

ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ
ΠΟΛΙΤΙΚΗ
ΕΝΔΙΑΜΕΣΗ ΕΚΘΕΣΗ
2025



ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ
2025



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

Διεύθυνση

Ελ. Βενιζέλου 21
102 50 Αθήνα

Δικτυακός τόπος

<http://www.bankofgreece.gr>

Τηλέφωνο

+30 210 320 2393

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

DOI: <https://doi.org/10.52903/monpol.gr202512>

https://www.bankofgreece.gr/Publications/Inter_NomPol2025.pdf

Τυπώθηκε στο
Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών
της Τράπεζας της Ελλάδος

ISSN: 1108-2305 (print)

ISSN: 2654-1939 (online)

ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΕΝΔΙΑΜΕΣΗ ΕΚΘΕΣΗ 2025

ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ
2025



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

Προς τη Βουλή των Ελλήνων
και το Υπουργικό Συμβούλιο

Το 2025 η παγκόσμια οικονομία λειτούργησε μέσα σε ένα περιβάλλον αυξημένης αβεβαιότητας, καθώς οξύνθηκαν οι γεωοικονομικές εντάσεις και αναθεωρήθηκαν θεμελιώδεις αρχές της διεθνούς οικονομικής διακυβέρνησης που ίσχυαν επί δεκαετίες. Η σημαντική στροφή των ΗΠΑ προς τον εμπορικό προστατευτισμό, με την επιβολή υψηλών δασμών σχεδόν στο σύνολο των εμπορικών τους εταίρων, δημιούργησε έντονη μεταβλητότητα στις διεθνείς αγορές και τροφοδότησε ανησυχίες για τον κίνδυνο παρατεταμένου εμπορικού κατακερματισμού. Οι εμπορικές συμφωνίες μείωσαν εν μέρει την αβεβαιότητα, αλλά είχαν ως αποτέλεσμα οι δασμοί να διαμορφωθούν σε ιστορικά υψηλά επίπεδα, τα οποία, παρά τη σχετική βελτίωση του κλίματος, επηρεάζουν δυσμενώς την παγκόσμια ζήτηση, την επενδυτική δραστηριότητα και τις προοπτικές του διεθνούς εμπορίου.



Υπό αυτές τις συνθήκες, η παγκόσμια ανάπτυξη αναμένεται να διαμορφωθεί σε επίπεδα χαμηλότερα της μακροχρόνιας τάσης, ενώ ο πληθωρισμός αποκλιμακώνεται μεν, αλλά συνεχίζει να επηρεάζεται από τις τιμές των υπηρεσιών. Οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές συνθήκες, αν και έχουν εν μέρει βελτιωθεί λόγω των μειώσεων επιτοκίων στις μεγάλες οικονομίες, παραμένουν ευάλωτες σε νέες αναταράξεις, αντανακλώντας τις ανησυχίες των επενδυτών για τις μεσοπρόθεσμες προοπτικές της παγκόσμιας οικονομίας. Σε αυτό το πλαίσιο, μια νέα επιδείνωση των εμπορικών σχέσεων, η αβεβαιότητα για την κατεύθυνση της οικονομικής πολιτικής, η αμφισβήτηση της ανεξαρτησίας θεσμών όπως οι κεντρικές τράπεζες, η υποχώρηση της εξωτερικής ζήτησης και ενδεχόμενες αναταράξεις στις διεθνείς αγορές συνιστούν καθοδικούς κινδύνους για την οικονομική δραστηριότητα.

Η ελληνική οικονομία συνέχισε να αναπτύσσεται με σταθερό ρυθμό το 2025, υπερβαίνοντας για ακόμη μία χρονιά την επίδοση της ζώνης του ευρώ, επιδεικνύοντας αξιοσημείωτη ανθεκτικότητα και παραμένοντας σε τροχιά πραγματικής σύγκλισης των εισοδημάτων προς τον ευρωπαϊκό μέσο όρο. Σύμφωνα με τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ εκτιμάται σε 2,1% για το 2025 και το 2026, με την ανάπτυξη να στηρίζεται κυρίως στην ιδιωτική κατανάλωση, τις επενδύσεις και τις εξαγωγές. Εντούτοις, η έντονη επενδυτική δραστηριότητα συνδυαστικά με το υψηλό εισαγωγικό περιεχόμενο της εγχώριας κατανάλωσης αναμένεται να προκαλέσουν ταχεία αύξηση των εισαγωγών, καθιστώντας αρνητική τη συμβολή του εξωτερικού τομέα στο ΑΕΠ. Η συνολική εγχώρια ζήτηση εξακολουθεί να αυξάνεται ταχύτερα από την παραγωγική ικανότητα της οικονομίας, δημιουργώντας θετικό παραγωγικό κενό και περιορίζοντας τη δυναμική αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού. Ο πληθωρισμός διατηρήθηκε σε σχετικά υψηλό επίπεδο, καθώς η υποχώρηση των τιμών των ενεργειακών και των βιομηχανικών αγαθών αντισταθμίστηκε από την επίμονη άνοδο των τιμών των υπηρεσιών και των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής. Συνολικά, ο ετήσιος εναρμονισμένος πληθωρισμός το 2025 αναμένεται να διαμορφωθεί στο 2,8%, πριν υποχωρήσει αισθητά το 2026 στο 2,1%.

