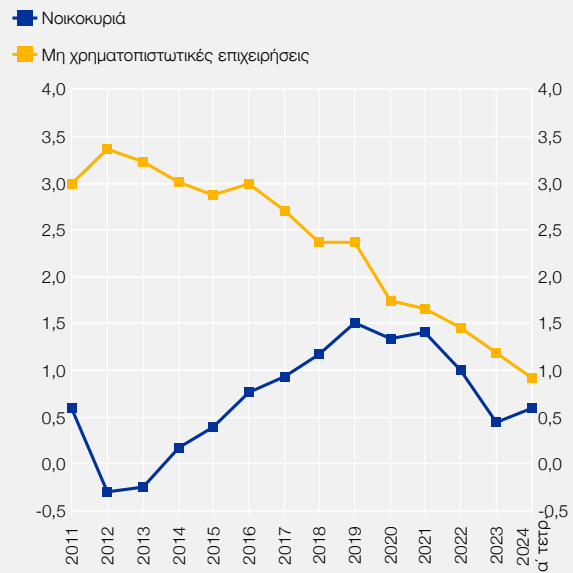
Το μεσοσταθμικό επιτόκιο καταναλωτικών δανείων καθορισμένης διάρκειας ακολουθεί πτωτική τάση από τον Αύγουστο του 2023. Έτσι, το πρώτο τετράμηνο του 2024 παρουσιάζεται μειωμένο κατά 33 μ.β. έναντι της μέσης τιμής του πρώτου τετραμήνου 2023 (σε 11%), επηρεαζόμενο και από χορηγήσεις χαμηλότοκων δανείων με εξασφαλίσεις. Όσον αφορά τη σχετική σπουδαιότητα των δύο κατηγοριών πιστώσεων καθορισμένης διάρκειας (στεγαστικών-καταναλωτικών), τα καταναλωτικά δάνεια συνιστούσαν περίπου το 55% της ακαθάριστης ροής νέων δανείων καθορισμένης διάρκειας προς τα νοικοκυριά κατά την επισκοπούμενη περίοδο (2023: 50%). Τέλος, το μεσοσταθμικό επιτόκιο στα καταναλωτικά δάνεια μη καθορισμένης διάρκειας, που περιλαμβάνουν, κατά σειρά μεγέθους του υφιστάμενου υπολοίπου, τις πιστωτικές κάρτες, τα ανοικτά δάνεια και τις υπεραναλήψεις από λογαριασμούς όψεως, εμφανίζεται το πρώτο τετράμηνο του 2024 αυξημένο κατά 20 μ.β. έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2023, σε 15,1%.

Σε πραγματικούς ex post όρους, τα μεσοσταθμικά επιτόκια των τραπεζικών δανείων μεταστράφηκαν σε θετικά κατά τη διάρκεια του προηγούμενου έτους και αυξήθηκαν περαιτέρω το 2024. Το μέσο επιτόκιο τραπεζικών δανείων για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις διαμορφώθηκε σε 2,7% το πρώτο τετράμηνο του 2024, έναντι -0,5% το πρώτο τετράμηνο του 2023 (2022: -5,8%). Ομοίως, το μέσο επιτόκιο τραπεζικών δανείων για τα νοικοκυριά διαμορφώθηκε σε 3,0%, έναντι -0,1% το πρώτο τετράμηνο του 2023 (2022: -4,1%).

Σε σύγκριση με τον ευρωπαϊκό μέσο όρο, η άνοδος των ονομαστικών επιτοκίων δανεισμού στην Ελλάδα υπήρξε κατά κανόνα ηπιότερη, με συνέπεια η απόκλιση επιτοκίων δανεισμού μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ να έχει πλέον περιοριστεί σε λιγότερο από μία ποσοστιαία μονάδα και στους δύο τομείς (μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και νοικοκυριά, βλ. Διάγραμμα VI.8). Συγκρίνοντας το πρώτο τετράμηνο του 2024 με του 2023, η απόκλιση μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ στο μεσοσταθμικό κόστος δανεισμού περιορίστηκε για τις ΜΧΕ σε 92 μ.β. από 140 μ.β. Για τη λήψη στεγαστικού δανείου από τα νοικοκυριά διευρύνθηκε ελαφρά σε 60 μ.β. (πρώτο τετράμηνο 2023: 52 μ.β.).

**Διάγραμμα VI.8 Απόκλιση στο κόστος δανεισμού των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και των νοικοκυριών για αγορά κατοικίας μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ (2011-α' τετράμηνο 2024)**

(ποσοστιαίες μονάδες, μέσοι όροι έτους)



Πηγές: ΕΚΤ, Τράπεζα της Ελλάδος.  
Σημείωση: Το κόστος δανεισμού των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και των νοικοκυριών εκτιμάται από τους σύνθετους δείκτες κόστους δανεισμού, οι οποίοι βασίζονται στα στατιστικά στοιχεία των τραπεζικών επιτοκίων και σχεδιάζονται κατά τρόπο ώστε να επιτρέπεται η συγκρισιμότητα μεταξύ των χωρών.

Συμπερασματικά, ο κύκλος των αυξήσεων των ονομαστικών επιτοκίων δανεισμού λόγω μετακύλισης των αυξήσεων των επιτοκίων πολιτικής της ΕΚΤ φαίνεται ότι πλησιάζει στο τέλος του, με τα ονομαστικά επιτόκια να έχουν φθάσει σε ιστορικά υψηλές τιμές δεκαετίας. Οι αυξήσεις στα επιτόκια καταθέσεων υπήρξαν εν γένει πιο περιορισμένες σε σύγκριση με τα επιτόκια δανείων, με αποτέλεσμα το περιθώριο επιτοκίου να διαμορφώνεται πλησίον των 5,5 ποσοστιαίων μονάδων, δηλ. σε ιστορικά μέγιστο. Τα βασικά επιτόκια αρχίζουν να μειώνονται πλέον, καθώς ο πληθωρισμός προσεγγίζει το μεσοπρόθεσμο στόχο του 2%. Έτσι δημιουργούνται οι προϋποθέσεις για γενική μείωση των εγχώριων τραπεζικών επιτοκίων. Τέλος, οι όροι και η διαθεσιμότητα των επιχειρηματικών πιστώσεων θα συνεχίσουν να υποστηρίζονται σε σημαντικό βαθμό από τα χαμηλότοκα δάνεια του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας και από τα νέα προγράμματα συγχρηματοδότησης και εγγυοδοσίας της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας και της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων.

## 5 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΟΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΤΟΜΕΑ

Το 2023 τα θεμελιώδη μεγέθη των σημαντικών τραπεζών της ευρωζώνης, ως σύνολο, βελτιώθηκαν εν μέσω υψηλών επιτοκίων. Η κερδοφορία ενισχύθηκε κυρίως λόγω σημαντικής αύξησης των καθαρών εσόδων από τόκους, ο δείκτης μη εξυπηρετούμενων δανείων παρέμεινε πολύ κοντά στα ιστορικά χαμηλά επίπεδα ενώ οι δείκτες ρευστότητας και κεφαλαιακής επάρκειας παρουσίασαν ήπιες μεταβολές.

Για τον ελληνικό τραπεζικό τομέα, η εξέλιξη των θεμελιωδών μεγεθών το 2023 και το α' τρίμηνο του 2024 ήταν επίσης θετική. Σε αυτό συνετέλεσαν, μεταξύ άλλων, η καλή επίδοση της ελληνικής οικονομίας και η αναβάθμιση της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος στην επενδυτική κατηγορία το 2023. Η τελευταία αναμένεται να συντελέσει στην περαιτέρω αναβάθμιση των πιστοληπτικών αξιολογήσεων των ελληνικών τραπεζών, όπως υποδεικνύουν οι εκθέσεις των οίκων αλλά και πρόσφατες αναβαθμίσεις ελληνικών τραπεζών.<sup>4</sup> Στο ευνοϊκό αυτό περιβάλλον, οι ελληνικές τράπεζες βελτίωσαν περαιτέρω την ποιότητα του δανειακού χαρτοφυλακίου τους και ενίσχυσαν την κερδοφορία, την κεφαλαιακή επάρκεια και τη ρευστότητά τους.

Αναλυτικότερα, το 2023 η κερδοφορία των ελληνικών τραπεζών βελτιώθηκε λόγω αύξησης της οργανικής κερδοφορίας, με το σύνολο των καθαρών εσόδων από τόκους και προμήθειες να ενισχύεται σημαντικά, ενώ η αύξηση των λειτουργικών εξόδων ήταν πιο ήπια και οι προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο δεν παρουσίασαν ουσιαστικές μεταβολές (βλ. Πίνακα VI.1). Η εξέλιξη αυτή ήταν συνεπής με ανάλογες τάσεις στον τραπεζικό κλάδο, κατά μέσο όρο, για το σύνολο της ευρωζώνης. Συγκεκριμένα, οι σημαντικές τράπεζες της ευρωζώνης κατέγραψαν άνοδο της καθαρής κερδοφορίας και της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων, κυρίως λόγω της αύξησης των καθαρών εσόδων από τόκους. Για τις ελληνικές τράπεζες σημειώθηκε μείωση στα αποτελέσματα των χρηματοοικονομικών πράξεων και λοιπών εσόδων το 2023, που οφείλεται ωστόσο σε αποτέλεσμα βάσης από μη επαναλαμβανόμενα έσοδα το προηγούμενο έτος. Η αύξηση της χρηματοδότησης της οικονομίας αναμένεται να αντισταθμίσει τις πιέσεις που θα ασκηθούν στο καθαρό επιτοκιακό περιθώριο από τη μετάδοση της μείωσης των βασικών επιτοκίων του Ευρωσυστήματος.

Οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας, σε ενοποιημένη βάση, των σημαντικών τραπεζών της ευρωζώνης δεν παρουσίασαν σημαντικές μεταβολές το Δεκέμβριο του 2023 σε σχέση με το τέλος

<sup>4</sup> Οι τρεις μεγάλοι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης (S&P, Moody's και Fitch) αξιολογούν ως θετικές τις προοπτικές του αξιόχρεου των ελληνικών συστημικών τραπεζών (βλ. S&P Global Ratings (3.4.2024), "Banking Industry Country Risk Assessment Quarterly Monitor: Q1 2024", Moody's (15.3.2024), "Banking System Outlook – Greece" και Fitch Ratings (1.2.2024), "Credit Outlook Greece 2024"). Ο οίκος αξιολόγησης Morningstar DBRS, ο οποίος αναγνωρίζεται από το Ευρωσύστημα ως επιλέξιμος Εξωτερικός Οργανισμός Πιστοληπτικής Αξιολόγησης, προχώρησε στις 30.4.2024 στην αξιολόγηση της μακροπρόθεσμης πιστοληπτικής ικανότητας της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος, αποδίδοντάς της βαθμίδα BBB-low, δηλ. εντός της επενδυτικής κατηγορίας, με σταθερές προοπτικές. Επίσης, ο οίκος Moody's, στις 13.6.2024, αναβάθμισε το αξιόχρεο των ομολογιακών τίτλων υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας της τράπεζας Eurobank σε Baa2 (δηλ. εντός της επενδυτικής κατηγορίας) από Ba1.



Πίνακας VI.1 Αποτελέσματα χρήσεως των ελληνικών τραπεζών

(ποσά σε εκατ. ευρώ)

	2022	2023	Μεταβολή (%)	α' τρίμηνο 2023	α' τρίμηνο 2024	Μεταβολή (%)
<b>Λειτουργικά έσοδα</b>	<b>10.092</b>	<b>11.006</b>	<b>9,1</b>	<b>2.429</b>	<b>2.806</b>	<b>15,5</b>
Καθαρά έσοδα από τόκους	5.613	8.505	51,5	1.914	2.207	15,3
– Έσοδα από τόκους	7.439	14.196	90,8	2.904	3.980	37,1
– Έξοδα τόκων	-1.826	-5.692	211,6	-990	-1.774	79,1
Καθαρά έσοδα από μη τοκοφόρες εργασίες	4.479	2.501	-44,2	516	600	16,3
– Καθαρά έσοδα από προμήθειες	1.660	1.798	8,3	405	463	14,2
– Έσοδα από χρηματοοικονομικές πράξεις	1.795	307	-82,9	84	157	86,7
– Λοιπά έσοδα	1.024	396	-61,3	26	-20	-
<b>Λειτουργικά έξοδα</b>	<b>-3.763</b>	<b>-3.896</b>	<b>3,5</b>	<b>-919</b>	<b>-937</b>	<b>2,0</b>
Δαπάνες προσωπικού	-1.812	-1.920	5,9	-442	-481	8,9
Διοικητικά έξοδα	-1.373	-1.361	-0,9	-330	-297	-10,1
Αποσβέσεις	-577	-616	6,7	-146	-159	8,6
<b>Καθαρά έσοδα (λειτουργικά έσοδα – λειτουργικά έξοδα)</b>	<b>6.329</b>	<b>7.109</b>	<b>12,3</b>	<b>1.511</b>	<b>1.869</b>	<b>23,7</b>
Προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο	-1.673	-1.690	1,0	-342	-248	-27,4
Λοιπές ζημίες απομείωσης <sup>1</sup>	-699	-381	-45,6	-55	-74	34,8
Μη επαναλαμβανόμενα κέρδη/ζημίες	221	96	-56,7	-6	-72	1112,8
<b>Κέρδη/ζημίες προ φόρων</b>	<b>4.178</b>	<b>5.135</b>	<b>22,9</b>	<b>1.108</b>	<b>1.476</b>	<b>33,2</b>
Φόροι	-1.091	-1.219	11,7	-300	-378	25,7
Κέρδη/ζημίες από διακοπτόμενες δραστηριότητες	346	-82	-	-6	16	-
<b>Κέρδη/ζημίες μετά από φόρους</b>	<b>3.434</b>	<b>3.834</b>	<b>11,6</b>	<b>801</b>	<b>1.114</b>	<b>39,0</b>

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

<sup>1</sup> Απομείωση αξίας τίτλων, καθώς και ενσώματων και άυλων στοιχείων ενεργητικού.

του 2022. Οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας των ελληνικών τραπεζών αυξήθηκαν το ίδιο διάστημα, καθώς και το α' τρίμηνο του 2024, κυρίως λόγω αύξησης της οργανικής κερδοφορίας και έκδοσης τίτλων που προσμετρώνται στην κεφαλαιακή επάρκεια.

Η ποιότητα του δανειακού χαρτοφυλακίου του συνόλου των σημαντικών τραπεζών στην ευρωζώνη δεν παρουσίασε αξιόλογη μεταβολή το 2023, ενώ των ελληνικών τραπεζών βελτιώθηκε περαιτέρω το 2023. Το α' τρίμηνο του 2024 επιδεινώθηκε κυρίως εξαιτίας της αύξησης των μη εξυπηρετούμενων στεγαστικών δανείων και δανείων σε μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις. Αναλυτικότερα, ο δείκτης μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων (ΜΕΑ) σε επίπεδο ευρωζώνης παρέμεινε κοντά στα ιστορικά χαμηλά το Δεκέμβριο του 2023, ενώ το ποσοστό των εξυπηρετούμενων δανείων που παρουσιάζουν σημαντικά αυξημένο πιστωτικό κίνδυνο σε σύγκριση με την αρχική αναγνώριση (δάνεια "Stage 2" σύμφωνα με το ΔΠΧΑ 9) ως προς το σύνολο των δανείων παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητο κατά το ίδιο χρονικό διάστημα. Αντίθετα, ο δείκτης ΜΕΑ των ελληνικών τραπεζών σε ατομική βάση μειώθηκε το Δεκέμβριο του 2023 σε σύγκριση με το Δεκέμβριο του 2022 (βλ. Πίνακα VI.2), ενώ το Μάρτιο του 2024 παρουσίασε αύξηση. Επίσης, το ποσοστό των δανείων "Stage 2" ως προς το σύνολο των δανείων σε ατομική βάση μειώθηκε σε 9,2% το Μάρτιο του 2024, από 9,3% το Δεκέμβριο του 2023 και 10,7% το Δεκέμβριο του 2022.

Όσον αφορά τη ρευστότητα των τραπεζών, αυτή ενισχύθηκε για τις τράπεζες της ευρωζώνης, με το δείκτη κάλυψης ρευστότητας (Liquidity Coverage Ratio – LCR) και το δείκτη καθαρής στα-

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

(ποσοστό %)

		δ' τρ. 2022	α' τρ. 2023	δ' τρ. 2023	α' τρ. 2024
<b>Κερδοφορία</b>					
Δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων	Ελλάδα	12,8	11,4	12,0	13,6
	Ευρωζώνη	7,7	9,6	9,3	-
Δείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού	Ελλάδα	1,1	1,0	1,2	1,4
	Ευρωζώνη	0,5	0,6	0,6	-
<b>Ποιότητα δανειακού χαρτοφυλακίου</b>					
Δείκτης μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων (ΜΕΑ)	Ελλάδα	8,7	8,8	6,6	7,4
	Ευρωζώνη	2,3	2,2	2,3	-
Δείκτης ΜΕΑ στο Στάδιο 2 (ΔΠΧΑ 9)	Ελλάδα	10,7	10,6	9,3	9,2
	Ευρωζώνη	9,6	9,3	9,7	-
<b>Κεφαλαιακή επάρκεια</b>					
Δείκτης CET1	Ελλάδα	14,5	13,5	15,5	15,4
	Ευρωζώνη	15,4	15,5	15,7	-
Συνολικός δείκτης κεφαλαίου	Ελλάδα	17,5	16,6	18,7	18,9
	Ευρωζώνη	19,4	19,6	19,7	-
<b>Ρευστότητα</b>					
Δείκτης κάλυψης ρευστότητας	Ελλάδα	197,4	205,2	220,7	215,9
	Ευρωζώνη	161,3	161,3	164,4	-
Λόγος δανείων προς καταθέσεις	Ελλάδα	64,5	64,7	62,2	64,1
	Ευρωζώνη	103,5	105,0	102,7	-

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΚΤ.  
Σημείωση: Οι δείκτες αφορούν ενοποιημένα στοιχεία συστημικών και μη συστημικών ελληνικών τραπεζών και στοιχεία συστημικών τραπεζών ευρωζώνης, εκτός των δεικτών ποιότητας δανειακού χαρτοφυλακίου για τις ελληνικές τράπεζες που είναι σε ατομική βάση.

θερής χρηματοδότησης (Net Stable Funding Ratio – NSFR) να αυξάνονται ελαφρώς το Δεκέμβριο του 2023 σε σχέση με το τέλος του 2022. Ομοίως, οι δείκτες LCR και NSFR τόσο των ελληνικών τραπεζών όσο και των τραπεζών της ευρωζώνης αυξήθηκαν το Δεκέμβριο του 2023 σε σχέση με το Δεκέμβριο του 2022, παραμένοντας υψηλότεροι της υποχρεωτικής εποπτικής απαίτησης. Αξιοσημείωτο είναι ότι οι ελληνικές τράπεζες διατηρούν επαρκή ρευστότητα, παρά την περαιτέρω μείωση της χρηματοδότησης από το Ευρωσύστημα (TLTROs). Επιπρόσθετα, ο λόγος δανείων προς καταθέσεις είναι σημαντικά χαμηλότερος στις ελληνικές τράπεζες σε σύγκριση με τις τράπεζες στην ευρωζώνη.