Η δημοσιονομική πορεία της χώρας παραμένει συνεπής και αξιόπιστη, αντανακλώντας τη σταθερή υπεραπόδοση των φορολογικών εσόδων και τη βελτίωση της φορολογικής συμμόρφωσης. Οι συστηματικές προσπάθειες για την καταπολέμηση της φοροδιαφυγής αποδίδουν πλέον σαφή και μετρήσιμα αποτελέσματα, οδηγώντας σε μόνιμη ενίσχυση των εσόδων μέσω της διεύρυνσης της φορολογικής βάσης και δημιουργώντας διατηρήσιμο δημοσιονομικό χώρο. Αυτή η θετική δυναμική επέτρεψε την υιοθέτηση μόνιμων φορολογικών παρεμβάσεων από το 2026, με έμφαση στη μείωση της φορολογικής επιβάρυνσης της μεσαίας τάξης, των οικογενειών με παιδιά και των νέων εργαζομένων. Η επιτάχυνση της αποκλιμάκωσης του δημόσιου χρέους μέσω πρόωρων αποπληρωμών ενισχύει περαιτέρω την αξιοπιστία της ασκούμενης οικονομικής πολιτικής, μειώνει τις μελλοντικές πληρωμές τόκων, περιορίζει τον επιτοκιακό κίνδυνο και συνεπάγεται μικρότερες

ανάγκες δημοσιονομικής προσαρμογής στο μέλλον. Η σημαντική ενίσχυση της δημοσιονομικής θέσης και η ανθεκτικότητα της ελληνικής οικονομίας οδήγησαν σε νέες αναβαθμίσεις του αξιόχρεου της χώρας το 2025 από μεγάλους διεθνείς οίκους αξιολόγησης, συμβάλλοντας στη μείωση του κόστους δανεισμού και στη διεύρυνση της επενδυτικής βάσης για τους ελληνικούς κρατικούς τίτλους.

Οι συνθήκες χρηματοδότησης του Ελληνικού Δημοσίου βελτιώθηκαν περαιτέρω το 2025, παρά την αυξημένη αστάθεια που σημειώθηκε στις διεθνείς αγορές ομολόγων. Η θετική πορεία αντανάκλα τόσο την αποκλιμάκωση των επιτοκίων νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ όσο και τη σταθερή ενίσχυση της εμπιστοσύνης των επενδυτών προς την ελληνική οικονομία. Η ζήτηση ελληνικών κρατικών τίτλων αυξήθηκε σημαντικά, καθώς οι συνεχείς αναβαθμίσεις της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας και η ανθεκτικότητα της ελληνικής οικονομίας συγκράτησαν τις ανοδικές πιέσεις στις αποδόσεις τους που προήλθαν από εξελίξεις σε άλλες ευρωπαϊκές αγορές. Παράλληλα, οι αναβαθμίσεις των τραπεζών, σε συνδυασμό με τη βελτίωση των θεμελιωδών μεγεθών τους, οδήγησαν σε σημαντική μείωση του κόστους χρηματοδότησής τους από τις αγορές κεφαλαίων. Τέλος, η αυξημένη εκδοτική δραστηριότητα από μεγάλες ελληνικές επιχειρήσεις στις εγχώριες και διεθνείς αγορές υποστήριξε τη χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας και διευκόλυνε την υλοποίηση επενδύσεων. Συνολικά, οι ευνοϊκές εγχώριες εξελίξεις αποτελούν ανάχωμα απέναντι στην αυξημένη αβεβαιότητα που επικρατεί στο διεθνές χρηματοπιστωτικό περιβάλλον.

Οι κίνδυνοι για την ελληνική οικονομία σχετίζονται κυρίως με τις διαρθρωτικές αδυναμίες της. Η επιμονή του πληθωρισμού – ιδίως στον τομέα των υπηρεσιών – και η στενότητα στην αγορά εργασίας, η οποία ενδέχεται να οδηγήσει σε μεγαλύτερες μισθολογικές πιέσεις, αποτελούν σημαντικές προκλήσεις για τη βραχυπρόθεσμη ανάπτυξη. Επιπλέον, αρνητικές επιδράσεις θα μπορούσαν να προέλθουν από ενδεχόμενες φυσικές καταστροφές λόγω της κλιματικής κρίσης, από χαμηλότερο του αναμενομένου ρυθμό απορρόφησης και αξιοποίησης των πόρων του RRF, καθώς και από πιθανές καθυστερήσεις στην υλοποίηση κρίσιμων διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Παράλληλα, η υποτονική παραγωγικότητα και οι δυσμενείς δημογραφικές τάσεις ενδέχεται να περιορίσουν τη μεσοπρόθεσμη αναπτυξιακή δυναμική.