Συνοπτικά, ο ελληνικός τραπεζικός τομέας το 2023 και το α' τρίμηνο του 2024 ενίσχυσε τους δείκτες κερδοφορίας, ρευστότητας και κεφαλαιακής επάρκειας εν μέσω υψηλότερων βασικών επιτοκίων και ευνοϊκών εγχώριων οικονομικών συνθηκών. Σε αυτές τις εξελίξεις συνέβαλαν η ανθεκτικότητα της ελληνικής οικονομίας και η αναβάθμιση της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος. Επίσης συνέβαλε η μείωση του κόστους χρηματοδότησης των ελληνικών τραπεζών από τις κεφαλαιαγορές για την κάλυψη της Ελάχιστης Απαίτησης Ιδίων Κεφαλαίων και Επιλέξιμων Υποχρεώσεων (MREL), ειδικά μετά την αναβάθμιση των πιστοληπτικών αξιολογήσεων τους.<sup>5</sup> Ταυτόχρονα όμως, χρειάζεται εγρή-

γορη ώστε να επιτευχθεί περαιτέρω εξυγίανση του ενεργητικού των τραπεζών, που θα οδηγήσει σε περαιτέρω σύγκλιση προς το μέσο όρο των τραπεζών της ευρωζώνης, αλλά και αποφυγή νέων καθαρών εισροών μη εξυπηρετούμενων δανείων, γεγονός που αναμένεται να συμβάλει στην περαιτέρω βελτίωση των κεφαλαιακών δεικτών. Τέλος, η διατήρηση υψηλής κερδοφορίας αναμένεται να επιτευχθεί με αύξηση της χρηματοδότησης της οικονομίας, η οποία θα αντισταθμίσει ενδεχόμενες πιέσεις στο καθαρό επιτοκιακό περιθώριο.

5 Συγκεκριμένα, την υπό εξέταση περίοδο του 2024 εκδόθηκαν πέντε ομόλογα υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας συνολικού ύψους 2,2 δισεκ. ευρώ με μεσοσταθμικό τοκομερίδιο 4,8% και μεσοσταθμική διάρκεια 6,1 έτη. Επίσης εκδόθηκαν τρία ομόλογα μειωμένης εξασφάλισης συνολικού ύψους 1,8 δισεκ. ευρώ με μεσοσταθμικό τοκομερίδιο 6,4% και μεσοσταθμική διάρκεια 10,5 έτη. Με βάση τα στοιχεία του Ενιαίου Συμβουλίου Εξυγίανσης (Δεκέμβριος 2023), απομένουν περίπου 5,2 δισεκ. ευρώ που πρέπει να καλυφθούν από αντίστοιχες ομολογιακές εκδόσεις ή άλλους τύπους επιλέξιμων στοιχείων παθητικού έως το τέλος του 2025. Έκτοτε έχουν εκδοθεί ομόλογα ύψους 4,0 δισεκ. ευρώ και έχει γίνει ανάκληση ή έχουν λήξει ομόλογα ύψους 1,5 δισεκ. ευρώ.

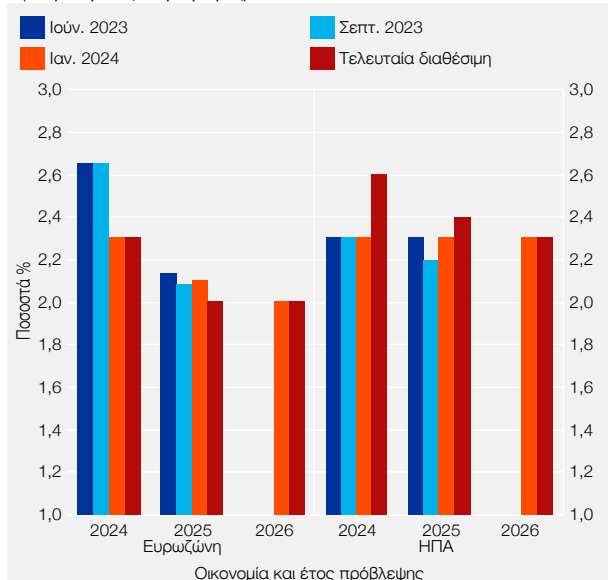
# VII ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Οι προσδοκίες των επενδυτών για τον πληθωρισμό, τόσο μεσοπρόθεσμα όσο και μακροπρόθεσμα, έχουν παραμείνει προσδεμένες στο στόχο των κεντρικών τραπεζών για πληθωρισμό 2%. Ταυτόχρονα, οι ρυθμοί οικονομικής ανάπτυξης, ειδικά στη ζώνη του ευρώ, είναι ήπιοι. Έτσι, οι επενδυτές είχαν διαμορφώσει, έως το τέλος Ιανουαρίου 2024, προσδοκίες για σημαντικές μειώσεις επιτοκίων εντός του έτους, της τάξεως των 150 μονάδων βάσης (μ.β.) τόσο στη ζώνη του ευρώ όσο και στις ΗΠΑ. Στη συνέχεια όμως, καθώς η οικονομική δραστηριότητα σε μεγάλες οικονομίες, ιδίως στις ΗΠΑ, αποδείχθηκε ισχυρότερη από ό,τι αναμενόταν αρχικά (βλ. Διάγραμμα VII.1, κάτω γράφημα), οι προσδοκίες των επενδυτών για μειώσεις επιτοκίων εντός του 2024 μετριάστηκαν. Στα μέσα Ιουνίου οι αγορές επιτοκιακών παραγώγων προεξοφλούσαν ότι έως το τέλος του 2024 θα πραγματοποιηθούν ακόμα 2 μειώσεις επιτοκίων κατά 25 μονάδες βάσης στη ζώνη του ευρώ, και μειώσεις συνολικά 50 μ.β. στις ΗΠΑ. Αντίστοιχα, έχει μετριαστεί από τις αρχές του 2024 η αρχικά σημαντική μείωση των αποδόσεων των κρατικών και εταιρικών ομολόγων.

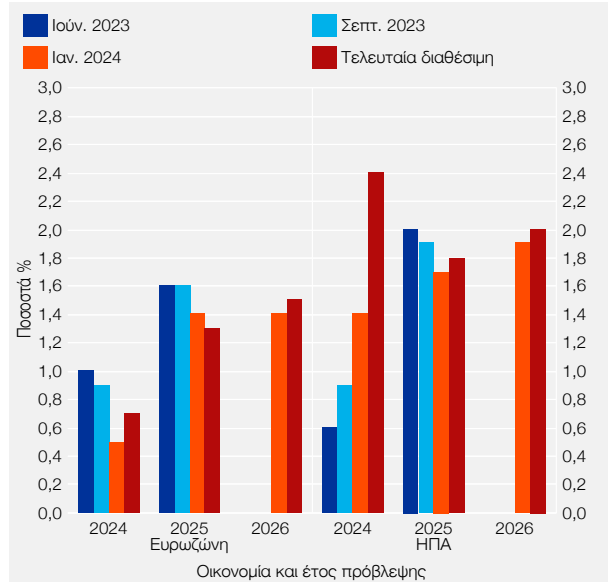
Όσον αφορά την Ελλάδα, παρατηρείται σημαντική βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης του Ελληνικού Δημοσίου και των τραπεζών από τις διεθνείς αγορές ομολόγων, καθώς και άνοδος των τιμών των μετοχών. Σε αυτό έχει συμβάλει εν μέρει η επίδραση των προσδοκιών για μειώσεις επιτοκίων εντός του 2024, παρά το σταδιακό μετριασμό τους, καθώς και η αναβάθμιση της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης στην επενδυτική κατηγορία (βλ. Πλαίσιο VII.1). Η εξέλιξη αυτή επιφέρει και τη βελτίωση του αξιόχρεου των ελληνικών τραπεζών και επιχειρήσεων, όπως φαίνεται στις πιο πρόσφατες αξιολογήσεις με την απαρχή κατάταξης ελληνικών τραπεζών εντός της επενδυτικής κατηγορίας. Οι προοπτικές λοιπόν είναι θετικές, ενώ η συνέχιση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και της καλής επίδοσης της ελληνικής οικονομίας αναμένεται να οδηγήσουν σε περαιτέρω αναβαθμίσεις.

Διάγραμμα VII.1 Προσδοκίες για τον πληθωρισμό και το ρυθμό ανάπτυξης

(αναμενόμενος πληθωρισμός)



(αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης)



Πηγές: ΕΚΤ, Federal Reserve Bank of New York και LSEG. Σημείωση: Το άνω γράφημα απεικονίζει τις προσδοκίες για τον πληθωρισμό στην ευρωζώνη (HICP) και στις ΗΠΑ (PCE) σε τέσσερις ημερομηνίες για το 2024, το 2025 και το 2026. Το κάτω γράφημα απεικονίζει τις προσδοκίες για το ρυθμό ανάπτυξης στην ευρωζώνη και στις ΗΠΑ σε τέσσερις ημερομηνίες για το 2024, το 2025 και το 2026. Πηγή των στοιχείων για τον πληθωρισμό το έτος 2024 είναι οι έρευνες γνώμης της ΕΚΤ (ECB Survey of Monetary Analysts) και της Ομοσπονδιακής Τράπεζας της Νέας Υόρκης (FED Survey of Market Participants) σε αναλυτές του χρηματοπιστωτικού τομέα (διάμεσος των απαντήσεων). Για τα έτη 2025 και 2026 χρησιμοποιήθηκαν στοιχεία από έρευνες γνώμης της Reuters σε αναλυτές του χρηματοπιστωτικού τομέα (Reuters Polls). Πηγή των στοιχείων για το ρυθμό ανάπτυξης είναι οι έρευνες γνώμης της Reuters.

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

Οι μεγάλες κεντρικές τράπεζες έχουν σταματήσει τις αυξήσεις των επιτοκίων από το γ' τρίμηνο του 2023. Οι αυξήσεις αυτές συνέβαλαν στη συγκράτηση των προσδοκίων για τον πληθωρισμό, με αποτέλεσμα τόσο οι μεσοπρόθεσμες όσο και οι μακροπρόθεσμες προσδοκίες των επενδυτών για τον πληθωρισμό να έχουν διαμορφωθεί πολύ κοντά στο στόχο του 2%. Βέβαια, η εξέλιξη αυτή συνοδεύθηκε από σημαντικές αρνητικές επιδράσεις στην πλευρά της ζήτησης, με αποτέλεσμα τη μείωση των ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης, ειδικά για μεγάλες οικονομίες της ζώνης του ευρώ.

Σε αυτό το περιβάλλον, από το δ' τρίμηνο του 2023 διαμορφώθηκαν προσδοκίες για σημαντικές μειώσεις επιτοκίων εντός του 2024, οι οποίες συνετέλεσαν στη μείωση των αποδόσεων των κρατικών και εταιρικών ομολόγων διεθνώς και στην αύξηση των αποτιμήσεων των μετοχών. Έκτοτε, και ειδικότερα από το τέλος Ιανουαρίου του τρέχοντος έτους, οπότε αναθεωρήθηκαν ανοδικά οι προσδοκίες για το ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας των ΗΠΑ, το επίπεδο των αναμενόμενων από τους επενδυτές επιτοκίων αυξήθηκε σταδιακά τόσο για τις ΗΠΑ όσο και για την ευρωζώνη. Επίπλέον στις αρχές Ιουνίου οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων στην ευρωζώνη αυξήθηκαν εκ νέου, μετά από την υποβάθμιση της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης της Γαλλίας και την αύξηση της μεταβλητότητας μετά τις ευρωεκλογές. Συνεπώς, μετριάστηκε η αρχικά έντονη μείωση των αποδόσεων των κρατικών και εταιρικών ομολόγων. Συνολικά πάντως, οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες στις αγορές κεφαλαίων έχουν βελτιωθεί από το γ' τρίμηνο του 2023, με βασικούς δείκτες να κυμαίνονται πλέον σε επίπεδα που συνάδουν με επέκταση της οικονομικής δραστηριότητας.

Όσον αφορά την Ελλάδα, οι αναβαθμίσεις της πιστοληπτικής αξιολόγησης, οι οποίες επανέφεραν την κρατική πιστοληπτική αξιολόγηση της ελληνικής οικονομίας στην επενδυτική κατηγορία, έχουν συμβάλει στην ακόμη μεγαλύτερη μείωση των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων, σε σύγκριση με άλλες οικονομίες της ζώνης του ευρώ. Ταυτόχρονα, λόγω της βελτίωσης του αξιόχρεου της ελληνικής οικονομίας, αλλά και των θετικών προοπτικών της, παρατηρείται σημαντικά αυξημένη συμμετοχή των επενδυτών στις νέες εκδόσεις ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου, γεγονός που επιφέρει συμπίεση του κόστους δανεισμού. Τέλος, οι προοπτικές των πιστοληπτικών αξιολογήσεων των τραπεζών είναι θετικές, γεγονός που έχει ήδη αποτυπωθεί σε αξιολογήσεις δύο ελληνικών τραπεζών και των ομολόγων τους εντός της επενδυτικής κατηγορίας. Έτσι βελτιώνεται το κόστος δανεισμού των ελληνικών τραπεζών από τις διεθνείς αγορές, με σημαντικά οφέλη για τα καθαρά επιτοκιακά τους έσοδα.

## 2 ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΑΓΟΡΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Καθώς οι κεντρικές τράπεζες είχαν διατηρήσει τα επιτόκιά τους αμετάβλητα από το τέλος του γ' τριμήνου του 2023, διαμορφώθηκαν προσδοκίες από τους επενδυτές για μειώσεις επιτοκίων εντός του 2024.<sup>2</sup> Οι προσδοκώμενες μειώσεις των βασικών επιτοκίων συνέβαλαν στη μείωση των αποδόσεων των κρατικών και εταιρικών ομολόγων, αλλά και στην αύξηση των τιμών των μετοχών. Έτσι, οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες διεθνώς βελτιώθηκαν σημαντικά εντός του 2023. Ενδεικτικά, οι δείκτες χρηματοπιστωτικών συνθηκών, τόσο στις ΗΠΑ όσο και στη ζώνη του ευρώ, έχουν διαμορφωθεί σε επεκτατικά επίπεδα από το τέλος του γ' τριμήνου του 2023, δηλ. προεξοφλώντας τη σταδιακή μεταβολή της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής των αντίστοιχων κεντρικών τραπεζών.<sup>3</sup>

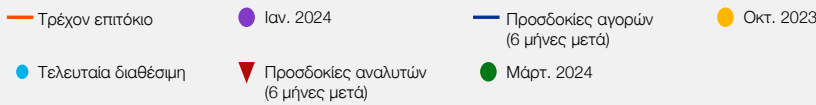
1 Το κείμενο βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία που ήταν διαθέσιμα μέχρι τις 17.6.2024.

2 Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ αύξησε τελευταία φορά το εύρος-στόχο του βασικού επιτοκίου της (federal funds rate – FFR) σε 5,25%-5,5% στις 26.7.2023, ενώ η ΕΚΤ αποφάσισε επίσης αύξηση κατά 25 μ.β. στις 14.9.2023, με αποτέλεσμα να διαμορφωθεί το επιτόκιο στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων (DFR) σε 4% από 3,75%.

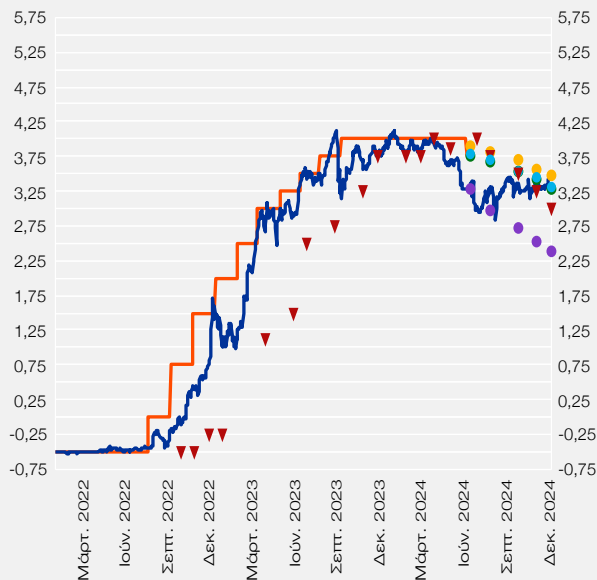
3 Για παράδειγμα, ο δείκτης χρηματοπιστωτικών συνθηκών του Bloomberg για την ευρωζώνη βρίσκεται σε επίπεδα πάνω από το μηδέν, που υποδηλώνει ουδέτερη συμβολή των χρηματοπιστωτικών συνθηκών στην οικονομική δραστηριότητα, από το γ' τρίμηνο του 2023, ενώ για τις ΗΠΑ η αντίστοιχη εξέλιξη είχε επέλθει ένα τρίμηνο νωρίτερα.

## Διάγραμμα VII.2 Προσδοκίες για τα βασικά επιτόκια στην ευρωζώνη και στις ΗΠΑ

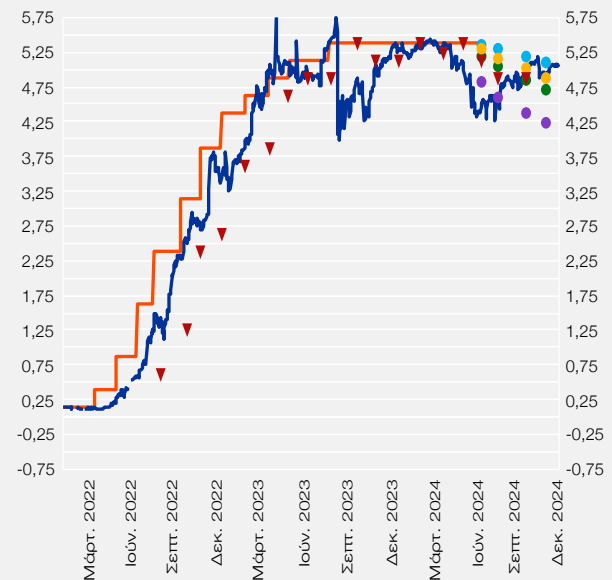
(ποσοστά %)



## Ευρωζώνη (deposit facility rate)



## ΗΠΑ (federal funds rate)



Πηγές: EKT, Federal Reserve Bank of New York και LSEG.

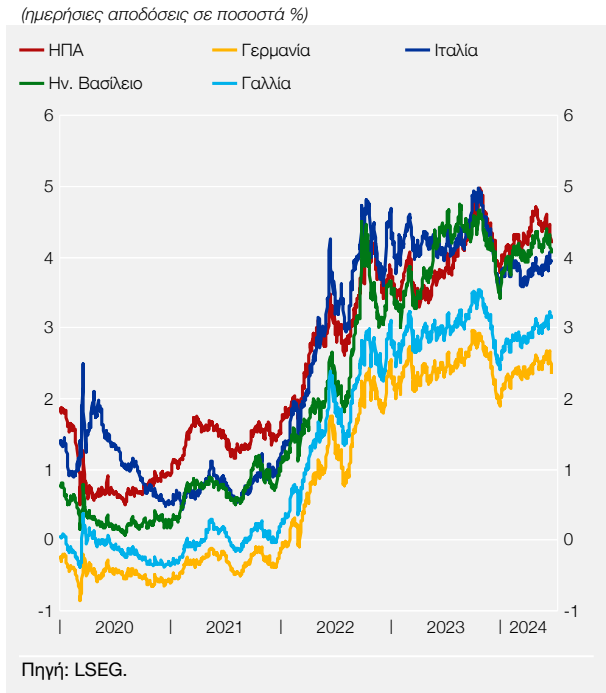
Σημείωση: Τα γραφήματα απεικονίζουν τις προσδοκίες για τα βασικά επιτόκια στην ευρωζώνη και στις ΗΠΑ, οι οποίες προέρχονται από χρηματοπιστωτικούς δείκτες και έρευνες γνώμης των αναλυτών. Τα αναμενόμενα επιτόκια των αγορών για χρονικό ορίζοντα 6 μηνών συνάγονται για την ευρωζώνη από τις συμφωνίες ανταλλαγής 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 με χρονικό ορίζοντα πρόβλεψης τους 6 μήνες για τα βασικά επιτόκια των δύο κεντρικών τραπεζών συλλέγονται από τις έρευνες γνώμης που διεξάγουν η EKT (ECB Survey of Monetary Analysts) και η Ομοσπονδιακή Τράπεζα της Νέας Υόρκης (FED Survey of Market Participants).