Οι έντονες γεωοικονομικές ανακατατάξεις καθιστούν αναγκαία μια πιο συντονισμένη και φιλόδοξη ευρωπαϊκή απάντηση, ικανή να ενισχύσει τη στρατηγική αυτονομία της ΕΕ και το διεθνή ρόλο του ευρώ. Η Ευρώπη βρίσκεται ενώπιον μιας ιστορικής ευκαιρίας να μετασχηματίσει το οικονομικό της υπόδειγμα, αξιοποιώντας τις προτάσεις των εκθέσεων Letta και Draghi, οι οποίες θέτουν ένα συνεκτικό πλαίσιο για βαθύτερη οικονομική και θεσμική ενοποίηση. Οι νέες πρωτοβουλίες στην ευρωπαϊκή οικονομική πολιτική σηματοδοτούν μια ουσιαστική μετατόπιση προς μεγαλύτερη στρατηγική ανθεκτικότητα. Η νέα αμυντική στρατηγική προωθεί επενδύσεις σε έρευνα, τεχνολογία και καινοτομία, ενώ η Πυξίδα Ανταγωνιστικότητας στοχεύει στην αύξηση της παραγωγικότητας μέσω επενδύσεων σε κρίσιμους κλάδους, στη βελτίωση του επιχειρηματικού περιβάλλοντος και στη βάθυνση της Ενιαίας Αγοράς. Προκειμένου αυτές οι πρωτοβουλίες να εμπνεύσουν παγκόσμια εμπιστοσύνη και να ενδυναμώσουν το διεθνή ρόλο του ευρώ, πρέπει να ενισχυθούν οι προσπάθειες ευρωπαϊκής ενοποίησης, με την ολοκλήρωση της τραπεζικής ένωσης, την προώθηση της ένωσης κεφαλαιαγορών, τη μετάβαση σε ένα κοινό σύστημα δημοσιονομικής διαχείρισης (common fiscal capacity) και τη θέσπιση ενός κοινού ασφαλούς περιουσιακού στοιχείου (ενός οιονεί κρατικού ομολόγου σε πανευρωπαϊκό επίπεδο). Η υλοποίηση αυτών των πολιτικών θα συμβάλει στη διοχέτευση των αποταμιεύσεων προς παραγωγικές και καινοτόμες επενδύσεις εντός ΕΕ και θα ενδυναμώσει τη συνοχή και την ανθεκτικότητα της Νομισματικής Ένωσης.

Αθήνα, Δεκέμβριος 2025

Γιάννης Στουρνάρας
Διοικητής

ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Πρόεδρος

Γιάννης Στουρνάρας

Μέλη

Θεόδωρος Πελαγίδης

Χριστίνα Παπακωνσταντίνου

Βασίλειος Κωτσοβίλης

Παναγιώτης Τσακλόγλου

Χρήστος Χατζηεμμανουήλ

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ: ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΖΟΝΤΑΣ ΤΗΝ ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΤΟΥΣ ΔΑΣΜΟΥΣ ΚΑΙ ΔΙΑΣΦΑΛΙΖΟΝΤΑΣ ΒΙΩΣΙΜΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ

1.	Εισαγωγή	13
2.	Ελληνική οικονομία: εξελίξεις και προοπτικές	15
2.1	Πραγματική οικονομία	15
2.2	Δημοσιονομικές εξελίξεις	17
2.3	Χρηματοπιστωτικές εξελίξεις	17
2.4	Τραπεζικός τομέας	19
2.5	Προβλέψεις	21
2.6	Κίνδυνοι και αβεβαιότητες	22
3.	Το εξωτερικό περιβάλλον της ελληνικής οικονομίας	23
3.1	Εξελίξεις και προοπτικές εκτός της ευρωζώνης	23
3.2	Εξελίξεις και προοπτικές της ευρωζώνης	24
3.3	Κίνδυνοι και αβεβαιότητες	24
4.	Ενιαία νομισματική πολιτική	25
5.	Προκλήσεις και προτάσεις πολιτικής για την ελληνική οικονομία	26

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙ

ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

1.	Διεθνείς οικονομικές εξελίξεις, προοπτικές και παρεμβάσεις πολιτικής	34
1.1	Παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα και πληθωρισμός	34
1.2	Διεθνές εμπόριο και διεθνείς τιμές βασικών εμπορευμάτων	37
1.3	Δημοσιονομική πολιτική	39
1.4	Νομισματική πολιτική	40
2.	Ζώνη του ευρώ	41
2.1	Οικονομική δραστηριότητα και αγορά εργασίας	41
2.2	Πληθωρισμός	43
2.3	Χρηματοδότηση της οικονομίας	43
2.4	Δημοσιονομικές εξελίξεις	43
2.5	Συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ	44
2.6	Κίνδυνοι για τις προοπτικές	44
3.	ΕΕ και ζώνη του ευρώ: παρεμβάσεις πολιτικής	45
3.1	Δασμοί και εμπορική πολιτική της ΕΕ	45
3.2	Μακροχρόνιος προϋπολογισμός της ΕΕ για την περίοδο 2028-2034	45
3.3	Τραπεζική Ένωση	46
3.4	Χρηματοοικονομικός αλφαριθμητισμός και επενδυτικές ευκαιρίες για τους πολίτες	46
3.5	Ευρωπαϊκή στρατηγική για την τεχνητή νοημοσύνη (ΤΝ)	46
3.6	Πόλεμος στην Ουκρανία και συμφωνία ειρήνης για τη Γάζα	47
4.	Οικονομικές εξελίξεις και προοπτικές σε βαλκανικές και υποψήφιες προς ένταξη στην ΕΕ χώρες	47
	Πλαίσιο ΙΙ.1 Δασμοί και εμπορική αβεβαιότητα: εξελίξεις και επιπτώσεις	49

ΚΕΦΑΛΑΙΟ III**Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ**

1.	Μέτρα νομισματικής πολιτικής	56
2.	Ανάλυση των εξελίξεων εκ μέρους του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ με βάση την οποία λήφθηκαν οι αποφάσεις νομισματικής πολιτικής	58
	Πλαίσιο III.1 Η αξιολόγηση της στρατηγικής νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος (2025)	64

ΚΕΦΑΛΑΙΟ IV**ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ**

1.	Οικονομική δραστηριότητα	70
1.1	Εξελίξεις στο ΑΕΠ και στις συνιστώσες του	70
1.1.1	Κατανάλωση	70
1.1.2	Επενδύσεις	72
1.1.3	Καθαρές εξαγωγές	75
1.2	Εξελίξεις στους τομείς της οικονομίας	75
1.2.1	Βιομηχανία και κατασκευές	75
1.2.2	Υπηρεσίες	76
2.	Εξελίξεις και προοπτικές της αγοράς ακινήτων	79
3.	Εξελίξεις και προοπτικές της απασχόλησης και της ανεργίας	81
	Πλαίσιο IV.1 Η κινητικότητα του εργατικού δυναμικού στην ελληνική οικονομία	84
	Πλαίσιο IV.2 Αμοιβές και παραγωγικότητα της εργασίας στην ελληνική οικονομία	90
4.	Πληθωρισμός, επιχειρηματικά κέρδη, κόστος εργασίας και ανταγωνιστικότητα	95
4.1	Πληθωρισμός	95
	Πλαίσιο IV.3 Αλληλεπιδράσεις μεταξύ νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής στην Ελλάδα	98
4.2	Επιχειρηματικά κέρδη	101
4.3	Κόστος εργασίας	102
4.4	Διεθνής ανταγωνιστικότητα	103
5.	Ισοζύγιο πληρωμών και διεθνής επενδυτική θέση	106
	Πλαίσιο IV.4 Η ενσωμάτωση των αναβαλλόμενων τόκων επί των δανείων του EFSF στους λογαριασμούς του εξωτερικού τομέα	109
6.	Οι προβλέψεις για την ελληνική οικονομία	111

ΚΕΦΑΛΑΙΟ V**ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ**

1.	Δημοσιονομικές εξελίξεις και προοπτικές	116
1.1	Αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης για το 2024	116
1.2	Δημοσιονομικές εξελίξεις το 2025	116
1.3	Προβλέψεις αποτελέσματος γενικής κυβέρνησης για τα έτη 2025-29	117
1.4	Χρηματοδότηση του Ελληνικού Δημοσίου	119
1.5	Χρέος γενικής κυβέρνησης	120
1.6	Μηχανισμός Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας	123
2.	Δημοσιονομικές και θεσμικές μεταρρυθμίσεις	124
3.	Προτάσεις πολιτικής	125
	Πλαίσιο V.1 Η σημασία των ανεξάρτητων αρχών στη δημοσιονομική διαχείριση	127
4.	Αναλυτικά δημοσιονομικά στοιχεία	130
4.1	Γενική κυβέρνηση (εθνικολογιστικά στοιχεία – ΕΛΣΤΑΤ)	130
4.2	Γενική κυβέρνηση (στοιχεία Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους – ΓΛΚ)	131

4.3 Κρατικός προϋπολογισμός (τροποποιημένη ταμειακή βάση)	132
4.4 Κρατικός προϋπολογισμός (ΚΠ) σε ταμειακή βάση	133