Συγκεκριμένα, στις αρχές Ιανουαρίου 2024, οι επενδυτές προεξοφλούσαν μειώσεις επιτοκίων της τάξεως των 150-175 μ.β. έως το τέλος του 2024, τόσο για την ευρωζώνη όσο και για τις ΗΠΑ (βλ. Διάγραμμα VII.2). Στη συνέχεια όμως, προς το τέλος του μήνα, οι ανακοινώσεις στοιχείων για την αγορά εργασίας και για τις τιμές, κυρίως των υπηρεσιών, στις ΗΠΑ οδήγησαν σε αναθεώρηση προς τα πάνω των αναμενόμενων ρυθμών πληθωρισμού για το τρέχον έτος και της οικονομικής ανάπτυξης για το 2025 και το 2026 (βλ. Διάγραμμα VII.1). Έτσι, επί του παρόντος, όπως τεκμαίρεται τόσο από την τιμολόγηση των προθεσμιακών συμβολαίων για το βασικό επιτόκιο των ΗΠΑ (βλ. μπλε καμπύλη στο δεξιό γράφημα του Διαγράμματος VII.2) όσο και από τις έρευνες γνώμης των αναλυτών της αγοράς χρήματος των ΗΠΑ (βλ. κόκκινη καμπύλη στο ίδιο γράφημα), η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ αναμένεται να μειώσει τα επιτόκια έως το τέλος του 2024, συνολικά κατά 50 μονάδες βάσης.<sup>4</sup> Ως εκ τούτου, οι προσδοκίες για το επίπεδο των βασικών επιτοκίων στις ΗΠΑ που θα έχει διαμορφωθεί έως το τέλος του τρέχοντος έτους αναθεωρήθηκαν σημαντικά προς τα πάνω, σε σύγκριση με τις αντίστοιχες προσδοκίες στις αρχές του α' τριμήνου του 2024, προσαρμοζόμενες έτσι στο επίπεδο του βασικού επιτοκίου που αναμένουν τα μέλη της FOMC.<sup>5</sup>

4 Στις 14.6.2024 η τεκμαρτή, από τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης για το fed funds rate, πιθανότητα για μειώσεις επιτοκίων έως 25 μ.β. μέχρι το τέλος του 2024 ήταν περίπου 26%, ενώ οι μειώσεις κατά 50 μ.β. συγκέντρωναν πιθανότητα 74%.

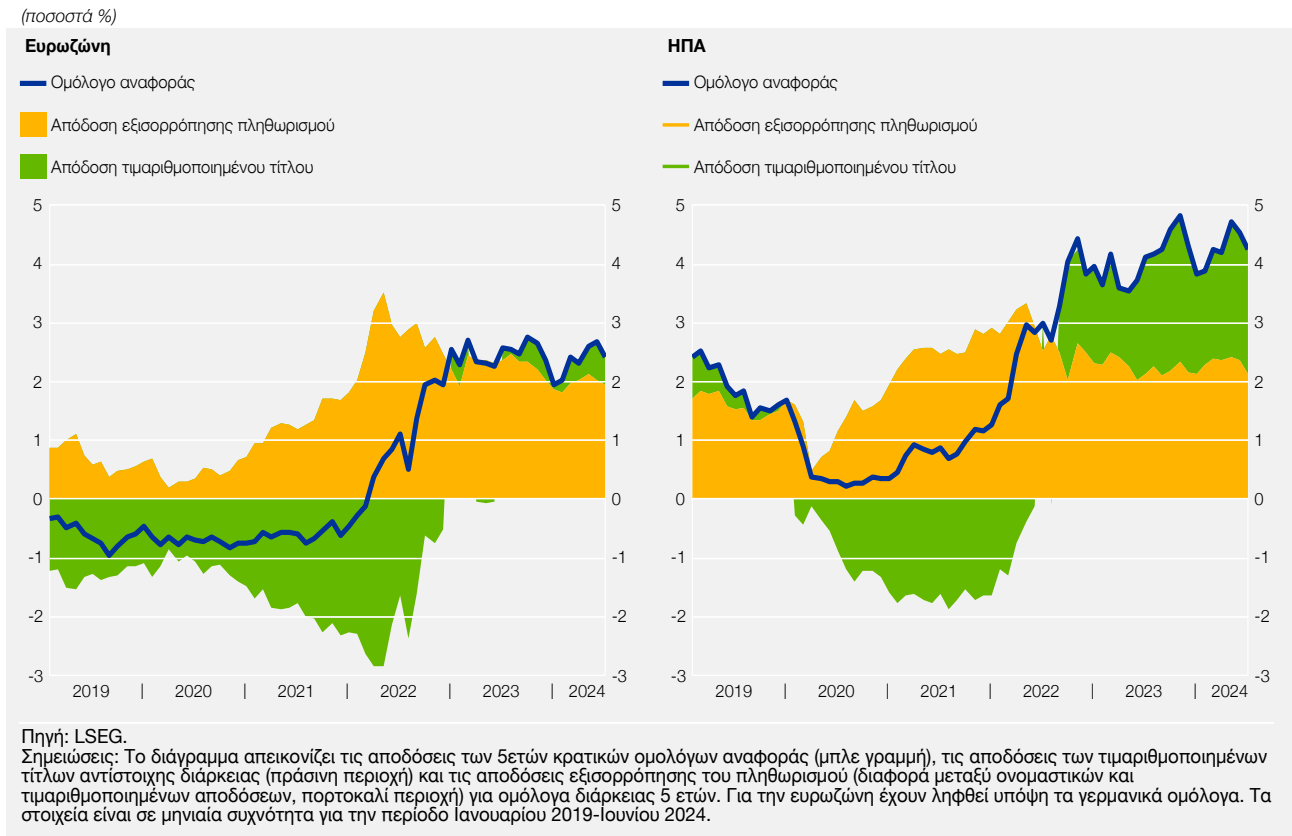
5 Οι πιο πρόσφατες προβλέψεις των μελών της FOMC, που δημοσιεύθηκαν στις 12 Ιουνίου, υποδηλώνουν ότι το FFR αναμένεται να έχει μειωθεί σε εύρος 5%-5,25% στο τέλος του 2024, δηλ. κατά 25 μ.β. σε σχέση με το τρέχον επίπεδο.

**Διάγραμμα VII.3 Αποδόσεις 10ετών κρατικών ομολόγων (Ιανουάριος 2020-Ιούνιος 2024)**



Όσον αφορά τη ζώνη του ευρώ, οι προσδοκίες των επενδυτών για το ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης έχουν αναθεωρηθεί προς τα κάτω, καθώς το τρέχον επίπεδο του αναμενόμενου ρυθμού ανάπτυξης για το 2024 είναι χαμηλότερο κατά περίπου 0,5 ποσοστιαίες μονάδες σε σχέση με τις αντίστοιχες προσδοκίες στις αρχές του 2023. Επίσης και ο αναμενόμενος για το 2024 ρυθμός πληθωρισμού βρίσκεται σημαντικά χαμηλότερα από ό,τι αναμενόταν έως τα τέλη του 2023. Έτσι, οι επενδυτές αναμένουν ότι τα βασικά επιτόκια στη ζώνη του ευρώ έως το τέλος του έτους θα έχουν μειωθεί έως 25 μ.β. περισσότερο από εκείνα των ΗΠΑ. Συγκεκριμένα, στα μέσα Ιουνίου, τόσο η τιμολόγηση των επιτοκιακών παραγώγων (βλ. μπλε καμπύλη στο αριστερό γράφημα του Διαγράμματος VII.2) όσο και οι απαντήσεις των αναλυτών στην αγορά χρήματος (βλ. κόκκινη καμπύλη στο ίδιο γράφημα), υποδηλώνουν ότι οι επενδυτές αναμένουν ότι εντός του 2024 η συνολική μείωση των επιτοκίων, συμπεριλαμβανομένης εκείνης του Ιουνίου, θα ανέλθει στις 50 έως, το πολύ, 75 μονάδες βάσης. Κατά συνέπεια, όπως και για τα επιτόκια στις ΗΠΑ, παρατηρήθηκε σημαντική προς τα πάνω αναθεώρηση των προσδοκιών των επενδυτών για το

**Διάγραμμα VII.4 Χρηματοπιστωτικοί δείκτες για τον αναμενόμενο πληθωρισμό και τα πραγματικά επιτόκια**



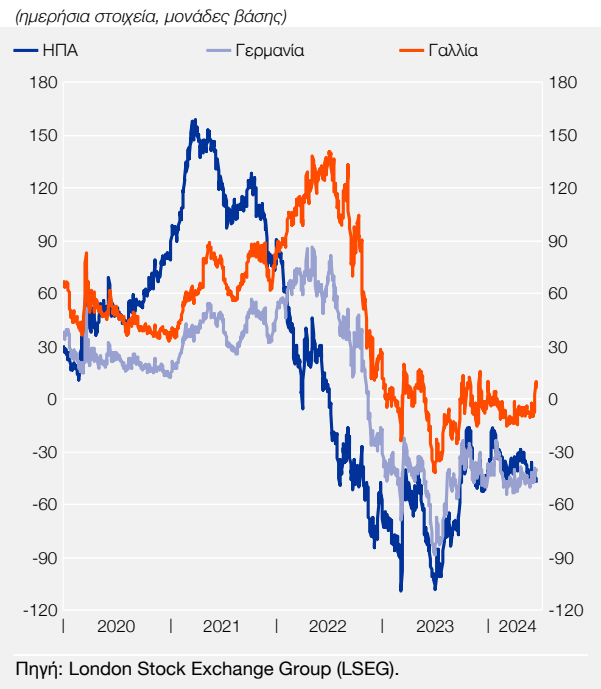
επίπεδο των επιτοκίων στην ευρωζώνη έως το τέλος του 2024, σε σχέση με τις αντίστοιχες προσδοκίες στις αρχές του έτους.<sup>6</sup>

Στο πλαίσιο της ανατιμολόγησης των προσδοκίων των επενδυτών σχετικά με τις προοπτικές των βασικών επιτοκίων στις ΗΠΑ και στην ευρωζώνη, παρατηρήθηκαν αντίστοιχες κινήσεις στις αποδόσεις των ομολόγων και στις δύο οικονομίες (βλ. Πλαίσιο VII.1). Έτσι, ενώ οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων αναφοράς της ευρωζώνης και των ΗΠΑ μειώθηκαν σημαντικά εντός του δ' τριμήνου του 2023, στη συνέχεια κινήθηκαν ανοδικά, σε συνάφεια με την αναθεώρηση των προσδοκίων για τα επιτόκια (βλ. Διάγραμμα VII.3). Η διόρθωση της αρχικής μείωσης ήταν μεγαλύτερη για τις αποδόσεις των ομοσπονδιακών ομολόγων των ΗΠΑ από ό,τι για εκείνες των κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ.

Η διαφοροποίηση αυτή μεταξύ ευρωζώνης και ΗΠΑ ως προς την εξέλιξη των ονομαστικών αποδόσεων των ομολόγων αναφοράς σχετίζεται με την απόκλιση που παρουσιάζεται στις αποδόσεις των τιμαριθμοποιημένων τίτλων σε ευρωζώνη και ΗΠΑ (βλ. πράσινη περιοχή, Διάγραμμα VII.4). Οι αποδόσεις των τίτλων αυτών είναι ουδέτερες ως προς τον πληθωρισμό, με αποτέλεσμα να αντανakλούν άλλους παράγοντες, όπως μεταξύ άλλων το μακροχρόνιο ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας και την οικονομική αβεβαιότητα. Έτσι, καθώς οι επενδυτές διαμορφώνουν προσδοκίες για αδύναμη οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ, σε σχέση με την οικονομία των ΗΠΑ, οι αποδόσεις των τιμαριθμοποιημένων τίτλων των ΗΠΑ αυξήθηκαν σημαντικά περισσότερο από εκείνες των αντίστοιχων τίτλων στην ευρωζώνη. Καθώς οι επενδυτές αναμένουν ότι η οικονομική δραστηριότητα θα ανακάμψει και στην ευρωζώνη, ενώ θα συνεχίσει να αυξάνεται με ισχυρούς ρυθμούς στις ΗΠΑ, κατά τα έτη 2025 και 2026, οι διαφορές αποδόσεων μεταξύ των ομολόγων αναφοράς δεκαετούς και διετούς διάρκειας έχουν γίνει λιγότερο αρνητικές (βλ. Διάγραμμα VII.5).<sup>7</sup>

Στην ευρωζώνη, η απόδοση εξισορρόπησης του πληθωρισμού, δηλ. η διαφορά αποδόσεων μεταξύ των ομολόγων αναφοράς και των τιμαριθμοποιημένων ομολόγων, που υποδεικνύει τις προσδοκίες των επενδυτών για τον πληθωρισμό, βρίσκεται πλησίον του 2% (βλ. πορτοκαλί περιοχή στο αριστερό γράφημα του Διαγράμματος VII.4).<sup>8</sup> Το γεγονός αυτό υποδηλώνει ότι οι επενδυτές αναμένουν ότι ο πληθωρισμός, κατά μέσο όρο την επόμενη 5ετία, δεν θα απέχει σημαντικά από το στόχο της ΕΚΤ για τον πληθωρισμό σε μεσοπρόθεσμο διάστημα. Επίσης προσδοκίες στο επίπεδο-στόχο των κεντρικών τραπεζών είναι και οι προσδοκίες των επεν-

Διάγραμμα VII.5 Διαφορές αποδόσεων 10ετών και 2ετών ομολόγων αναφοράς (Ιανουάριος 2020-Ιούνιος 2024)



- 6 Έως το τέλος Ιανουαρίου του 2024 η τιμολόγηση στις συμφωνίες ανταλλαγής επιτοκίων σε ευρώ υποδήλωνε ότι οι επενδυτές ανέμεναν μειώσεις επιτοκίων κατά 150 μ.β. έως το τέλος του 2024. Στις 14.6.2024, δηλ. μετά τη μείωση των επιτοκίων από την ΕΚΤ κατά 25 μ.β. στις 6.6.2024, οι αγορές χρήματος ανέμεναν με πιθανότητα 41% επιπλέον μειώσεις επιτοκίων από την ΕΚΤ, μέχρι το τέλος του 2024, κατά 25 μ.β. και με πιθανότητα 59% μειώσεις της τάξης των 50 μ.β..
- 7 Διαφορά μεταξύ των 10ετών και των 2ετών αμερικανικών ομοσπονδιακών ομολόγων: -47 μ.β. στις 14.6.2024. Η αντίστοιχη διαφορά για τα γερμανικά ομόλογα είναι -41 μ.β. στις 14.6.2024. Οι διαφορές των 10ετών και 2ετών ομολόγων έχουν γίνει σημαντικά λιγότερο αρνητικές σε σχέση με το γ' τρίμηνο του 2023 (ελάχιστες τιμές στις 3.7.2023: διαφορά 10ετών/2ετών στις ΗΠΑ: -108 μ.β. και στη Γερμανία: -89 μ.β.).
- 8 Στις 14.6.2024 ο μέσος αναμενόμενος πληθωρισμός από τις αγορές ομολόγων για χρονικό ορίζοντα 5ετίας (5-year breakeven inflation rate) στην ευρωζώνη ήταν 1,94% και στις ΗΠΑ 2,10%, καταγράφοντας μείωση κατά 0,71 και 1,28 ποσ. μον. αντίστοιχα σε σχέση με το επίπεδο του προτού οι αντίστοιχες κεντρικές τράπεζες αρχίσουν να αυξάνουν τα επιτόκια τους.

δυτών σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα.<sup>9</sup> Στις ΗΠΑ, ο αντίστοιχος δείκτης για τον αναμενόμενο πληθωρισμό τόσο σε ορίζοντα 5ετίας όσο και 10ετίας βρίσκεται λίγο υψηλότερα από το επίπεδο-στόχο του 2%. Κατά συνέπεια φαίνεται ότι οι αγορές αναμένουν ότι οι πληθωριστικές πιέσεις θα είναι περιορισμένες για το μεσομακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα, αν και το επίπεδο του πληθωρισμού αναμένεται να έχει, κατά μέσο όρο, θετική απόκλιση από το στόχο των κεντρικών τραπεζών, για πιο μεγάλο χρονικό διάστημα (δηλ. πέραν της 5ετίας).<sup>10</sup>

Συνολικά λοιπόν, οι συνθήκες στις χρηματοπιστωτικές αγορές διεθνώς παρουσίασαν σημαντική βελτίωση από το δ' τρίμηνο του 2023 έως το τέλος Ιανουαρίου 2024, σε συνάφεια με τη διαμόρφωση προσδοκιών για σημαντικές μειώσεις επιτοκίων εντός του 2024. Έτσι, οι τιμές των μετοχών αυξήθηκαν σημαντικά τόσο στην ευρωζώνη όσο και στις ΗΠΑ, οδηγούμενες από τους κλάδους των τραπεζών και της τεχνολογίας, ενώ και οι δείκτες τεκμαρτής μεταβλητότητας των μετοχών την υπό εξέταση περίοδο του 2024 ήταν χαμηλότεροι από ό,τι την αντίστοιχη περίοδο του 2023. Σημειώνεται ωστόσο ότι οι δείκτες τεκμαρτής μεταβλητότητας των ομολόγων εξακολουθούν να βρίσκονται σε υψηλά επίπεδα.<sup>11</sup> Κατά συνέπεια, οι αποτιμήσεις των αξιογράφων διεθνώς υπόκεινται σε κινδύνους, οι οποίοι συναρτώνται με τις προσδοκίες των επενδυτών για την εξέλιξη των βασικών επιτοκίων.

9 Οι μακροπρόθεσμες προσδοκίες για τον πληθωρισμό έχουν σταθεροποιηθεί από το τέλος Μαρτίου 2023. Στις 14.6.2024 ο αναμενόμενος πληθωρισμός από τις αγορές ομολόγων για το χρονικό ορίζοντα των 10 ετών από σήμερα (10-year breakeven inflation rate) ήταν στην ευρωζώνη 2,04% και στις ΗΠΑ 2,17% (έναντι 2,07% και 2,86% τον Ιούλιο του 2022 και το Μάρτιο του 2022 αντίστοιχα).

10 Στις 14.6.2024 ο αναμενόμενος μέσος πληθωρισμός για χρονικό ορίζοντα 5ετίας αφότου παρέλθουν 5 έτη από σήμερα (5-year, 5-year forward inflation-linked swap rate) ήταν 2,30% στην ευρωζώνη και 2,55% στις ΗΠΑ (έναντι 2,06% και 2,61% τον Ιούλιο του 2022 και το Μάρτιο του 2022 αντίστοιχα).

11 Ο δείκτης τεκμαρτής μεταβλητότητας των ομολόγων των ΗΠΑ (MOVE) αντανάκλα κυρίως τον επιτοκιακό κίνδυνο και βρίσκεται σε επίπεδα αντίστοιχα των 2/3 των ιστορικών παρατηρήσεών του (δηλ. αντίστοιχα του 65ου εκατοστημορίου της κατανομής).

## Πλαίσιο VII.1

### Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΩΝ ΠΡΟΣΔΟΚΙΩΝ ΓΙΑ ΤΑ ΒΑΣΙΚΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ ΣΤΙΣ ΚΑΜΠΥΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΖΩΝΗ ΚΑΙ ΤΙΣ ΗΠΑ

#### Εισαγωγή

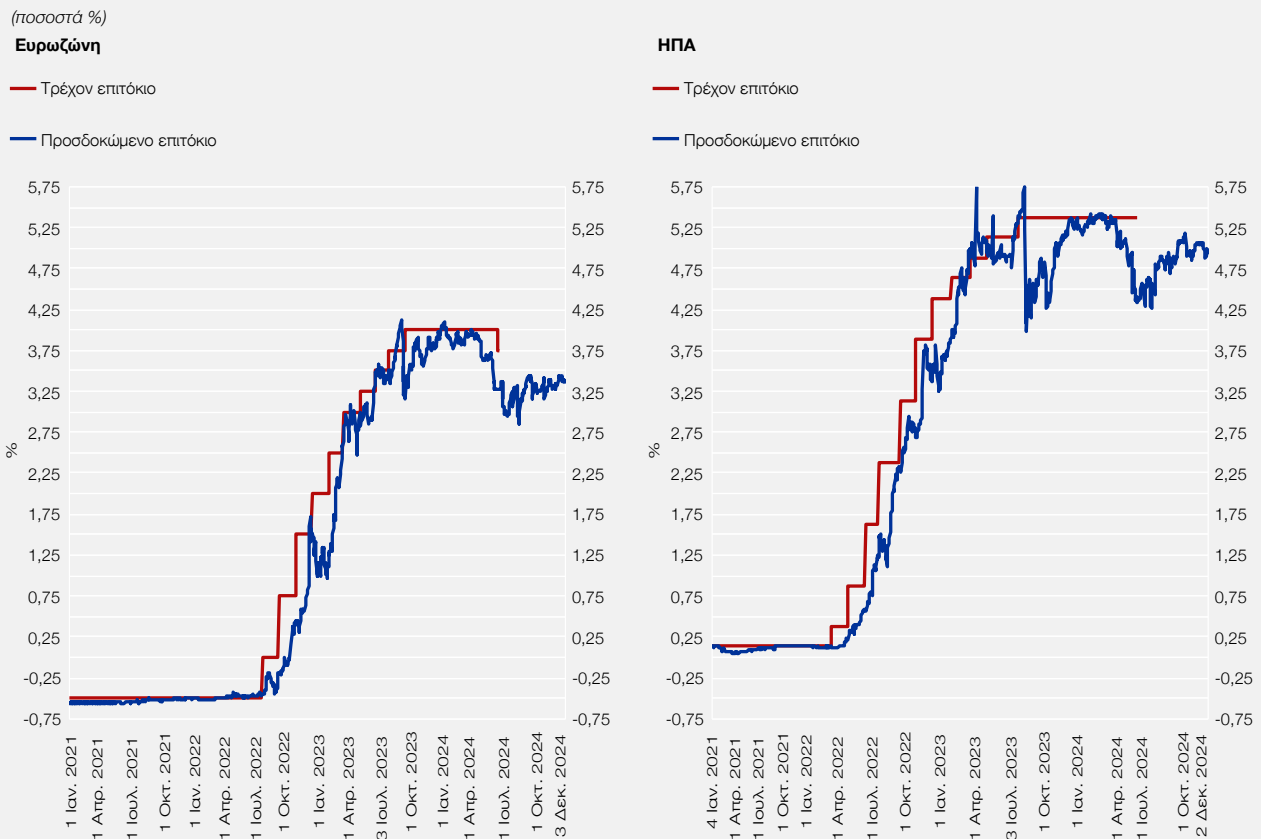
Η αύξηση των βασικών επιτοκίων από τις μεγάλες κεντρικές τράπεζες από τα μέσα του 2022 έως το τέλος του γ' τριμήνου του 2023 αποτέλεσε ίσως τον πιο σημαντικό παράγοντα στη διαμόρφωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών διεθνώς. Η μετάδοση της νομισματικής πολιτικής, μέσα από το διάλογο των επιτοκίων, συνέβαλε καθοριστικά σε αυτό. Η νομισματική πολιτική, στο βαθμό που επηρεάζει το επίπεδο των επιτοκίων, μεταδίδεται τόσο μέσα από τα τραπεζικά επιτόκια όσο και μέσα από τα επιτόκια που διαμορφώνονται στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Ιδίως στη ζώνη του ευρώ, καθώς τα τελευταία χρόνια έχει αυξηθεί η σημασία των χρηματοπιστωτικών αγορών, η άνοδος των ομολογιακών αποδόσεων λόγω της αύξησης των βασικών επιτοκίων επέδρασε περιοριστικά στις χρηματοπιστωτικές συνθήκες. Το παρόν πλαίσιο εξετάζει τη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής, μέσω των μεταβολών των βασικών επιτοκίων, στο κόστος δανεισμού της οικονομίας από τις χρηματοπιστωτικές αγορές, δηλ. στις ομολογιακές αποδόσεις. Συγκεκριμένα, εκτιμάται με τεχνικές οικονομετρικής ανάλυσης η συμβολή των νομισματικών και άλλων παραγόντων στη διαμόρφωση των αποδόσεων των ομολόγων αναφοράς στην ευρωζώνη και τις ΗΠΑ την περίοδο από τα μέσα του 2022 έως τα μέσα Ιουνίου 2024.

#### Η διαμόρφωση των προσδοκιών των επενδυτών για τα βασικά επιτόκια

Η περίοδος υπό εξέταση έχει ιδιαίτερο ενδιαφέρον, καθώς τόσο η ΕΚΤ όσο και η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (Fed) αύξησαν σημαντικά τα βασικά τους επιτόκια έως το τέλος του γ' τριμήνου του 2023, ώστε να τιθασεύσουν τον πληθωρισμό αλλά και να διατηρήσουν τις πληθωριστικές προσδοκίες προσδεσμένες στο στόχο για μέσο ρυθμό πληθωρισμού περί το 2%. Οι αυξήσεις αυτές πέτυχαν να διατηρήσουν τις προσδοκίες για τον πληθ-



Διάγραμμα Α Βασικά επιτόκια και προσδοκίες των επενδυτών



Πηγή: London Stock Exchange Group (LSEG).

Σημείωση: Οι πορτοκαλί γραμμές δείχνουν τα επίπεδα των βασικών επιτοκίων (Deposit Facility Rate για την ΕΚΤ και Federal Funds Rate για τη Fed). Οι μπλε γραμμές απεικονίζουν τα αναμενόμενα, σε χρονικό ορίζοντα 6 μηνών, επιτόκια με βάση την τιμολόγηση των αντίστοιχων επιτοκιακών παραγώγων.

θωρισμό, τόσο σε μεσοπρόθεσμο όσο και σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα, προσδεδμεμένες στο στόχο των κεντρικών τραπεζών, ενώ και ο ρυθμός πληθωρισμού αποκλιμακώθηκε σταδιακά σε επίπεδα πλησίον του στόχου.

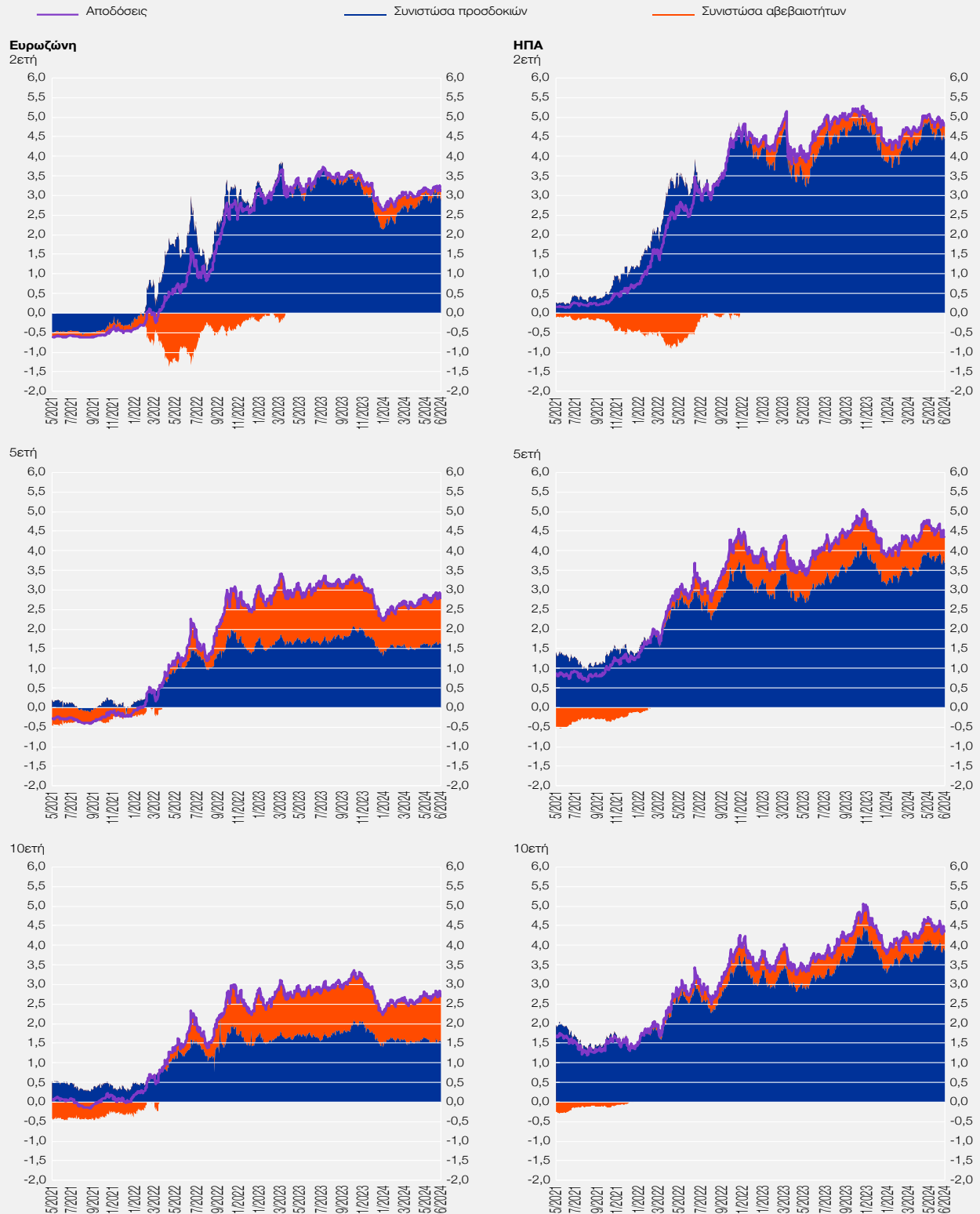
Περίπου από τις αρχές του 2024 οι επενδυτές διαμόρφωσαν προσδοκίες για επικείμενες μειώσεις επιτοκίων, τόσο στη ζώνη του ευρώ όσο και στις ΗΠΑ. Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα Α παραπάνω, οι δείκτες επιτοκιακών παραγώγων, για το αναμενόμενο ύψος των βασικών επιτοκίων 6 μήνες μετά, ενσωμάτωναν ήδη από τον Ιανουάριο του τρέχοντος έτους προσδοκίες για σημαντικές μειώσεις επιτοκίων εντός του 2024. Συγκεκριμένα, στις αρχές Μαρτίου αναμενόταν ότι έως τις αρχές Σεπτεμβρίου τα βασικά επιτόκια θα ήταν χαμηλότερα κατά 100 μονάδες τόσο στην ευρωζώνη όσο και στις ΗΠΑ. Στη συνέχεια, βέβαια, οι προσδοκίες για το ύψος των βασικών επιτοκίων σε χρονικό ορίζοντα 6 μηνών αναθεωρήθηκαν προς τα πάνω, με αποτέλεσμα στις αρχές Μαΐου να αναμένονται συνολικά μικρότερες μειώσεις επιτοκίων τόσο στην ευρωζώνη όσο και στις ΗΠΑ, της τάξεως των 60 και 30 μονάδων βάσης αντίστοιχα.

### Επιδράσεις των προσδοκιών για τα επιτόκια στις καμπύλες αποδόσεων

Παράλληλα, από το δ' τρίμηνο του 2023 οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων στη ζώνη του ευρώ, αλλά και εκείνες των ομοσπονδιακών ομολόγων των ΗΠΑ, κινήθηκαν έντονα καθοδικά. Συγκεκριμένα, στη ζώνη του ευρώ στα μέσα Ιουνίου 2024 η καμπύλη αποδόσεων των δεικτών για τις συμφωνίες ανταλλαγής επιτοκίων (Overnight Index Swap – OIS rates) βρισκόταν 45 μ.β. χαμηλότερα, σε σχέση με την 1.10.2023, για επιτόκια με διάρκεια 1 έως 3 έτη και 55 περίπου μ.β. χαμηλότερα για επιτόκια με διάρκεια 7 έως 10 έτη. Στις ΗΠΑ οι αποδόσεις των ομοσπονδιακών ομολόγων στα μέσα Ιουνίου ήταν μειωμένες κατά 40 μ.β. στις διάρκειες 1-3 έτη και 7-10 έτη. Την ίδια περίοδο, οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων είχαν μειωθεί ακόμη περισσότερο, καθώς

Διάγραμμα Β Καμπύλες αποδόσεων και οι συστασές τους

(ποσοστά %)



Πηγή: Οικονομικές εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, με δεδομένα από LSEG.

Σημειώσεις: Τα παραπάνω γραφήματα απεικονίζουν τις εκτιμώμενες, από το οικονομετρικό υπόδειγμα, συνιστώσες των προδοκίων για την εξέλιξη των επιτοκίων σε χρονικό ορίζοντα που συμπίπτει με την αντίστοιχη διάρκεια (δηλ. 2, 5 και 10 έτη) και τη συνιστώσα των αβεβαιοτήτων που προκύπτει ως κατάλοιπο. Για την εκτίμηση των προδοκίων σχετικά με την εξέλιξη των επιτοκίων, για τους αντίστοιχους χρονικούς ορίζοντες, έχουν χρησιμοποιηθεί τα μέσα επιτόκια 12 μηνών που προκύπτουν από την καμπύλη των προθεσμιακών επιτοκίων σε ευρώ και δολάρια, για την ευρωζώνη και τις ΗΠΑ αντίστοιχα.

στις μικρές διάρκειες, δηλ. 1 έως 3 έτη, η μείωση κυμαινόταν από 40 έως 70 μ.β., ενώ για τις πιο μακροχρόνιες διάρκειες, δηλ. 7 έως 10 έτη, οι ομολογιακές αποδόσεις μειώθηκαν κατά περίπου 70 μονάδες βάσης. Κατά συνέπεια, λόγω του διαφορετικού μεγέθους μείωσης των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων τόσο μεταξύ των διαφορετικών διαρκειών όσο και μεταξύ διαφορετικών οικονομιών, φαίνεται ότι εκτός από τις προσδοκίες για μειώσεις επιτοκίων και άλλοι παράγοντες έχουν συμβάλει στη μείωση των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων στην ευρωζώνη και τις ΗΠΑ.

Με βάση τα υποδείγματα της καμπύλης αποδόσεων, στη διαμόρφωση των αποδόσεων των ομολόγων χωρίς κίνδυνο συμβάλλουν η συνιστώσα των προσδοκιών (expectations component), η οποία σχετίζεται με τους παράγοντες που διαμορφώνουν τα αναμενόμενα επιτόκια, και η παράμετρος των αβεβαιοτήτων (term premium).<sup>1</sup> Προκειμένου να απομονωθεί η επίδραση των προσδοκιών για τα βασικά επιτόκια, εκτιμήθηκε η σχέση μεταξύ των επιτοκίων χωρίς κίνδυνο στην ευρωζώνη και στις ΗΠΑ για διάφορες διάρκειες και των προθεσμιακών επιτοκίων 12 μηνών που αντιστοιχούν στο χρονικό ορίζοντα της διάρκειας των ομολόγων.<sup>2</sup> Η σχέση αυτή αποδίδει τη συνιστώσα των προσδοκιών των επιτοκίων για ομόλογα διαφορετικών διαρκειών, ενώ το κατάλοιπο της σχέσης αποτελεί τη συνιστώσα των αβεβαιοτήτων.<sup>3</sup> Η δεύτερη αυτή παράμετρος της καμπύλης αποδόσεων, που σχετίζεται με τους κινδύνους των ομολόγων μεγαλύτερης διάρκειας, αντανακλά την αβεβαιότητα για την πορεία των επιτοκίων μέχρι τη λήξη του ομολόγου (term premium), η οποία αυξάνεται με τη διάρκεια του ομολόγου, αλλά και τις προτιμήσεις των επενδυτών.<sup>4</sup>

Όπως φαίνεται στα γραφήματα του Διαγράμματος Β παρακάτω, η μείωση των αποδόσεων των ευρωπαϊκών ομολόγων από το δ' τρίμηνο του 2023 και ύστερα εξηγείται σχεδόν πλήρως από τις προσδοκίες για μείωση των βασικών επιτοκίων. Συγκεκριμένα, η συνιστώσα των ομολόγων αναφοράς στην ευρωζώνη που σχετίζεται με τα αναμενόμενα επιτόκια έχει μειωθεί κατά 25 μ.β. (για τα 2ετή ομόλογα) έως 30 μ.β. (10ετή). Η μείωση είναι μικρότερη για τα αμερικανικά ομόλογα καθώς οι συνιστώσες των προσδοκιών στις αποδόσεις έχουν υποχωρήσει κατά 5-10 μονάδες βάσης, γεγονός που αποδίδεται στην πιο πρόσφατη αναθεώρηση των αρχικών προσδοκιών των επενδυτών για σημαντικές μειώσεις στα επιτόκια από τη Fed. Η συνιστώσα που αντανακλά τους υπόλοιπους παράγοντες (term premium) είναι αρκετά μεγάλη για τις αποδόσεις των πιο μακροπρόθεσμων ομολόγων αναφοράς στην ευρωζώνη, φθάνοντας στις 110-120 μ.β., καθώς αποτυπώνει αυξημένες αβεβαιότητες στη διαδικασία της διαμόρφωσης προσδοκιών για μεγαλύτερο χρονικό ορίζοντα. Βέβαια, δεν έχει παρουσιάσει αξιοσημείωτη μεταβολή από το δ' τρίμηνο του 2023. Από την άλλη πλευρά, στις ΗΠΑ η ίδια συνιστώσα είναι σημαντικά μικρότερη, δηλ. περίπου 70 μ.β. για τα 5ετή ομόλογα και 50 μ.β. για τα 10ετή, γεγονός που συμβαδίζει με ευρήματα μελετών που υποδεικνύουν την αύξηση της προτίμησης των μακροπρόθεσμων ομοσπονδιακών ομολόγων των ΗΠΑ σε περιόδους υψηλής αβεβαιότητας.<sup>5</sup>

Τέλος, όσον αφορά στα ελληνικά κρατικά ομόλογα, υποθέτοντας ομοιογένεια των προσδοκιών με τα ομόλογα αναφοράς της ζώνης του ευρώ που σχετίζεται με τα αναμενόμενα επιτόκια, υπολογίζεται η επίδραση άλλων παραγόντων που αφορούν κινδύνους όπως ο πιστωτικός κίνδυνος. Όπως φαίνεται και στα γραφήματα του Διαγράμματος Γ παρακάτω, εκτιμάται ότι η μεγαλύτερη, σε σχέση με τις αποδόσεις των άλλων ευρωπαϊκών κρατικών

1 Βλ. σχετικά Duffee, G. (2022), "Term premia and interest rate forecasts in affine models", *Journal of Finance*, 57(1), 405-443, και Christensen, J., F. Diebold and G. Rudebusch (2011), "The affine arbitrage-free class of Nelson-Siegel term structure models", *Journal of Econometrics*, 164(1), 4-20.

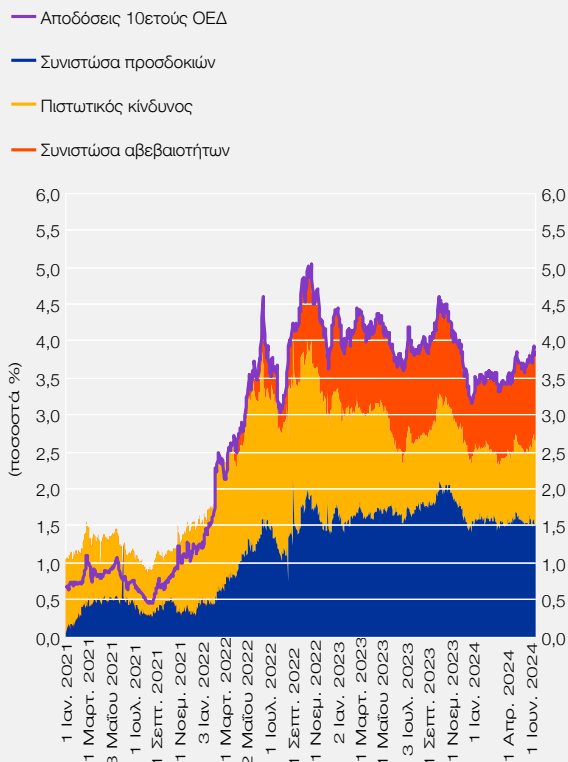
2 Π.χ. για τα 5ετή ομόλογα χρησιμοποιείται το προθεσμιακό επιτόκιο 12 μηνών μετά από 4 έτη, ενώ για τα 10ετή το επιτόκιο 12 μηνών μετά από 9 έτη.