ΚΕΦΑΛΑΙΟ VI

ΧΡΗΜΑ, ΠΙΣΤΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΕΣ

1. Τραπεζικά επιτόκια	136
1.1 Επιτόκια τραπεζικών καταθέσεων	136
1.2 Επιτόκια τραπεζικών δανείων	137
1.3 Προοπτικές για τα τραπεζικά επιτόκια	139
2. Τραπεζική πίστη	139
2.1 Τραπεζικές πιστώσεις προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις	139
2.2 Τραπεζικές πιστώσεις προς τα νοικοκυριά	140
2.3 Προοπτικές της επιχειρηματικής πίστης	140
3. Τραπεζικές καταθέσεις	141
3.1 Καταθέσεις των νοικοκυριών και των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων	141
3.2 Καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας και καταθέσεις προθεσμίας	141
3.3 Καταθέσεις γενικής κυβέρνησης και λοιπών τομέων	142
3.4 Προοπτικές για τις ιδιωτικές καταθέσεις	142
4. Εξελίξεις στον τραπεζικό τομέα	142
4.1 Κερδοφορία	142
4.2 Κεφαλαιακή επάρκεια	143
4.3 Ποιότητα ενεργητικού	143
4.4 Ρευστότητα	144
4.5 Προοπτικές	144

ΚΕΦΑΛΑΙΟ VII

ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

1. Διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων	148
1.1 Αγορές χρήματος	148
1.2 Αγορές κεφαλαίων	149
2. Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου	153
2.1 Εξελίξεις στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις	153
2.2 Εξελίξεις στις αγορές	154
3. Ελληνικά εταιρικά ομόλογα	155
3.1 Ομόλογα ελληνικών τραπεζών	155
3.2 Ομόλογα ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων	157
4. Αγορά μετοχών	157
4.1 Τιμές μετοχών	157
4.2 Αποδοτικότητα εισηγμένων επιχειρήσεων	158
Πλαίσιο VII.1 Ροές επενδυτικών κεφαλαίων και τοποθετήσεις τους σε ομόλογα και μετοχές στις ΗΠΑ και τη ζώνη του ευρώ	159

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

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ: ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΖΟΝΤΑΣ ΤΗΝ ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΤΟΥΣ ΔΑΣΜΟΥΣ ΚΑΙ ΔΙΑΣΦΑΛΙΖΟΝΤΑΣ ΒΙΩΣΙΜΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ

1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Το 2025 η παγκόσμια οικονομία επέδειξε μεγαλύτερη ανθεκτικότητα από ό,τι αναμενόταν παρά την επιβολή υψηλών δασμών από τις ΗΠΑ και τη σημαντική αύξηση της αβεβαιότητας. Τον τελευταίο χρόνο παρατηρείται μετατόπιση στην εμπορική πολιτική των ΗΠΑ, οι οποίες, μετά από δεκαετίες προσήλωσης στις αρχές του ελεύθερου εμπορίου, υιοθέτησαν μια στάση υπέρ του προστατευτισμού, προκαλώντας αναταράξεις και έντονη αβεβαιότητα στο διεθνές οικονομικό περιβάλλον. Παράλληλα, στο εσωτερικό των ΗΠΑ, δημοσιονομικές επιλογές και προσπάθειες για παρεμβάσεις στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής συντηρούν την αβεβαιότητα.

Καθοριστικό ρόλο στις παγκόσμιες οικονομικές εξελίξεις διαδραμάτισε, κατά το α' τρίμηνο του έτους, η εμπροσθοβαρής ενίσχυση της βιομηχανικής παραγωγής και των εξαγωγών των χωρών εκτός των ΗΠΑ, η οποία τροφοδοτήθηκε κυρίως από τη μεγάλη άνοδο της ζήτησης εισαγωγών εν όψει της επικείμενης εφαρμογής υψηλότερων δασμών από τις ΗΠΑ, αλλά και από τη θεαματική αύξηση των αμερικανικών επενδύσεων στον τομέα της τεχνητής νοημοσύνης. Στη συνέχεια του έτους, η υποχώρηση της αβεβαιότητας, ως αποτέλεσμα εμπορικών συμφωνιών μεταξύ των ΗΠΑ και βασικών εμπορικών εταίρων τους (ΕΕ, Κίνα, Ηνωμένο Βασίλειο), συνέβαλε περαιτέρω στην υποστήριξη της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας.