3 Στο παρόν πλαίσιο εφαρμόζονται οι τεχνικές εκτίμησης της μελέτης: Bauer, M. and G. Rudebusch (2020), "Interest rates under falling stars", *American Economic Review*, 110(5), 1316-1354. Το υπόδειγμα έχει εκτιμηθεί με την τεχνική Dynamic Least Squares, με επιλογή των χρονικών υστερήσεων και προπορεύσεων με βάση το κριτήριο Akaike IC και διόρθωση σφαλμάτων κατά Newey-West. Οι παρατηρήσεις είναι σε ημερήσια συχνότητα για την περίοδο από 1.1.2012 έως 13.6.2024.

4 Βλ. π.χ. Adrian, T., R. Crump and E. Moench (2013), "Pricing the term structure with linear regressions", *Journal of Financial Economics*, 110(1), 110-138, και Vayanos, D. and J.L. Vila (2021), "A preferred-habitat model of the term structure of interest rates" *Econometrica*, 89(1), 77-102.

5 Βλ. σχετικά Acharya, V.V. and T. Laarits (2023), "When do Treasuries earn the convenience yield? A hedging perspective", NBER Working Paper no. 31863.

**Διάγραμμα Γ Συνιστώσες των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων**



Πηγή: Οικονομικές εκτιμήσεις Τράπεζας της Ελλάδος, με δεδομένα από LSEG.  
 Σημείωση: Το οικονομικό υπόδειγμα για τα ελληνικά κρατικά ομόλογα είναι ίδιο με εκείνο για τα ομόλογα αναφοράς σε ευρωζώνη και ΗΠΑ, με την προσθήκη μίας παραμέτρου για την εκτίμηση του πιστωτικού κινδύνου, η οποία αποτυπώνει τη σχέση των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων με τα ασφαλιστήρια έναντι πιστωτικού κινδύνου (CDS).

ΕΚΤ και την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ, οι προσδοκίες αυτές έχουν οδηγήσει σε μείωση των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων στην ευρωζώνη και τις ΗΠΑ κατά 25 έως και 30 μ.β. ανάλογα με τη διάρκεια των ομολόγων. Η εξέλιξη αυτή έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση του κόστους δανεισμού και τη βελτίωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών διεθνώς, παρότι τα βασικά επιτόκια παραμένουν σε περιοριστικά επίπεδα. Βέβαια, καθώς η εξέλιξη αυτή σχετίζεται με το επίπεδο των αναμενόμενων μειώσεων επιτοκίων, ενδεχόμενες μελλοντικές μεταβολές στις προσδοκίες των επενδυτών για τα βασικά επιτόκια αναμένεται ότι θα επιφέρουν αντίστοιχες μεταβολές και στις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων. Όσον αφορά τα ελληνικά κρατικά ομόλογα, επιπλέον της μείωσης που εξηγείται από τις προσδοκίες των επενδυτών για μείωση των επιτοκίων, μετά την αναβάθμιση στην επενδυτική κατηγορία το κόστος δανεισμού του Ελληνικού Δημοσίου έχει υποχωρήσει κατά περίπου 20 μ.β. λόγω της μείωσης της συνιστώσας του πιστωτικού κινδύνου.

ομολόγων, πτώση των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων από το δ' τρίμηνο του 2023 και ύστερα επήλθε ως αποτέλεσμα των αναβαθμίσεων της ελληνικής οικονομίας εντός της επενδυτικής κατηγορίας. Συγκεκριμένα, την περίοδο από 1.10.2023 έως τα μέσα Ιουνίου 2024 οι αποδόσεις των 10ετών ελληνικών κρατικών ομολόγων μειώθηκαν κατά περίπου 60 μ.β., εκ των οποίων μείωση περίπου κατά 47 μ.β. οφείλεται στη διαμόρφωση προσδοκίων από τους επενδυτές για επικείμενες μειώσεις των βασικών επιτοκίων. Ταυτόχρονα, από τον Οκτώβριο του 2023 έως σήμερα παρατηρείται μείωση της συνιστώσας του πιστωτικού κινδύνου κατά περίπου 20 μ.β., γεγονός το οποίο σχετίζεται με την αναβάθμιση στην επενδυτική κατηγορία από τον οίκο S&P στις 20.10.2023. Σημειώνεται ότι, όπως φαίνεται και στο Διάγραμμα Γ, η αναβάθμιση είχε ήδη προεξοφληθεί σε σημαντικό βαθμό μετά τις 20.4.2023, οπότε ο οίκος S&P μετέβαλε τις προοπτικές της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης BB+ που έδινε για την Ελλάδα σε θετικές. Ενδεικτικά, το μέσο επίπεδο της συνιστώσας του πιστωτικού κινδύνου την περίοδο 20.4.2023-20.10.2023 διαμορφώθηκε στις 105 μ.β. περίπου, από περίπου 185 μ.β. που ήταν κατά μέσο όρο από τον Ιούλιο του 2022, δηλ. όταν η ΕΚΤ αύξησε πρώτη φορά τα βασικά της επιτόκια.

**Συμπεράσματα**

Από τα ευρήματα της οικονομετρικής εκτίμησης των παραμέτρων των καμπυλών αποδόσεων των ομολόγων αναφοράς στην ευρωζώνη και τις ΗΠΑ φαίνεται ότι υπάρχει πολύ στενή σχέση των κινήσεων των αποδόσεων με τη διαμόρφωση των προσδοκίων των επενδυτών για τα βασικά επιτόκια. Έτσι, καθώς από το τέλος του 2023 οι επενδυτές προεξοφλούν μειώσεις επιτοκίων από την

**3 ΟΜΟΛΟΓΑ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ**

**3.1 Εξελίξεις στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις**

Οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων έχουν παρουσιάσει σημαντικά μεγαλύτερη μείωση από το τέλος του γ' τριμήνου του 2023 σε σχέση με εκείνες των υπόλοιπων κρατικών ομολόγων της ευρωζώνης. Όπως αναλύεται στο Πλαίσιο VII.1, σε αυτή την εξέλιξη, εκτός από τη διαμόρφωση προσδοκίων για τη μείωση επιτοκίων από τις μεγάλες κεντρικές τράπεζες, συν-

βαλε σημαντικά και η αναβάθμιση της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος στην επενδυτική κατηγορία.

Ειδικότερα, από τον Απρίλιο του 2023, οπότε ο οίκος S&P αναθεώρησε τις προοπτικές της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης για την Ελλάδα σε θετικές, οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων μειώθηκαν σημαντικά. Στη συνέχεια, διάφοροι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης αναβάθμισαν την κρατική πιστοληπτική αξιολόγηση της Ελλάδος στην επενδυτική κατηγορία. Στις 20.10.2023 η αναβάθμιση από τον S&P της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος από BB+ σε BBB-, δηλ. εντός της επενδυτικής κατηγορίας, ήταν ιδιαίτερα σημαντική, διότι ο συγκεκριμένος οίκος ήταν ο πρώτος εκ των τριών μεγάλων, και με το μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς, που προέβη σε αυτή την κίνηση (βλ. Διάγραμμα VII.6).<sup>12</sup>

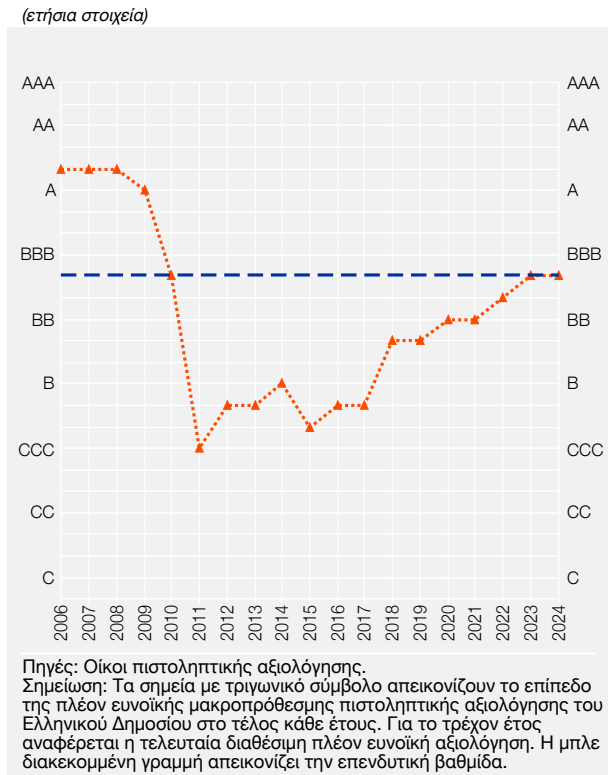
Οι παράγοντες που οδήγησαν σε αυτή την εξέλιξη, σύμφωνα με τους οίκους, ήταν η ισχυρότερη του αναμενομένου ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας, σε συνδυασμό με την επίτευξη των δημοσιονομικών στόχων και τη σημαντική μείωση του δημόσιου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ, καθώς επίσης και η πολιτική σταθερότητα και η συνέχιση των μεταρρυθμίσεων. Ταυτόχρονα, όπως φαίνεται από τις εν συνεχεία αναβαθμίσεις ελληνικών τραπεζών και επιχειρήσεων, η εξέλιξη αυτή έχει σημαντικές θετικές συνέπειες για το αξιόχρεο των επιχειρήσεων, αλλά και για τη μείωση του κόστους δανεισμού ευρύτερα στην ελληνική οικονομία.

Οι προοπτικές των πιστοληπτικών αξιολογήσεων τόσο του Ελληνικού Δημοσίου όσο και του ιδιωτικού τομέα της ελληνικής οικονομίας είναι θετικές.<sup>13</sup> Η συνέχιση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, αλλά και της ισχυρής επίδοσης της ελληνικής οικονομίας, στην οποία αναμένεται να συμβάλει και η ταχύτερη αξιοποίηση των διαθέσιμων ευρωπαϊκών πόρων του NGEU, εκτιμάται ότι θα στηρίζουν τις πιστοληπτικές αξιολογήσεις και θα συμβάλουν σε περαιτέρω αναβαθμίσεις.<sup>14</sup>

### 3.2 Εξελίξεις στις αγορές

Οι επενδυτές είχαν ήδη αρχίσει να προεξοφλούν τις αναβαθμίσεις της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος στην επενδυτική κατηγορία αφότου πραγματοποιήθηκε η προανα-

Διάγραμμα VII.6 Πιστοληπτική αξιολόγηση Ελληνικού Δημοσίου (2006-2024)

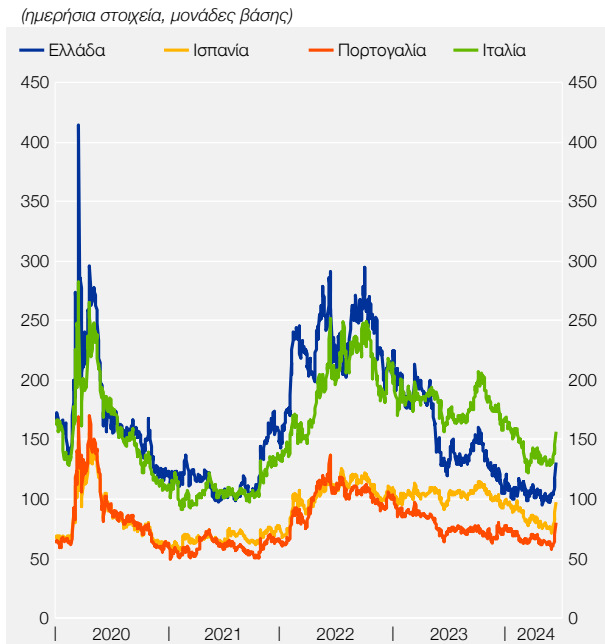


12 Στις αρχές Δεκεμβρίου ένας ακόμη οίκος από τους τρεις μεγάλους, ο οίκος Fitch Ratings, αναβάθμισε την κρατική πιστοληπτική αξιολόγηση της Ελλάδος σε BBB- από BB+. Προηγουμένως, δύο ακόμη από τους επιλέξιμους από το Ευρωσύστημα Εξωτερικούς Οργανισμούς Πιστοληπτικής Αξιολόγησης, ο οίκος Scope Ratings τον Αύγουστο του 2023 και ο οίκος Morningstar DBRS στις αρχές Σεπτεμβρίου 2023, είχαν προβεί σε αναβάθμιση της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης στην επενδυτική κατηγορία. Τέλος, σημειώνεται ότι ο οίκος Moody's είχε επίσης προβεί το Σεπτέμβριο σε αναβάθμιση κατά δύο βαθμίδες (από Ba3 σε Ba1, που αντιστοιχεί σε BB+), μειώνοντας έτσι σημαντικά την απόσταση από την αξιολόγηση των υπόλοιπων οίκων, συνεχίζοντας όμως να κατατάσσει την πιστοληπτική ικανότητα της χώρας χαμηλότερα της επενδυτικής βαθμίδας.

13 Συγκεκριμένα, ήδη στις 19 Απριλίου 2024 ο οίκος S&P μετέβαλε σε θετικές τις προοπτικές της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος.

14 Αναλυτικότερα σε σχέση με τους παράγοντες που μπορούν να συμβάλουν σε περαιτέρω αναβαθμίσεις, βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική 2023 – Ενδιάμεση Έκθεση*, Πλαίσιο VII.1 "Οι παράγοντες των αναβαθμίσεων των κρατικών πιστοληπτικών αξιολογήσεων της Ελλάδος", Δεκέμβριος 2023.

**Διάγραμμα VII.7 Διαφορά αποδόσεων 10ετών κρατικών ομολόγων (Ιανουάριος 2020-Ιούνιος 2024)**



Πηγή: LSEG.  
Σημείωση: Οι γραμμές απεικονίζουν τις διαφορές των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων των εξεταζόμενων χωρών έναντι των γερμανικών κρατικών ομολόγων δεκαετούς διάρκειας.

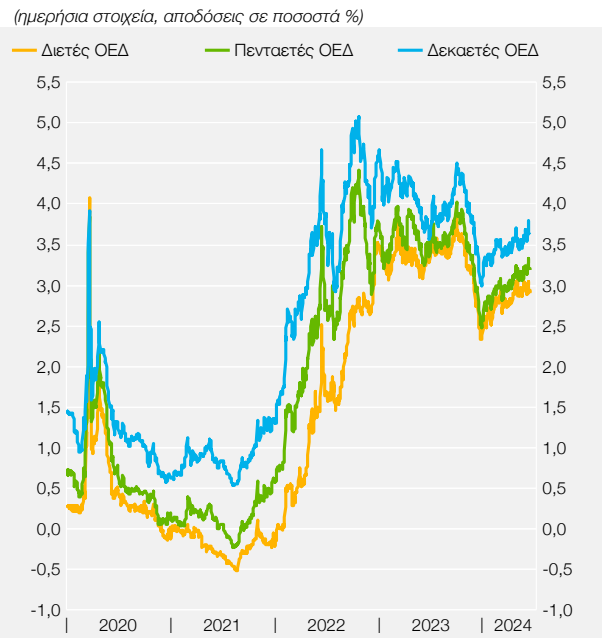
ήδη από το β' τρίμηνο του 2023 (διαφορά μεταξύ ελληνικού και ιταλικού δεκαετούς ομολόγου στις 14.6.2024: -26 μ.β., έναντι -11 μ.β. την 1.1.2023). Μάλιστα οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων, σε όλο το εύρος της καμπύλης αποδόσεων, ακολούθησαν την πτωτική πορεία που διαμορφώθηκε από τις θετικές προοπτικές και τις αναβαθμίσεις που πραγματοποιήθηκαν το 2023 (βλ. Διάγραμμα VII.8). Βέβαια, πιο πρόσφατα, η αναθεώρηση των προσδοκιών των επενδυτών για τα βασικά επιτόκια στη ζώνη του ευρώ, αλλά και οι επιδράσεις μετάδοσης από την αντίστοιχη αναθεώρηση των προσδοκιών για τα επιτόκια στις ΗΠΑ, έχουν ασκήσει ανοδική πίεση και στις αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων, μετριάζοντας τη συνολική μείωσή τους.

Το Ελληνικό Δημόσιο αύξησε την άντληση κεφαλαίων με μεσομακροπρόθεσμη διάρκεια από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές την υπό εξέταση περίοδο του 2024 σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2023. Οι εκδόσεις ομολόγων εντός του 2024 είχαν μειωμένη μεσο-

φερθείσα μεταβολή των προοπτικών της σε θετικές από τον οίκο S&P τον Απρίλιο του 2023. Η εξέλιξη αυτή οδήγησε σε σημαντική αύξηση των θέσεων χαρτοφυλακίου των διεθνών επενδυτικών κεφαλαίων σε ελληνικά κρατικά ομόλογα.<sup>15</sup> Η επίδραση των αναβαθμίσεων συνεχίστηκε και μετά το δ' τρίμηνο του 2023 και εξηγεί μια μείωση των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων κατά περίπου 20 μ.β. επιπλέον της μείωσης που προκαλείται από τη διαμόρφωση προσδοκιών για μείωση των βασικών επιτοκίων (βλ. Πλαίσιο VII.1).

Έτσι, οι διαφορές των αποδόσεών τους έναντι άλλων κρατικών ομολόγων της ευρωζώνης έχουν μειωθεί σημαντικά (βλ. Διάγραμμα VII.7). Συγκεκριμένα, η διαφορά αποδόσεων (spread) του ελληνικού δεκαετούς ομολόγου έναντι του γερμανικού τίτλου αντίστοιχης διάρκειας μειώθηκε το 2023 (κατά 98 μ.β. στις 105 μ.β.) και έχει παραμείνει σε αυτά τα χαμηλότερα επίπεδα έκτοτε (στις 14.6.2024 βρισκόταν στις 131 μ.β.). Ταυτόχρονα, η απόδοση του ελληνικού δεκαετούς κρατικού ομολόγου κυμαίνεται σε αρκετά χαμηλότερα επίπεδα σε σύγκριση με εκείνη του αντίστοιχου ιταλικού δεκαετούς ομολόγου,

**Διάγραμμα VII.8 Αποδόσεις ελληνικών κρατικών ομολόγων (Ιανουάριος 2020-Ιούνιος 2024)**



Πηγή: LSEG.

15 Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2023, Πλαίσιο ΙΧ.1 "Οι τοποθετήσεις των επενδυτικών κεφαλαίων στην Ελλάδα και διεθνώς", Απρίλιος 2024.

σταθμική απόδοση σε σύγκριση με εκείνες του 2023.<sup>16</sup> Στις πρόσφατες εκδόσεις ομολόγων παρατηρείται σημαντική μείωση του κόστους δανεισμού του Ελληνικού Δημοσίου, γεγονός που συνδέεται με την αναβάθμιση στην επενδυτική κατηγορία, η οποία επιφέρει αύξηση της ζήτησης ελληνικών τίτλων, ιδίως ελληνικών κρατικών ομολόγων, εκ μέρους διεθνών επενδυτών.<sup>17</sup> Αξίζει επίσης να επισημανθεί ότι οι πρόσφατες εκδόσεις μακροπρόθεσμων και πολύ μακροπρόθεσμων ομολόγων, εκτός του ότι αυξάνουν τη μεσοσταθμική διάρκεια του χρέους που αποτελεί αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην αγορά ομολόγων, ενέχουν και πολύ θετική σηματοδότηση, εξαιτίας της ισχυρής ζήτησης.

Έτσι, το Ελληνικό Δημόσιο σταδιακά μπορεί να αντικαταστήσει χρέος βραχείας διάρκειας με πιο μακροπρόθεσμες εκδόσεις, όπως φαίνεται από τη μείωση των νέων εκδόσεων εντόκων γραμματίων. Συγκεκριμένα, κατά το υπό εξέταση διάστημα του 2024, εκδόθηκαν βραχυπρόθεσμοι τίτλοι (δηλ. έντοκα γραμμάτια διάρκειας 3, 6 και 12 μηνών) συνολικού ύψους 8,5 δισεκ. ευρώ (έναντι 11,6 δισεκ. ευρώ για το ίδιο διάστημα του 2023), αλλά με το μεσοσταθμικό κόστος των εκδόσεων να εμφανίζει αύξηση (3,72% από 3,14% το 2023) λόγω της επίδρασης των βασικών επιτοκίων.