Το παγκόσμιο εμπόριο επίσης αποδείχθηκε πιο ανθεκτικό από ό,τι εκτιμούσαν οι απαισιόδοξες προβλέψεις του Απριλίου 2025, γεγονός που επιβεβαιώνει την προσαρμοστικότητα των διεθνών αλυσίδων εφοδιασμού και τη σταθερότητα της εξωτερικής ζήτησης. Όμως, ο σταθμισμένος μέσος δασμολογικός συντελεστής των ΗΠΑ, μολονότι έχει μειωθεί σε σχέση με τον Απρίλιο, παραμένει στα υψηλότερα επίπεδα που έχουν παρατηρηθεί από τις αρχές της δεκαετίας του 1930 και, σε διμερή βάση, κυμαίνεται πλέον μεταξύ 10% και 20% για τις περισσότερες χώρες. Ως εκ τούτου, αν και η αρχική αβεβαιότητα γύρω από την εμπορική πολιτική έχει αισθητά υποχωρήσει, οι υψηλοί δασμοί εκτιμάται ότι θα έχουν συν τω χρόνω συνέπειες για το διεθνές εμπόριο, την παγκόσμια ανάπτυξη και τον πληθωρισμό, κυρίως των ΗΠΑ.

Πέραν των περιορισμών στο εμπόριο, οι γεωπολιτικές εντάσεις και η αβεβαιότητα για την οικονομική πολιτική στις μεγάλες προηγμένες οικονομίες αναμένεται να διατηρήσουν την παγκόσμια ανάπτυξη εύθραυστη και κάτω από την τάση που προβλεπόταν πριν από την έναρξη του εμπορικού πολέμου. Στην ευρωζώνη, η οικονομική δραστηριότητα παρουσίασε σημαντικές διακυμάνσεις κατά το πρώτο εξάμηνο του 2025, με οριακή επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ το γ' τρίμηνο έναντι του β' τριμήνου. Η αποκλιμάκωση της αβεβαιότητας χάρη στις εμπορικές συμφωνίες συνέβαλε στην ενίσχυση της οικονομικής εμπιστοσύνης και αναμένεται να στηρίξει περαιτέρω την ανάκαμψη. Οι βραχυπρόθεσμες προοπτικές για την ευρωζώνη παραμένουν γενικά θετικές: η αγορά εργασίας παραμένει ισχυρή, με την ανεργία να διαμορφώνεται σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα. Σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα, το πραγματικό ΑΕΠ αναμένεται να συνεχίσει να αυξάνεται, ενισχυόμενο από την άνοδο των πραγματικών εισοδημάτων λόγω της μείωσης του πληθωρισμού, την αναμενόμενη ώθηση από τις αυξημένες δαπάνες για άμυνα και υποδομές και τη σταδιακή εξασθένηση των περιοριστικών επιδράσεων της νομισματικής πολιτικής. Ο πληθωρισμός βρίσκεται πλησίον του στόχου της ΕΚΤ και αναμένεται να σταθεροποιηθεί στο 2% σε μεσοπρόθεσμη βάση, καθώς η επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου των μισθών, η αυξανόμενη παραγωγικότητα και η ανατίμηση του ευρώ συμβάλλουν στη συγκράτηση των πληθωριστικών πιέσεων.

Μέσα σε ένα αβέβαιο διεθνές περιβάλλον, η ελληνική οικονομία συνέχισε να αναπτύσσεται κατά το πρώτο εννεάμηνο του 2025, υπερβαίνοντας το μέσο ρυθμό ανάπτυξης της ευρωζώνης. Η εγχώρια ζήτηση αυξάνεται ταχύτερα από την ικανότητα της προσφοράς να ανταποκριθεί άμεσα, ιδίως σε κλάδους όπως οι υπηρεσίες, ο τουρισμός και η στέγαση. Με άλλα λόγια, η ελληνική οικονομία αναπτύσσεται με ρυθμό πάνω από το δυνητικό, με αποτέλεσμα να υφίσταται θετικό παραγωγικό κενό και να ασκούνται πληθωριστικές πιέσεις. Ως εκ τούτου, ο γενικός πληθωρισμός διαμορφώθηκε στο ίδιο επίπεδο όπως το προηγούμενο έτος, καθώς η επίμονη άνοδος του πληθωρισμού στις υπηρεσίες, αλλά και στα μη επεξεργασμένα είδη διατροφής, δεν επέτρεψε την ταχύτερη αποκλιμάκωση του μέσου ετήσιου πληθωρισμού. Η ελληνική αγορά ακινήτων συνέχισε να προσελκύει επενδυτικό ενδιαφέρον, τόσο από το εσωτερικό όσο και από το εξωτερικό. Ωστόσο, το ζήτημα της προσιτής στέγης παραμένει στο επίκεντρο του κοινωνικού διαλόγου και μια από τις βασικές προτεραιότητες των κυβερνητικών παρεμβάσεων. Στην αγορά εργασίας, η απασχόληση σημείωσε θετική, αν και επιβραδυνόμενη, ετήσια μεταβολή κατά το πρώτο εννεάμηνο του 2025, το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε σε χαμηλό 17 ετών, ενώ η στενότητα στην αγορά εργασίας παρουσιάζει ενδείξεις ήπιας εξομάλυνσης. Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών περιορίστηκε αισθητά το πρώτο δεκάμηνο του 2025, κυρίως λόγω της βελτίωσης των ισοζυγίων αγαθών και πρωτογενών εισοδημάτων και, σε μικρότερο βαθμό, του ισοζυγίου υπηρεσιών.