Τέλος, καθώς οι αναβαθμίσεις της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος διευρύνουν την επενδυτική βάση για τα ελληνικά κρατικά ομόλογα, παρουσιάζεται ελαφρά αύξηση στους όγκους συναλλαγών στη δευτερογενή αγορά. Συγκεκριμένα, η μέση ημερήσια αξία συναλλαγών στην Ηλεκτρονική Δευτερογενή Αγορά Τίτλων (ΗΔΑΤ) έχει διαμορφωθεί σε περίπου 81 εκατ. ευρώ μεσοσταθμικά από την αρχή του έτους, έναντι 78 εκατ. ευρώ για το ίδιο διάστημα του 2023. Στο Σύστημα Άυλων Τίτλων (ΣΑΤ), μέσω του οποίου διακανονίζονται τόσο εγχώριες όσο και διεθνείς συναλλαγές σε ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου, η μέση ημερήσια αξία αγοραπωλησιών για το 2024 έως τα τέλη Μαΐου διαμορφώθηκε σε 519 εκατ. ευρώ, έναντι 503 εκατ. ευρώ το αντίστοιχο διάστημα του 2023.

## 4 ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ

### 4.1 Ομόλογα ελληνικών τραπεζών

Οι ελληνικές τράπεζες έχουν ενεργή εκδοτική δραστηριότητα στις διεθνείς αγορές ομολόγων, με σκοπό την κάλυψη της Ελάχιστης Απαιτήσης Ιδίων Κεφαλαίων και Επιλέξιμων Υποχρεώσεων (MREL).<sup>18</sup> Μετά την ανακοίνωση των θετικών προοπτικών από τον οίκο S&P τον Απρίλιο του 2023 για την κρατική πιστοληπτική αξιολόγηση της Ελλάδος, ο μέσος όρος των αποδόσεων των τραπεζικών ομολόγων υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας, σταθμισμένος ως προς την αξία των υποκείμενων ομολόγων, έχει μειωθεί κατά περίπου 290 μ.β. (βλ. Διάγραμμα VII.9). Η μείωση των αποδόσεων στη δευτερογενή αγορά για τα ομόλογα που έχουν εκδώσει οι ελληνικές

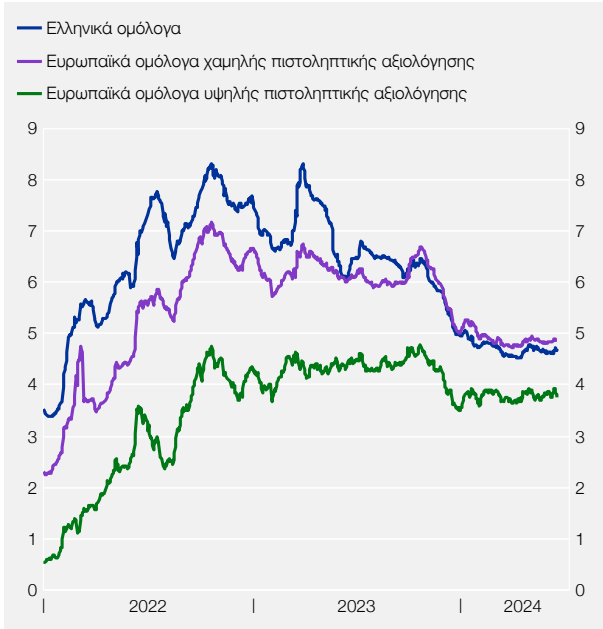
16 Την υπό εξέταση περίοδο το Ελληνικό Δημόσιο προχώρησε σε 6 επανεκδόσεις, ύψους 1,35 δισεκ. ευρώ, και δύο εκδόσεις ύψους 7 δισεκ. ευρώ, μέσω των οποίων άντλησε περίπου το 80% του ποσού που αναμένεται να αντληθεί από τις διεθνείς αγορές για το 2024 σύμφωνα με την ετήσια επενδυτική στρατηγική του ΟΔΔΗΧ. Το μεσοσταθμικό τοκομερίδιο και η απόδοση των νέων εκδόσεων για το έτος διαμορφώθηκαν στο 3,7%, ενώ η μεσοσταθμική διάρκεια ανήλθε στα 17 έτη, αυξημένη κατά περίπου 6 έτη σε σχέση με το τέλος του 2023. Το 2023 εκδόθηκαν ομόλογα σταθερού επιτοκίου συνολικού ύψους 11,5 δισεκ. ευρώ, με μεσοσταθμική απόδοση 4,20%.

17 Ενδεικτικά, στις εκδόσεις νέων ομολόγων αναφοράς 10ετούς και 30ετούς διάρκειας παρατηρήθηκε πολύ μεγάλη συμμετοχή επενδυτών, με προσφορές που έφθασαν συνολικά τα 35 και 33 δισεκ. ευρώ για εκδόσεις αξίας 4 και 3 δισεκ. ευρώ αντίστοιχα. Τα αποτελέσματα αυτά συγκρίνονται με τις επανεκδόσεις ομολόγων 10ετούς διάρκειας, εντός του β' και γ' τριμήνου του 2023, για πολύ μικρότερα ποσά, οι οποίες πραγματοποιήθηκαν με υψηλότερες αποδόσεις κατά 50-80 μονάδες βάσης.

18 Οι τέσσερις συστημικές ελληνικές τράπεζες έχουν εκδώσει ομόλογα συνολικής αξίας περίπου 16,9 δισεκ. ευρώ από το 2018. Από το υφιστάμενο υπόλοιπο, ύψους περίπου 15,0 δισεκ. ευρώ, τα 9,1 δισεκ. ευρώ έχουν αντληθεί μέσω έκδοσης τίτλων υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας (senior), ενώ τα 5,9 δισεκ. ευρώ έχουν αντληθεί με την έκδοση τίτλων χαμηλής εξοφλητικής προτεραιότητας (subordinated). Με βάση τα στοιχεία του Ενιαίου Συμβουλίου Εξυγίανσης στο τέλος Δεκεμβρίου του 2023 (SRB, MREL Dashboard), απομένουν περίπου 5,2 δισεκ. ευρώ που πρέπει να καλυφθούν από αντίστοιχες ομολογιακές εκδόσεις έως το τέλος του 2025. Έκτοτε η καθαρή εκδοτική δραστηριότητα των τραπεζών ανήλθε σε 2,5 δισεκ. ευρώ.

**Διάγραμμα VII.9 Αποδόσεις ελληνικών και ευρωπαϊκών τραπεζικών ομολόγων υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας (Ιανουάριος 2022-Ιούνιος 2024)**

(ημερήσιες αποδόσεις σε ποσοστά %)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και LSEG.  
Σημείωση: Η μπλε γραμμή απεικονίζει τη διαχρονική εξέλιξη της μέσης απόδοσης των ομολόγων υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας (senior) των ελληνικών τραπεζών, σταθμισμένων ως προς την αξία της έκδοσης. Η πράσινη γραμμή απεικονίζει την απόδοση του δείκτη iBoxx για τα ευρωπαϊκά τραπεζικά ομόλογα υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας που ανήκουν στην επενδυτική κατηγορία (investment grade-IG) και η μωβ γραμμή την απόδοση του δείκτη iBoxx για τα ευρωπαϊκά ομόλογα υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας με αξιολόγηση κάτω από το όριο της επενδυτικής κατηγορίας (non-IG).

τράπεζες είναι θετική εξέλιξη, καθώς επιτρέπει την έκδοση νέων ομολόγων από τις ελληνικές τράπεζες με χαμηλότερο κόστος δανεισμού. Συγκεκριμένα, μετά την αναβάθμιση του Ελληνικού Δημοσίου στην επενδυτική κατηγορία, οι τέσσερις συστημικές ελληνικές τράπεζες έχουν εκδώσει ομόλογα υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας με μεσοσταθμική απόδοση 5,3% και διάρκεια 6 έτη έως τη λήξη, ενώ πριν από την αναβάθμιση η μεσοσταθμική απόδοση στην έκδοση για ομόλογα υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας και ίδιας διάρκειας από τις ίδιες τράπεζες ήταν 7%. Έτσι, παρατηρείται η αποπληρωμή ομολόγων που έχουν εκδοθεί με υψηλότερο κόστος μέσω έκδοσης νέων τίτλων με χαμηλότερο κόστος δανεισμού, γεγονός που συμβάλλει στη διαρθρωτική βελτίωση των καθαρών επιτοκιακών εσόδων των τραπεζών, χωρίς να επιβαρύνεται το κόστος δανεισμού της πραγματικής οικονομίας.

Οι αναβαθμίσεις της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος στην επενδυτική κατηγορία έχουν ήδη οδηγήσει σε αναβαθμίσεις των πιστοληπτικών αξιολογήσεων των ελληνικών τραπεζών. Η τάση αυτή αναμένεται να συνεχιστεί ήδη στα τέλη Απριλίου 2024 πραγματοποιήθηκε η πρώτη, μετά την κρίση, αξιολόγηση ελληνικής τράπεζας, συγκεκριμένα της Εθνικής Τράπεζας, στην επενδυτική κατηγορία και ακολούθησε αυτή των ομολόγων της

Eurobank στα μέσα Ιουνίου.<sup>19</sup> Αναμένεται να ακολουθήσουν και άλλες αναβαθμίσεις, καθώς οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης έχουν μεταβάλει σε θετικές τις προοπτικές των ελληνικών συστημικών τραπεζών.<sup>20</sup> Οι εξελίξεις αυτές είναι πολύ σημαντικές καθώς επιδρούν μειωτικά στο κόστος χρηματοδότησης των ελληνικών τραπεζών από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Έτσι επιβεβαιώνονται οι προσδοκίες ότι η πρόσφατη αναβάθμιση της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος στην επενδυτική κατηγορία συμβάλλει σημαντικά και θετικά τόσο στην κερδοφορία όσο και στην ανθεκτικότητα του ελληνικού τραπεζικού συστήματος.<sup>21</sup>

#### 4.2 Ομόλογα ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων

Το 2023 οι ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις προχώρησαν σε δύο εκδόσεις ομολόγων, αντλώντας χρηματοδότηση από τις αγορές συνολικού ύψους 600 εκατ. ευρώ, ενώ το

19 Ο οίκος αξιολόγησης Morningstar DBRS, ο οποίος αναγνωρίζεται από το Ευρωσύστημα ως επιλέξιμος Εξωτερικός Οργανισμός Πιστοληπτικής Αξιολόγησης, προχώρησε στις 30.4.2024 στην αξιολόγηση της μακροπρόθεσμης πιστοληπτικής ικανότητας της Εθνικής Τράπεζας, αποδίδοντάς της βαθμίδα BBB-low, δηλ. εντός της επενδυτικής κατηγορίας, με σταθερές προοπτικές. Επίσης, στις 13.6.2024, ο οίκος Moody's αναβάθμισε τις ομολογιακές εκδόσεις υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας της Eurobank στην επενδυτική κατηγορία (δηλ. στο Baa2 από Ba1).

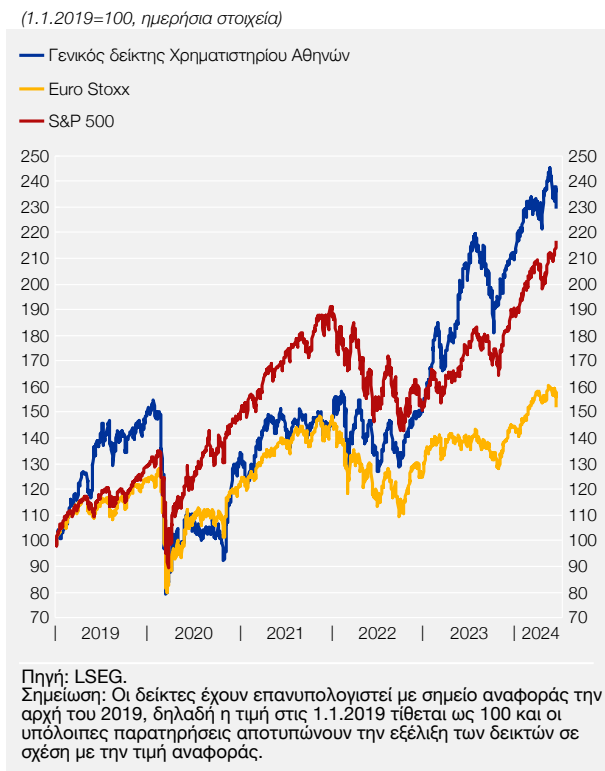
20 Οι τρεις μεγάλοι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης (S&P, Moody's και Fitch) αξιολογούν ως θετικές τις προοπτικές του αζιόχρεου των ελληνικών συστημικών τραπεζών (βλ. S&P Global Ratings (3.4.2024), "Banking Industry Country Risk Assessment Quarterly Monitor: Q1 2024", Moody's (15.3.2024), "Banking System Outlook – Greece" και Fitch Ratings (1.2.2024), "Credit Outlook Greece 2024").

21 Βλ. Anastasatou, M., H. Balfoussia, Z. Bragoudakis, D. Malliaropoulos, P. Migiakis, D. Papageorgiou and P. Petroulas (2023), "Effects of a sovereign credit rating upgrade to investment grade on the Greek economy", Bank of Greece, *Economic Bulletin*, No. 58.



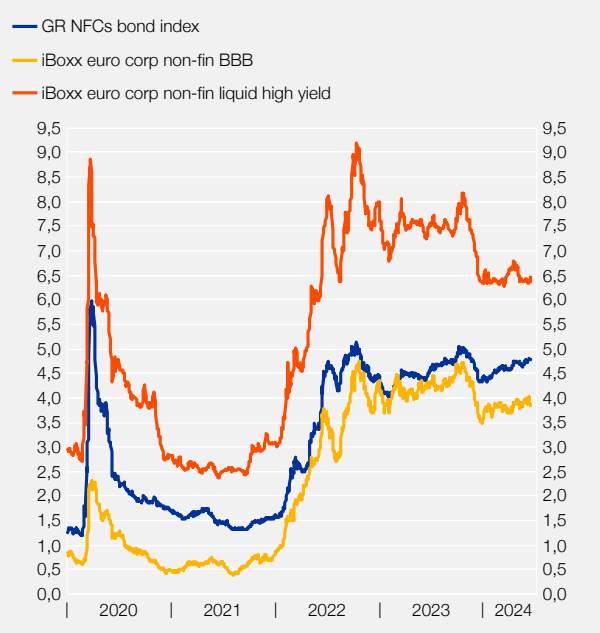
2024 εκδόθηκαν δύο ακόμη ομόλογα από ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, αντλώντας χρηματοδότηση αξίας 330 εκατ. ευρώ.<sup>22</sup> Οι αποδόσεις των ομολόγων των ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων δεν παρουσίασαν σημαντικές μεταβολές το 2023, καθώς τα οφέλη από τις διαδοχικές θετικές εξελίξεις στην πιστοληπτική αξιολόγηση των ελληνικών κρατικών ομολόγων αντιστάθμισαν σε μεγάλο βαθμό τις ανοδικές πιέσεις που άσκησαν οι αυξήσεις των βασικών επιτοκίων. Επιπρόσθετα, η πορεία των αποδόσεων τους ήταν παρόμοια με εκείνη των ομολόγων με αξιολόγηση ανώτερη αλλά κοντά στο όριο της επενδυτικής κατηγορίας (BBB), αποκλίνοντας σημαντικά από τις αποδόσεις των ομολόγων υψηλού πιστωτικού κινδύνου (βλ. Διάγραμμα VII.10).

Διάγραμμα VII.11 Δείκτες τιμών μετοχών (Ιανουάριος 2019-Ιούνιος 2024)



Διάγραμμα VII.10 Αποδόσεις ομολόγων ελληνικών και λοιπών ευρωπαϊκών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (Ιανουάριος 2020-Ιούνιος 2024)

(ημερήσια στοιχεία, αποδόσεις σε ποσοστά %)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και LSEG.

Σημείωση: 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).

## 5 ΑΓΟΡΑ ΜΕΤΟΧΩΝ

### 5.1 Τιμές μετοχών

Από τις αρχές του 2024 έως τα μέσα Ιουνίου οι τιμές στις αγορές μετοχών διεθνώς συνέχισαν την ανοδική τους πορεία, έπειτα από σημαντικές αυξήσεις το προηγούμενο έτος, ωθούμενες μεταξύ άλλων από τις προσδοκίες των επενδυτών για μειώσεις των βασικών επιτοκίων.<sup>23</sup> Σε αυτό το περιβάλλον, οι τιμές των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ) σημείωσαν ισχυρή άνοδο έως τα μέσα Ιουνίου (μεταβολή γενικού δείκτη: +8,8%, βλ. Διάγραμμα VII.11), καταγρά-

22 Από το 2013, ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις έχουν εκδώσει σε διεθνείς αγορές, μέσω θυγατρικών τους, ομόλογα συνολικής αξίας περίπου 12,6 δισεκ. ευρώ, ενώ το υφιστάμενο υπόλοιπο, μετά τις ενδιάμεσες λήξεις, είναι 4,6 δισεκ. ευρώ. Στην εγχώρια αγορά, έως το Μάρτιο του 2024, έχουν εκδοθεί από ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις ομόλογα συνολικού ύψους περίπου 4,9 δισεκ. ευρώ, με υφιστάμενο υπόλοιπο περίπου 4,1 δισεκ. ευρώ.

23 Συγκεκριμένα, ο δείκτης S&P 500 ενισχύθηκε το διάστημα 1.1-14.6.2024 κατά 13,9%, ο EURO STOXX κατά 5,2% και ο MSCI World κατά 10,2%. Οι μέσοι όροι των δεικτών VIX και VDAX το υπό εξέταση διάστημα του 2024 ήταν χαμηλότεροι σε σχέση με το αντίστοιχο του 2023 (αμφότεροι κατά 27%). Τόσο στις ΗΠΑ όσο και στην Ευρώπη, οι κλάδοι των τραπεζών και της τεχνολογίας εμφανίζουν υψηλότερες αποδόσεις σε σύγκριση με τους γενικούς δείκτες.

φοντας σημαντικά καλύτερη επίδοση από ό,τι οι μετοχές στην ευρωζώνη, καθώς παρατηρείται αυξημένη ζήτηση ελληνικών μετοχών εκ μέρους διεθνών επενδυτών. Οι τραπεζικές μετοχές παρουσίασαν υψηλότερες αποδόσεις σε σχέση με το γενικό δείκτη του ΧΑ (FTSE/Athex Banks: 16,9%), σε συνάφεια κυρίως με την αναβάθμιση της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος στην επενδυτική κατηγορία, την αυξημένη κερδοφορία και τις αναβαθμίσεις των πιστοληπτικών αξιολογήσεων των τραπεζών. Ταυτόχρονα, η σημαντική ενίσχυση της ζήτησης ελληνικών μετοχών από διεθνείς επενδυτές διευκόλυνε σημαντικά τη διάθεση της συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο των ελληνικών τραπεζών από το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ).<sup>24</sup>

Η συναλλακτική δραστηριότητα (μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών) το υπό εξέταση διάστημα του 2024 ανήλθε σε 142,4 εκατ. ευρώ, παρουσιάζοντας αύξηση περίπου 30% σε σχέση με το ίδιο διάστημα του 2023. Σημειώνεται ότι από την αρχή του έτους δύο εταιρίες εισήχθησαν στην κύρια αγορά, προσελκύοντας σημαντικό επενδυτικό ενδιαφέρον, ενώ δεν υπήρχαν διαγραφές. Τέλος, πραγματοποιήθηκαν αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου από εισηγμένες εταιρίες του μη χρηματοπιστωτικού τομέα, συνολικού ύψους περίπου 290 εκατ. ευρώ, έναντι περίπου 209 εκατ. ευρώ το αντίστοιχο διάστημα του 2023.

## 5.2 Αποδοτικότητα εισηγμένων επιχειρήσεων

Τα αποτελέσματα των εισηγμένων μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων με έδρα την Ελλάδα επιδεινώθηκαν το 2023 σε σχέση με 2022, εξέλιξη που προήλθε κυρίως από τον κλάδο της ενέργειας και κοινής ωφέλειας, σε συνάφεια με την υποχώρηση των τιμών της ενέργειας. Σύμφωνα με τα στοιχεία από τις οικονομικές καταστάσεις 80 εισηγμένων στο ΧΑ επιχειρήσεων, ο κύκλος εργασιών, τα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA) και τα κέρδη προ φόρων υποχώρησαν κατά περίπου 12%, 4% και 7% αντίστοιχα έναντι του 2022. Εξαιρουμένου του κλάδου της ενέργειας και κοινής ωφέλειας, ο κύκλος εργασιών, τα EBITDA και τα κέρδη προ φόρων αυξήθηκαν κατά περίπου 2%, 7% και 11% αντίστοιχα.

Για το σύνολο των εισηγμένων επιχειρήσεων, το περιθώριο EBITDA αυξήθηκε το 2023 σε σχέση με το 2022.<sup>25</sup> Επίσης, ο δείκτης αποδοτικότητας των συνολικών κεφαλαίων, δεν κατέγραψε σημαντικές μεταβολές.<sup>26</sup> Από την άλλη πλευρά, ο δείκτης ρευστότητας<sup>27</sup> και ο δείκτης μόχλευσης υποχώρησαν.<sup>28</sup>

24 Βλ. σχετική ανάλυση στο Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2023, Κεφάλαιο ΙΧ, Απρίλιος 2024.

25 Ο δείκτης ορίζεται ως η διάμεσος του λόγου "EBITDA προς πωλήσεις" και για το σύνολο των εισηγμένων επιχειρήσεων διαμορφώθηκε σε 14,2% το 2023, από 12,1% το 2022.

26 Διάμεσος του δείκτη αποδοτικότητας συνολικών κεφαλαίων (RoA): 5,3% το 2023, έναντι 5,2% το 2022. Διάμεσος του δείκτη αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (RoE): 10,9% από 14,5% (αποκλείονται οι εταιρίες με αρνητικά ίδια κεφάλαια).

27 Η διάμεσος του λόγου "κυκλοφορούν ενεργητικό προς βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις" για το σύνολο των εισηγμένων διαμορφώθηκε σε 158,0% το 2023, από 162,7% το 2022.

28 Η διάμεσος του λόγου "συνολικός δανεισμός προς σύνολο ενεργητικού" διαμορφώθηκε σε 31,9% το 2023, έναντι 32,5% το 2022.

## 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)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2020=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2020=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2020=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2020=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	
2020	100,0	-1,2	100,0	-1,6	100,0	-0,8	100,0	-0,4	100,0	-0,6	
2021	101,2	1,2	102,4	2,4	99,5	-0,5	100,2	0,2	99,9	-0,1	
2022	111,0	9,6	116,7	14,0	101,9	2,4	107,3	7,1	105,6	5,7	
2023	114,8	3,5	120,5	3,3	105,8	3,8	112,8	5,1	109,2	3,4	
2022	I	106,4	7,4	110,5	11,7	100,0	0,7	103,8	5,3	103,2	5,2
	II	112,2	11,2	118,9	16,8	101,5	2,0	107,9	7,9	106,9	6,9
	III	112,4	11,7	118,5	16,8	102,8	3,4	107,4	8,0	105,0	6,2
	IV	112,9	8,3	118,9	10,9	103,5	3,7	110,0	7,1	107,3	4,7
2023	I	112,7	5,9	118,0	6,8	104,1	4,2	110,5	6,4	107,1	3,7
	II	115,0	2,5	120,8	1,6	105,7	4,2	113,2	4,9	110,0	2,9
	III	115,0	2,3	120,2	1,4	106,6	3,7	112,8	5,0	109,1	3,8
	IV	116,7	3,3	123,1	3,5	106,6	3,1	114,6	4,2	110,6	3,1
2024	I	116,2	3,1	121,2	2,7	107,9	3,6	114,2	3,4	110,0	2,7
2022	Ιαν.	104,7	6,2	107,9	9,9	99,6	0,5	102,6	4,3	102,0	4,4
	Φεβρ.	105,8	7,2	109,7	11,4	99,8	0,6	103,3	5,2	102,7	5,2
	Μάρτ.	108,8	8,9	114,0	13,7	100,5	1,1	105,5	6,3	105,0	6,1
	Απρ.	111,1	10,2	117,6	15,6	100,7	1,3	107,6	7,4	106,9	6,6
	Μάιος	111,8	11,3	118,4	17,2	101,4	1,9	107,5	7,8	106,3	6,8
	Ιούν.	113,6	12,1	120,7	17,7	102,4	2,8	108,8	8,4	107,6	7,2
	Ιούλ.	111,5	11,6	117,3	16,9	102,5	3,0	106,8	8,0	104,7	6,5
	Αύγ.	111,2	11,4	116,7	16,5	102,5	3,3	106,3	7,9	103,6	6,1
	Σεπτ.	114,5	12,0	121,5	16,9	103,4	3,8	109,1	8,1	106,8	6,2
	Οκτ.	113,2	9,1	119,2	12,2	103,6	3,7	109,7	7,4	107,2	5,2
	Νοέμ.	113,1	8,5	119,2	11,3	103,5	3,7	109,8	7,2	107,0	4,9
	Δεκ.	112,5	7,2	118,4	9,3	103,3	3,7	110,4	6,6	107,5	4,0
2023	Ιαν.	112,0	7,0	117,2	8,5	103,7	4,1	109,5	6,7	106,1	4,0
	Φεβρ.	112,3	6,1	117,4	7,0	104,2	4,4	110,0	6,4	106,4	3,6
	Μάρτ.	113,7	4,6	119,5	4,8	104,6	4,1	112,0	6,2	108,7	3,5
	Απρ.	114,5	3,0	120,1	2,1	105,4	4,7	112,6	4,7	109,6	2,5
	Μάιος	114,9	2,8	120,7	1,9	105,7	4,3	113,4	5,5	110,1	3,6
	Ιούν.	115,6	1,8	121,7	0,8	106,1	3,5	113,7	4,5	110,3	2,5
	Ιούλ.	114,3	2,5	119,1	1,5	106,5	3,9	112,3	5,2	108,5	3,6
	Αύγ.	114,3	2,7	119,1	2,0	106,3	3,8	112,1	5,5	108,1	4,3
	Σεπτ.	116,3	1,6	122,4	0,7	106,8	3,3	114,0	4,5	110,6	3,6
	Οκτ.	117,0	3,4	123,5	3,6	106,9	3,2	114,6	4,5	110,9	3,4
	Νοέμ.	116,6	3,0	123,0	3,2	106,5	2,9	114,5	4,2	110,4	3,2
	Δεκ.	116,5	3,5	122,8	3,7	106,6	3,1	114,7	3,8	110,6	2,8
2024	Ιαν.	115,5	3,1	120,5	2,9	107,3	3,5	113,7	3,8	109,2	3,0
	Φεβρ.	115,6	2,9	120,4	2,6	107,7	3,4	113,5	3,2	109,0	2,5
	Μάρτ.	117,4	3,2	122,8	2,8	108,7	3,9	115,5	3,2	111,7	2,8
	Απρ.	118,0	3,1	123,3	2,6	109,3	3,7	116,0	3,0	112,3	2,5
	Μάιος	117,7	2,4	122,6	1,6	109,5	3,5	115,9	2,2	112,2	1,9

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΛΣΤΑΤ.

Πίνακας 2 Ισοζύγιο πληρωμών

(προσωρινά στοιχεία, εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος-Δεκέμβριος			Ιανουάριος-Απρίλιος		
	2021	2022	2023	2022	2023	2024
<b>I ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΓΩΝ ( I.A + I.B + I.Γ + I.Δ )</b>	<b>-12.271,6</b>	<b>-21.225,6</b>	<b>-13.970,5</b>	<b>-8.949,0</b>	<b>-5.762,3</b>	<b>-6.839,6</b>
<b>ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΑΓΑΘΩΝ ΚΑΙ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ ( I.A + I.B)</b>	<b>-13.874,1</b>	<b>-20.166,3</b>	<b>-10.514,7</b>	<b>-10.446,6</b>	<b>-7.731,9</b>	<b>-9.488,0</b>
Εξαγωγές	74.384,3	101.516,9	98.548,9	25.564,5	28.014,2	27.781,2
Εισαγωγές	88.258,4	121.683,2	109.063,5	36.011,1	35.746,1	37.269,1
<b>I.A ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΑΓΑΘΩΝ ( I.A.1 - I.A.2)</b>	<b>-26.719,1</b>	<b>-39.557,6</b>	<b>-32.395,8</b>	<b>-12.198,6</b>	<b>-9.618,3</b>	<b>-11.536,7</b>
<b>I.A.1 Εξαγωγές αγαθών</b>	<b>39.327,9</b>	<b>53.755,0</b>	<b>49.457,4</b>	<b>15.499,5</b>	<b>17.405,9</b>	<b>16.421,7</b>
Καύσιμα	10.210,2	17.601,7	14.267,8	4.386,4	5.314,3	4.751,1
Πλοία (πωλήσεις)	121,4	110,0	207,2	34,1	90,9	40,5
Αγαθά χωρίς καύσιμα και πλοία	28.996,3	36.043,3	34.982,4	11.078,9	12.000,7	11.630,1
<b>I.A.2 Εισαγωγές αγαθών</b>	<b>66.046,9</b>	<b>93.312,6</b>	<b>81.853,2</b>	<b>27.698,1</b>	<b>27.024,2</b>	<b>27.958,4</b>
Καύσιμα	16.087,3	30.853,2	21.155,6	8.026,2	7.458,3	6.851,0
Πλοία (αγορές)	144,4	403,8	303,5	78,1	105,3	117,9
Αγαθά χωρίς καύσιμα και πλοία	49.815,1	62.055,5	60.394,1	19.593,7	19.460,6	20.989,4
<b>I.B ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ ( I.B.1 - I.B.2)</b>	<b>12.845,0</b>	<b>19.391,3</b>	<b>21.881,1</b>	<b>1.752,0</b>	<b>1.886,4</b>	<b>2.048,8</b>
<b>I.B.1 Εισπράξεις</b>	<b>35.056,4</b>	<b>47.761,9</b>	<b>49.091,4</b>	<b>10.065,0</b>	<b>10.608,3</b>	<b>11.359,5</b>
Ταξιδιωτικό	10.502,7	17.676,2	20.593,6	1.082,3	1.463,9	1.786,5
Μεταφορές	18.728,1	23.434,0	20.999,8	7.073,7	6.738,5	6.782,9
Λοιπές υπηρεσίες	5.825,7	6.651,8	7.498,0	1.908,9	2.405,9	2.790,1
<b>I.B.2 Πληρωμές</b>	<b>22.211,5</b>	<b>28.370,7</b>	<b>27.210,4</b>	<b>8.313,0</b>	<b>8.721,9</b>	<b>9.310,7</b>
Ταξιδιωτικό	1.112,5	1.924,6	2.431,7	503,0	696,0	848,7
Μεταφορές	15.078,7	19.609,7	17.749,0	5.767,3	5.851,2	5.867,1
Λοιπές υπηρεσίες	6.020,3	6.836,3	7.029,8	2.042,8	2.174,7	2.594,9
<b>I.Γ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΠΡΩΤΟΓΕΝΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ (I.Γ.1 - I.Γ.2)</b>	<b>368,7</b>	<b>-757,7</b>	<b>-4.781,3</b>	<b>933,6</b>	<b>134,0</b>	<b>-486,5</b>
<b>I.Γ.1 Εισπράξεις</b>	<b>6.608,1</b>	<b>7.875,5</b>	<b>9.856,8</b>	<b>2.747,5</b>	<b>3.800,6</b>	<b>4.122,3</b>
Από εργασία (αμοιβές, μισθοί)	220,2	224,7	208,8	79,0	71,5	73,9
Από επενδύσεις (τόκοι, μερίσματα, κέρδη)	3.019,2	4.177,7	6.303,7	962,0	1.872,7	2.803,7
Λοιπά πρωτογενή εισοδήματα	3.368,8	3.473,0	3.344,3	1.706,5	1.856,5	1.244,6
<b>I.Γ.2 Πληρωμές</b>	<b>6.239,4</b>	<b>8.633,1</b>	<b>14.638,1</b>	<b>1.813,9</b>	<b>3.666,6</b>	<b>4.608,7</b>
Από εργασία (αμοιβές, μισθοί)	1.309,7	1.493,8	1.327,1	501,6	441,4	448,7
Από επενδύσεις (τόκοι, μερίσματα, κέρδη)	4.433,3	6.478,8	12.795,1	1.153,5	3.094,9	4.016,8
Λοιπά πρωτογενή εισοδήματα	496,5	660,6	515,9	158,8	130,3	143,2
<b>I.Δ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟΓΕΝΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ (I.Δ.1 - I.Δ.2)</b>	<b>1.233,8</b>	<b>-301,6</b>	<b>1.325,5</b>	<b>564,0</b>	<b>1.835,6</b>	<b>3.134,9</b>
<b>I.Δ.1 Εισπράξεις</b>	<b>5.008,2</b>	<b>4.390,6</b>	<b>5.541,5</b>	<b>1.945,7</b>	<b>3.132,2</b>	<b>4.513,7</b>
Γενική κυβέρνηση	3.561,7	2.642,7	3.255,8	1.306,2	1.994,8	486,3
Λοιποί τομείς	1.446,5	1.747,9	2.285,8	639,5	1.137,4	4.027,5
<b>I.Δ.2 Πληρωμές</b>	<b>3.774,4</b>	<b>4.692,2</b>	<b>4.216,1</b>	<b>1.381,6</b>	<b>1.296,6</b>	<b>1.378,9</b>
Γενική κυβέρνηση	2.297,1	3.058,7	2.381,9	899,8	738,1	811,5
Λοιποί τομείς	1.477,2	1.633,5	1.834,2	481,8	558,5	567,3
<b>II ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (II.1 - II.2)</b>	<b>4.000,9</b>	<b>3.111,6</b>	<b>2.677,0</b>	<b>913,4</b>	<b>1.953,4</b>	<b>-540,2</b>
<b>II.1 Εισπράξεις</b>	<b>4.915,0</b>	<b>3.857,0</b>	<b>3.367,7</b>	<b>1.283,4</b>	<b>2.015,6</b>	<b>110,5</b>
Γενική κυβέρνηση	4.055,5	2.523,2	2.824,7	1.109,6	1.523,6	88,4
Λοιποί τομείς	859,5	1.333,7	543,0	173,8	492,0	22,1
<b>II.2 Πληρωμές</b>	<b>914,1</b>	<b>745,3</b>	<b>690,8</b>	<b>370,0</b>	<b>62,2</b>	<b>650,7</b>
Γενική κυβέρνηση	5,0	7,2	7,0	2,5	2,3	2,2
Λοιποί τομείς	909,1	738,1	683,8	367,5	59,9	648,6
<b>ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΓΩΝ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ( I + II)</b>	<b>-8.270,7</b>	<b>-18.113,9</b>	<b>-11.293,5</b>	<b>-8.035,5</b>	<b>-3.808,9</b>	<b>-7.379,8</b>
<b>III ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΧΡΗΜ/ΚΩΝ ΣΥΝΓΩΝ ( III.A+III.B+III.Γ+III.Δ )</b>	<b>-7.107,6</b>	<b>-16.152,0</b>	<b>-9.160,4</b>	<b>-6.934,1</b>	<b>-3.160,3</b>	<b>-5.894,2</b>
<b>III.A ΑΜΕΣΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ<sup>1</sup></b>	<b>-4.412,6</b>	<b>-4.988,9</b>	<b>-1.366,9</b>	<b>-3.249,5</b>	<b>-930,1</b>	<b>-969,3</b>
Απαιτήσεις	1.147,7	2.538,5	3.240,4	399,2	473,0	503,7
Υποχρεώσεις	5.560,4	7.527,5	4.607,3	3.648,8	1.403,1	1.473,0
<b>III.B ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ<sup>1</sup></b>	<b>23.829,9</b>	<b>8.934,9</b>	<b>-3.020,4</b>	<b>3.296,2</b>	<b>-804,8</b>	<b>-1.153,2</b>
Απαιτήσεις	27.316,7	10.206,3	2.601,4	5.845,4	2.265,3	3.961,0
Υποχρεώσεις	3.486,7	1.271,4	5.621,8	2.549,1	3.070,1	5.114,2
<b>III.Γ ΛΟΙΠΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ<sup>1</sup></b>	<b>-29.060,9</b>	<b>-18.252,5</b>	<b>-5.303,6</b>	<b>-4.830,8</b>	<b>-1.836,3</b>	<b>-3.741,1</b>
Απαιτήσεις	3.713,7	-3.688,1	-1.673,7	-1.150,6	-536,6	-4.598,2
Υποχρεώσεις	32.774,6	14.564,4	3.630,0	3.680,3	1.299,8	-857,1
(Δάνεια γενικής κυβέρνησης)	-957,9	-4.496,0	-3.501,3	-617,5	414,1	-1.435,2
<b>III.Δ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ<sup>1</sup></b>	<b>2.536,0</b>	<b>-1.845,4</b>	<b>530,6</b>	<b>-2.150,0</b>	<b>410,9</b>	<b>-30,6</b>
<b>IV ΤΑΚΤΟΠΟΙΗΤΕΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ( I + II - III + IV=0)</b>	<b>1.163,1</b>	<b>1.962,0</b>	<b>2.133,2</b>	<b>1.101,4</b>	<b>648,6</b>	<b>1.485,6</b>
<b>ΥΦΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ</b>	<b>12.770</b>	<b>11.341</b>	<b>12.324</b>	<b>11.541</b>	<b>12.006</b>	<b>13.447</b>

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 (+) αύξηση, (-) μείωση.

**Πίνακας 3 Ανάλυση καταθέσεων/ρέπος των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών στα λοιπά ΝΧΙ,<sup>1</sup> κατά νόμισμα και κατά κατηγορία**

(υπόλοιπα σε εκατ. ευρώ, μη εποχικώς διορθωμένα)

Τέλος περιόδου	Σύνολο καταθέσεων/ρέπος	Ανάλυση κατά νόμισμα		Ανάλυση κατά κατηγορία		
		Καταθέσεις/ρέπος σε ευρώ <sup>2</sup>	Καταθέσεις/ρέπος σε λοιπά νομίσματα	Καταθέσεις μίας ημέρας <sup>2</sup>	Λοιπές καταθέσεις και ρέπος	
2019	143.123	136.392	6.730	92.261	50.862	
2020	163.220	156.421	6.799	116.484	46.736	
2021	180.003	172.807	7.196	144.385	35.618	
2022	188.742	181.659	7.083	152.963	35.779	
2023	194.788	187.502	7.286	143.401	51.387	
2021	Ιαν.	162.094	155.648	6.446	116.113	45.980
	Φεβρ.	162.840	156.403	6.437	117.717	45.123
	Μάρτ.	164.792	158.081	6.711	120.769	44.023
	Απρ.	167.749	161.302	6.447	125.180	42.569
	Μάιος	168.111	161.499	6.613	126.727	41.385
	Ιούν.	169.765	162.940	6.826	129.236	40.530
	Ιούλ.	171.639	165.023	6.617	131.832	39.808
	Αύγ.	173.140	166.446	6.694	134.362	38.778
	Σεπτ.	173.700	166.884	6.816	135.779	37.921
	Οκτ.	173.688	166.824	6.864	136.690	36.998
	Νοέμ.	175.658	168.581	7.077	139.728	35.930
	Δεκ.	180.003	172.807	7.196	144.385	35.618
2022	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

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

<sup>1</sup> Τα λοιπά Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (λοιπά ΝΧΙ) περιλαμβάνουν τα πιστωτικά ιδρύματα (εκτός από την Τράπεζα της Ελλάδος) και τα ιδρύματα έκδοσης ηλεκτρονικού χρήματος.