Οι δημοσιονομικοί δείκτες συνεχίζουν να είναι θετικοί και το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ αποκλιμακώνεται γρήγορα. Η υπεραπόδοση των φορολογικών εσόδων έναντι των στόχων του Προϋπολογισμού συνεχίστηκε και το 2025, αντανakλώντας τη βελτίωση της φορολογικής και ασφαλιστικής συμμόρφωσης μέσω της καταπολέμησης της φοροδιαφυγής και της εισφοροδιαφυγής, καθώς και την αποτελεσματικότερη είσπραξη φόρων και εισφορών χάρη στην ψηφιοποίηση των διαδικασιών και την επέκταση των ηλεκτρονικών συναλλαγών. Η διατήρηση αυτής της θετικής δυναμικής κατέστησε δυνατή την υιοθέτηση μόνιμων επεκτατικών δημοσιονομικών μέτρων από το 2026, με έμφαση στη μείωση της φορολογικής επιβάρυνσης των φυσικών προσώπων, ιδίως της μεσαίας τάξης, των οικογενειών με παιδιά και των νέων εργαζομένων.

Στον τραπεζικό τομέα, το κόστος δανεισμού για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις μειώθηκε σημαντικά το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2025. Η τραπεζική χρηματοδότηση προς τις επιχειρήσεις ενισχύθηκε την ίδια περίοδο και ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησής της επιταχύνθηκε. Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των πιστώσεων προς τα νοικοκυριά έγινε θετικός τον Ιούνιο του 2025 για πρώτη φορά από τον Οκτώβριο του 2010. Οι καταθέσεις του ιδιωτικού τομέα αυξήθηκαν πολύ εντονότερα σε σύγκριση με το αντίστοιχο διάστημα του 2024. Οι ελληνικές τράπεζες κατέγραψαν βελτιωμένη κερδοφορία, υψηλή κεφαλαιακή επάρκεια και ισχυρή ρευστότητα. Ο δείκτης μη εξυπηρετούμενων δανείων μειώθηκε περαιτέρω, ενώ τα αποτελέσματα της πανευρωπαϊκής άσκησης προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων (stress test) του 2025 επιβεβαίωσαν την ανθεκτικότητα του ελληνικού τραπεζικού τομέα.

Οι ικανοποιητικοί ρυθμοί ανάπτυξης, η υπεραπόδοση των δημοσιονομικών μεγεθών και η σημαντική αποκλιμάκωση του λόγου χρέους προς ΑΕΠ, καθώς και η γενικότερη ανθεκτικότητα της ελληνικής οικονομίας εν μέσω διεθνούς αβεβαιότητας, οδήγησαν σε νέες σημαντικές αναβαθμίσεις της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας το 2025. Ενδεικτικά, η συνολική θετική δημοσιονομική επίδοση οδήγησε σε αναβάθμιση της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης για την ελληνική οικονομία από τον οίκο Fitch Ratings το Νοέμβριο του 2025 κατά μία βαθμίδα πάνω από το όριο της επενδυτικής κατηγορίας, με αποτέλεσμα το αξιόχρεο της χώρας να διαμορφώνεται πλέον στο επίπεδο αυτό από τη μεγάλη πλειοψηφία των διεθνών οίκων αξιολόγησης.

Ταυτόχρονα, η αμφισβήτηση των μέχρι τώρα βασικών αρχών της οικονομικής πολιτικής των ΗΠΑ – όπως η ανεξαρτησία των θεσμών και η προσήλωση στο ελεύθερο εμπόριο – οδήγησε σε ανακατανομή διεθνών κεφαλαίων και σε επαναπατρισμό ευρωπαϊκών κεφαλαίων, γεγονός που καταδεικνύει την επενδυτική ελκυστικότητα της Ευρώπης παγκοσμίως. Οι εισροές σε ευρωπαϊκές αγορές μετοχών και ομολόγων αυξήθηκαν σημαντικά για πρώτη φορά μετά την κρίση

χρέους, ενισχύοντας την ευρωζώνη ως εναλλακτικό ασφαλή επενδυτικό προορισμό. Στο πλαίσιο αυτό, η Ελλάδα προσέλκυσε αναλογικά μεγαλύτερο μερίδιο επενδυτικών εισροών συγκριτικά με τις υπόλοιπες οικονομίες της ευρωζώνης, με βάση τις υφιστάμενες επενδυτικές θέσεις σε ελληνικούς τίτλους. Εφόσον η ευρωζώνη εξακολουθεί να θεωρείται ασφαλές καταφύγιο σε περιόδους παγκόσμιας αστάθειας, η ελληνική οικονομία έχει τη δυνατότητα να συνεχίσει να ωφελείται, επιτυγχάνοντας περαιτέρω μείωση του κόστους χρηματοδότησης για το Ελληνικό Δημόσιο, το εγχώριο τραπεζικό σύστημα και τις ελληνικές επιχειρήσεις. Σε αυτό θα συμβάλουν ενδεχόμενες περαιτέρω αναβαθμίσεις της ελληνικής οικονομίας, οι οποίες θα οδηγήσουν στη σύγκλιση του αξιόχρεου της χώρας με τον ευρωπαϊκό μέσο όρο. Κατά συνέπεια, η διατήρηση της μακροοικονομικής και χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και η ισχυρή δημοσιονομική θέση αποτελούν καθοριστικούς παράγοντες για τη συνέχιση της θετικής πορείας της χώρας.