<sup>2</sup> Περιλαμβάνεται και το ηλεκτρονικό χρήμα.

## Πίνακας 4 Αποδόσεις ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου

(ποσοστά % ετησίως, μέσοι όροι περιόδου)

Περίοδος	3 ετών	5 ετών	7 ετών	10 ετών	15 ετών	20 ετών	30 ετών	
2019	1,22	1,64	2,07	2,59	3,04	3,33	3,50	
2020	0,39	0,58	0,97	1,27	1,48	1,61	1,73	
2021	-0,18	0,11	0,30	0,88	1,08	1,21	1,64	
2022	2,11	2,60	3,04	3,49	3,35	3,36	3,87	
2023	3,34	3,51	3,84	4,00	4,22	4,25	4,29	
2021	Ιαν.	-0,13	-0,02	0,33	0,65	0,94	1,05	1,16
	Φεβρ.	-0,10	0,08	0,36	0,81	1,07	1,17	1,28
	Μάρτ.	-0,11	0,10	0,44	0,91	1,22	1,37	1,58
	Απρ.	-0,16	-0,01	0,33	0,88	1,22	1,52	1,92
	Μάιος	-0,13	0,16	0,38	0,99	1,27	1,49	1,99
	Ιούν.	-0,22	0,06	0,20	0,81	1,00	1,22	1,69
	Ιούλ.	-0,32	-0,08	0,07	0,70	0,85	1,07	1,52
	Αύγ.	-0,38	-0,18	-0,06	0,59	0,70	0,91	1,36
	Σεπτ.	-0,25	0,02	0,12	0,80	0,92	1,09	1,62
	Οκτ.	-0,13	0,22	0,28	0,96	1,06	1,21	1,74
	Νοέμ.	-0,09	0,41	0,52	1,22	1,29	1,28	1,91
	Δεκ.	-0,17	0,50	0,67	1,29	1,41	1,18	1,91
2022	Ιαν.	0,16	0,79	1,14	1,62	1,49	1,44	2,25
	Φεβρ.	0,97	1,53	2,00	2,46	2,18	2,29	2,91
	Μάρτ.	1,05	1,60	2,00	2,61	2,20	2,28	3,05
	Απρ.	1,25	1,90	2,30	2,89	2,24	2,31	3,40
	Μάιος	2,01	2,48	3,07	3,54	3,19	3,24	3,95
	Ιούν.	2,52	2,85	3,49	3,93	3,54	3,78	4,45
	Ιούλ.	2,29	2,64	3,15	3,38	3,50	3,68	4,21
	Αύγ.	2,36	2,76	3,16	3,46	3,62	3,75	4,10
	Σεπτ.	3,12	3,63	4,02	4,44	4,39	4,37	4,58
	Οκτ.	3,31	4,10	4,40	4,87	4,85	4,72	4,82
	Νοέμ.	3,12	3,58	4,04	4,42	4,60	4,38	4,43
	Δεκ.	3,19	3,31	3,74	4,22	4,37	4,02	4,23
2023	Ιαν.	3,31	3,39	3,81	4,29	4,26	4,08	4,33
	Φεβρ.	3,50	3,57	4,11	4,26	4,31	4,23	4,39
	Μάρτ.	3,58	3,74	4,20	4,29	4,36	4,35	4,41
	Απρ.	3,43	3,80	4,13	4,22	4,30	4,29	4,39
	Μάιος	3,23	3,56	3,92	3,98	4,12	4,15	4,27
	Ιούν.	3,30	3,39	3,62	3,71	3,88	3,97	4,09
	Ιούλ.	3,46	3,55	3,74	3,85	4,12	4,15	4,19
	Αύγ.	3,40	3,53	3,72	3,88	4,17	4,21	4,26
	Σεπτ.	3,51	3,71	3,93	4,08	4,38	4,46	4,47
	Οκτ.	3,54	3,78	4,07	4,30	4,65	4,76	4,70
	Νοέμ.	3,18	3,37	3,67	3,88	4,32	4,44	4,29
	Δεκ.	2,60	2,76	3,11	3,28	3,71	3,87	3,73
2024	Ιαν.	2,57	2,74	3,04	3,29	3,72	3,79	3,70
	Φεβρ.	2,73	2,89	3,14	3,45	3,76	3,84	3,77
	Μάρτ.	2,77	2,88	3,09	3,37	3,67	3,78	3,71
	Απρ.	2,88	3,00	3,19	3,49	3,81	3,91	3,85

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Πίνακας 5 Χρηματοδότηση του εγχώριου ιδιωτικού τομέα από τα εγχώρια ΝΧΙ<sup>1</sup>

(υπόλοιπα σε εκατ. ευρώ, μη εποχικώς διορθωμένα)

Τέλος περιόδου	Γενικό σύνολο	Επιχειρήσεις			Ελεύθεροι επαγγελματίες, αγρότες, ατομικές επιχειρήσεις	Ιδιώτες και ιδιωτικά μη κερδοσκοπικά ιδρύματα				
		Σύνολο	Μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις <sup>2</sup>	Λοιπά χρημ/τικά ιδρύματα ασφαλιστικές επιχειρήσεις και ταμεία επαγγελματικής ασφάλισης		Σύνολο	Στεγαστικά δάνεια	Καταναλωτικά δάνεια	Λοιπά	
2019	154.188	73.884	67.348	6.537	10.532	69.771	52.707	16.156	908	
2020	141.812	73.063	66.594	6.468	7.818	60.932	46.133	14.204	595	
2021	109.620	64.541	57.971	6.571	4.848	40.231	30.891	9.012	328	
2022	115.495	71.952	64.001	7.951	4.772	38.772	29.753	8.687	332	
2023	118.405	76.364	67.436	8.928	4.595	37.447	28.456	8.699	291	
2021	Ιαν.	141.113	72.660	66.484	6.176	7.800	60.653	45.951	14.116	586
	Φεβρ.	139.866	72.192	65.945	6.247	7.646	60.027	45.752	13.702	573
	Μάρτ.	139.987	72.750	66.348	6.402	7.668	59.569	45.532	13.564	473
	Απρ.	129.774	68.755	62.117	6.638	6.917	54.102	41.624	12.009	470
	Μάιος	129.631	68.721	62.064	6.657	6.907	54.002	41.513	12.058	431
	Ιούν.	129.883	68.934	62.159	6.775	6.987	53.962	41.399	12.130	433
	Ιούλ.	122.483	66.374	59.910	6.464	6.028	50.081	38.677	10.985	420
	Αύγ.	122.119	66.183	60.078	6.105	6.028	49.908	38.529	10.963	417
	Σεπτ.	119.047	65.630	59.298	6.332	5.587	47.830	37.148	10.314	369
	Οκτ.	118.969	65.706	59.946	5.761	5.516	47.747	37.094	10.283	370
	Νοέμ.	119.449	66.229	60.273	5.956	5.535	47.686	37.011	10.298	377
	Δεκ.	109.620	64.541	57.971	6.571	4.848	40.231	30.891	9.012	328
2022	Ιαν.	108.336	63.528	57.275	6.254	4.773	40.035	30.695	8.991	349
	Φεβρ.	109.234	64.480	57.663	6.817	4.780	39.974	30.623	9.001	351
	Μάρτ.	109.617	65.243	58.249	6.994	4.799	39.575	30.516	8.706	354
	Απρ.	110.181	65.942	58.901	7.040	4.756	39.484	30.426	8.711	347
	Μάιος	110.751	66.461	59.571	6.890	4.875	39.414	30.307	8.759	348
	Ιούν.	112.847	68.428	61.426	7.002	4.949	39.469	30.314	8.808	347
	Ιούλ.	113.338	69.040	61.899	7.141	4.892	39.407	30.246	8.816	345
	Αύγ.	113.296	69.180	62.065	7.115	4.865	39.250	30.105	8.804	341
	Σεπτ.	114.073	69.902	62.806	7.096	4.900	39.271	30.117	8.810	343
	Οκτ.	113.023	69.209	62.174	7.035	4.810	39.004	29.915	8.748	341
	Νοέμ.	112.438	68.739	61.691	7.048	4.757	38.942	29.815	8.792	335
	Δεκ.	115.496	71.952	64.001	7.951	4.772	38.772	29.753	8.687	332
2023	Ιαν.	113.397	70.209	62.575	7.634	4.677	38.511	29.531	8.645	335
	Φεβρ.	113.354	70.323	62.417	7.906	4.624	38.407	29.441	8.636	330
	Μάρτ.	114.160	71.284	63.538	7.746	4.650	38.226	29.311	8.585	330
	Απρ.	113.368	70.757	63.152	7.605	4.540	38.071	29.193	8.550	329
	Μάιος	112.484	69.983	62.245	7.738	4.512	37.988	29.122	8.553	314
	Ιούν.	113.887	71.522	63.555	7.966	4.599	37.766	28.899	8.553	315
	Ιούλ.	112.531	70.308	62.368	7.940	4.522	37.700	28.804	8.590	306
	Αύγ.	111.962	69.821	62.071	7.750	4.522	37.619	28.712	8.602	305
	Σεπτ.	113.622	71.502	63.913	7.590	4.557	37.563	28.623	8.641	300
	Οκτ.	112.669	70.813	63.505	7.308	4.486	37.370	28.531	8.546	293
	Νοέμ.	113.256	71.402	63.414	7.988	4.496	37.358	28.458	8.608	292
	Δεκ.	118.405	76.364	67.436	8.928	4.595	37.447	28.456	8.699	291
2024	Ιαν.	115.631	73.855	65.416	8.439	4.546	37.230	28.248	8.696	286
	Φεβρ.	115.534	74.510	65.821	8.689	4.466	36.558	27.691	8.602	265
	Μάρτ.	117.404	76.396	67.425	8.971	4.511	36.497	27.597	8.636	264
	Απρ.	116.599	75.667	67.104	8.563	4.495	36.438	27.502	8.694	243

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Στα υπόλοιπα περιλαμβάνονται τα δάνεια και οι τοποθετήσεις των ΝΧΙ σε εταιρικά ομόλογα.

2 Από το Μάρτιο του 2019, τα δάνεια προς τις ναυτιλιακές εταιρείες με καταστατική έδρα στο εξωτερικό δεν περιλαμβάνονται πλέον στη χρηματοδότηση της εγχώριας οικονομίας, αλλά 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 <sup>1,2</sup>	Με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος	Μίας ημέρας <sup>2</sup>	Με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος		
2019	0,09	0,51	0,15	0,69	0,25	
2020	0,05	0,26	0,09	0,22	0,12	
2021	0,04	0,15	0,01	0,08	0,06	
2022	0,03	0,16	0,01	0,16	0,05	
2023	0,03	1,40	0,14	2,31	0,34	
2021	Ιαν.	0,04	0,19	0,03	0,11	0,08
	Φεβρ.	0,04	0,18	0,02	0,08	0,07
	Μάρτ.	0,04	0,16	0,02	0,07	0,06
	Απρ.	0,04	0,16	0,02	0,08	0,06
	Μάιος	0,04	0,15	0,01	0,09	0,06
	Ιούν.	0,04	0,14	0,01	0,08	0,06
	Ιούλ.	0,04	0,14	0,01	0,06	0,05
	Αύγ.	0,03	0,16	0,01	0,07	0,05
	Σεπτ.	0,03	0,14	0,01	0,05	0,05
	Οκτ.	0,03	0,14	0,00	0,07	0,05
	Νοέμ.	0,03	0,14	0,00	0,07	0,05
	Δεκ.	0,03	0,14	0,00	0,05	0,04
2022	Ιαν.	0,03	0,14	0,00	0,05	0,04
	Φεβρ.	0,02	0,14	0,00	0,05	0,04
	Μάρτ.	0,02	0,13	0,00	0,06	0,04
	Απρ.	0,02	0,13	0,00	0,05	0,04
	Μάιος	0,02	0,12	0,00	0,06	0,04
	Ιούν.	0,03	0,12	0,00	0,06	0,03
	Ιούλ.	0,03	0,13	-0,01	0,05	0,04
	Αύγ.	0,03	0,11	0,01	0,10	0,04
	Σεπτ.	0,03	0,14	0,01	0,15	0,04
	Οκτ.	0,03	0,20	0,01	0,21	0,05
	Νοέμ.	0,03	0,20	0,03	0,30	0,06
	Δεκ.	0,03	0,33	0,05	0,83	0,10
2023	Ιαν.	0,03	0,47	0,08	0,96	0,12
	Φεβρ.	0,03	1,04	0,10	1,28	0,21
	Μάρτ.	0,03	1,16	0,10	1,47	0,23
	Απρ.	0,02	1,22	0,10	1,87	0,25
	Μάιος	0,02	1,31	0,11	2,10	0,28
	Ιούν.	0,02	1,42	0,12	2,28	0,31
	Ιούλ.	0,02	1,50	0,12	2,71	0,35
	Αύγ.	0,03	1,56	0,15	2,70	0,39
	Σεπτ.	0,03	1,73	0,17	2,85	0,43
	Οκτ.	0,03	1,77	0,18	3,06	0,46
	Νοέμ.	0,03	1,79	0,22	3,14	0,50
	Δεκ.	0,03	1,83	0,18	3,25	0,51
2024	Ιαν.	0,03	1,83	0,20	3,19	0,53
	Φεβρ.	0,03	1,80	0,19	3,20	0,53
	Μάρτ.	0,03	1,77	0,17	3,22	0,53
	Απρ.	0,03	1,83	0,16	3,19	0,53

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)

Περίοδος	Δάνεια προς ιδιώτες και ιδιωτικά μη κερδοσκοπικά ιδρύματα <sup>1</sup>					Δάνεια προς ελεύθερους επαγγελματίες, αγρότες, ατομικές επιχειρήσεις <sup>1</sup>		Δάνεια προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις <sup>1</sup>			Μέσο επιτόκιο όλων των δανείων
	Καταναλωτικά δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια <sup>2,3</sup>	Καταναλωτικά δάνεια με καθορισμένη διάρκεια		Στεγαστικά δάνεια		Δάνεια με καθορισμένη διάρκεια και επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος	Δάνεια 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		Δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια <sup>3,4</sup>	Δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια <sup>3,4</sup>	Μέχρι ένα εκατ. ευρώ	Άνω του ενός εκατ. ευρώ	
2019	14,48	10,16	9,46	3,03	3,11	6,81	5,55	4,88	4,31	3,64	4,58
2020	14,51	11,06	9,71	2,53	2,85	6,75	5,42	4,54	3,94	2,83	4,11
2021	14,50	11,16	9,98	2,35	2,78	6,55	4,76	4,24	3,79	2,70	3,91
2022	14,42	11,26	10,52	3,00	3,14	6,59	5,43	4,18	4,29	3,23	4,21
2023	14,89	12,40	11,30	4,30	4,10	7,61	6,50	6,47	5,96	5,76	5,97
2021	Ιαν.	14,63	11,33	10,01	2,11	2,54	6,66	5,02	4,36	3,65	3,88
	Φεβρ.	14,63	10,84	9,66	2,38	2,74	6,63	4,65	4,34	3,97	3,84
	Μάρτ.	14,64	10,49	9,11	2,43	2,75	6,58	4,93	4,35	3,95	4,02
	Απρ.	14,61	10,56	9,38	2,29	2,79	6,61	4,85	4,29	3,79	3,84
	Μάιος	14,48	10,84	9,82	2,61	2,86	6,59	4,82	4,28	3,79	3,95
	Ιούν.	14,38	10,86	9,63	2,41	2,78	6,55	4,53	4,32	3,70	3,95
	Ιούλ.	14,39	11,52	10,12	2,44	2,77	6,55	4,73	4,25	4,03	4,05
	Αύγ.	14,32	12,03	10,69	2,35	2,92	6,53	4,54	4,25	3,73	4,14
	Σεπτ.	14,28	11,29	10,29	2,33	2,87	6,49	4,97	4,25	3,64	3,77
	Οκτ.	14,48	11,39	10,32	2,43	2,92	6,49	4,93	4,13	3,74	3,94
	Νοέμ.	14,50	11,42	10,40	2,41	2,84	6,47	4,73	4,02	3,64	3,73
	Δεκ.	14,63	11,34	10,40	2,05	2,54	6,42	4,46	4,02	3,81	3,76
2022	Ιαν.	14,65	11,88	10,94	2,36	2,86	6,56	4,87	3,91	3,73	3,90
	Φεβρ.	14,69	11,37	10,36	2,39	2,83	6,54	5,00	3,91	3,77	3,75
	Μάρτ.	14,69	11,19	10,25	2,44	2,81	6,51	5,00	3,89	3,90	3,83
	Απρ.	14,62	11,05	10,03	2,40	2,83	6,51	5,29	3,83	3,91	4,14
	Μάιος	14,19	11,00	10,26	2,63	2,93	6,35	4,87	3,77	3,83	3,85
	Ιούν.	14,11	11,36	10,61	2,95	3,09	6,29	4,82	3,80	3,79	3,98
	Ιούλ.	14,13	11,33	10,66	2,84	3,01	6,37	4,99	3,76	3,97	3,71
	Αύγ.	14,11	11,20	10,50	3,01	3,14	6,47	5,36	3,92	4,01	4,00
	Σεπτ.	14,11	10,96	10,59	3,50	3,36	6,62	5,74	4,37	4,54	4,60
	Οκτ.	14,44	11,37	10,64	4,00	3,69	6,83	6,24	4,79	5,08	4,86
	Νοέμ.	14,60	11,07	10,68	3,63	3,52	6,97	6,35	5,02	5,42	4,89
	Δεκ.	14,68	11,32	10,71	3,81	3,60	7,06	6,62	5,21	5,48	5,06
2023	Ιαν.	14,73	11,36	10,74	3,90	3,73	7,20	6,83	5,69	5,87	5,36
	Φεβρ.	14,83	11,72	10,78	3,98	3,78	7,30	7,00	5,85	6,01	5,57
	Μάρτ.	14,90	12,08	11,12	3,82	3,78	7,43	7,20	5,95	6,25	5,73
	Απρ.	15,03	12,79	11,47	4,06	3,88	7,57	7,42	6,36	6,32	5,85
	Μάιος	15,01	12,34	11,24	3,83	3,91	7,61	7,05	6,42	6,52	6,04
	Ιούν.	14,87	12,58	11,38	4,03	4,07	7,68	5,95	6,50	5,21	5,74
	Ιούλ.	14,77	13,01	11,87	4,19	4,22	7,70	6,29	6,71	5,82	6,21
	Αύγ.	14,77	13,40	11,90	4,03	4,22	7,72	6,12	6,73	5,87	6,35
	Σεπτ.	14,79	12,19	11,11	4,42	4,29	7,77	6,02	6,76	5,95	6,15
	Οκτ.	14,90	12,59	11,34	5,10	4,49	7,80	6,05	6,89	5,74	6,17
	Νοέμ.	14,96	12,61	11,60	5,10	4,44	7,77	6,07	6,87	6,02	6,25
	Δεκ.	15,11	12,10	11,00	5,08	4,37	7,80	5,99	6,87	5,93	6,11
2024	Ιαν.	15,00	12,08	11,14	5,47	4,58	7,73	5,58	6,80	5,81	6,15
	Φεβρ.	15,04	10,27	9,99	5,48	4,53	7,72	5,53	6,76	6,00	5,77
	Μάρτ.	15,18	11,82	10,85	5,01	4,25	7,69	5,63	6,74	5,76	6,24
	Απρ.	15,07	11,61	10,80	5,11	4,33	7,67	5,50	6,69	6,00	5,98

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Δεν περιλαμβάνονται οι επιβαρύνσεις.

2 Το επιτόκιο είναι ο σταθμικός μέσος όρος των επιτοκίων των δανείων προς νοικοκυριά μέσω πιστωτικών καρτών, των ανοικτών δανείων και των υπερεναλήψεων από τρεχούμενους λογαριασμούς.

3 Επιτόκιο στο τέλος του μηνός.

4 Το επιτόκιο είναι ο σταθμικός μέσος όρος των επιτοκίων των δανείων μέσω αλληλόχρεων λογαριασμών και των υπερεναλήψεων από λογαριασμούς όψεως.