2 ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ: ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

2.1 Πραγματική οικονομία: Διατήρηση της αναπτυξιακής δυναμικής, περιορισμένη αποκλιμάκωση του πληθωρισμού

Οικονομική δραστηριότητα: Η οικονομική δραστηριότητα συνέχισε να αναπτύσσεται με ικανοποιητικούς ρυθμούς το πρώτο εννεάμηνο του 2025 (2,0% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2024), υπερβαίνοντας τον αντίστοιχο μέσο ρυθμό ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ (1,5%). Βασικές συνιστώσες της ανάπτυξης ήταν η ιδιωτική κατανάλωση και οι καθαρές εξαγωγές, λόγω της αύξησης των εξαγωγών αγαθών και, σε μεγαλύτερο βαθμό, των εξαγωγών υπηρεσιών και της παράλληλης μείωσης των εισαγωγών. Θετική ήταν και η συμβολή των επενδύσεων στην ανάπτυξη, λόγω της ενίσχυσης των πάγιων επενδύσεων τόσο σε παραγωγικό εξοπλισμό όσο και σε κατασκευές το β' και το γ' τρίμηνο του έτους.

Οι βραχυχρόνιοι δείκτες οικονομικής δραστηριότητας και οι δείκτες προσδοκιών υποδηλώνουν συνέχιση της αναπτυξιακής δυναμικής για το σύνολο του 2025. Ειδικότερα, σύμφωνα με τους περισσότερους βραχυχρόνιους δείκτες, η δραστηριότητα στη βιομηχανία, στις κατασκευές, στον αγροτικό τομέα και στις υπηρεσίες παραμένει σε θετικό έδαφος. Για το δ' τρίμηνο του 2025, οι προσδοκίες των επιχειρήσεων διατηρούν το δυναμισμό τους, σε αντίθεση με την εμπιστοσύνη των καταναλωτών, η οποία εξακολουθεί να βρίσκεται, με διακυμάνσεις, σε χαμηλό επίπεδο.

Πληθωρισμός: Ο πληθωρισμός βάσει του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) ανήλθε το πρώτο ενδεκάμηνο του 2025 στο 2,9% κατά μέσο όρο (2024: 3,0%), τροφοδοτούμενος κυρίως από τον επίμονο πληθωρισμό των υπηρεσιών και από τον πληθωρισμό των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής, παρουσιάζοντας έντονες διακυμάνσεις, καθώς αποκλιμακώθηκε σημαντικά το δίμηνο Σεπτεμβρίου-Οκτωβρίου, αλλά επανήλθε στη μέση τιμή του ενδεκαμήνου το Νοέμβριο. Στην ελαφρά υποχώρηση του πληθωρισμού συνέβαλαν τα επεξεργασμένα είδη διατροφής, τα μη ενεργειακά βιομηχανικά αγαθά και τα ενεργειακά αγαθά.

Αγορά ακινήτων: Κατά τη διάρκεια του 2025 η ελληνική αγορά ακινήτων συνέχισε να προσελκύει το επενδυτικό ενδιαφέρον, τόσο το εγχώριο όσο και από το εξωτερικό, ειδικά για τους τομείς της κατοικίας, της φιλοξενίας, αλλά και των γραφείων υψηλών προδιαγραφών με βιοκλιματικά χαρακτηριστικά. Οι τιμές των κατοικιών κατέγραψαν περαιτέρω αύξηση, ωστόσο η προσφορά νέων κατοικιών παρέμεινε περιορισμένη, καθώς η εκκίνηση νέων κατασκευαστικών έργων επηρεάστηκε από τις εκκρεμότητες στο ρυθμιστικό πλαίσιο και το αυξημένο κόστος κατασκευής. Το επενδυτικό ενδιαφέρον όπως και οι ανοδικές τάσεις των τιμών στην αγορά ακινήτων αναμένεται να συνεχιστούν και το επόμενο διάστημα, αλλά με ηπιότερους ρυθμούς, υπό την προϋπόθεση ότι η ζήτηση δεν θα επηρεαστεί αρνητικά από διεθνείς μακροοικονομικές και γεωπολιτικές εξελίξεις. Το ζήτημα της προσιτής στέγης παραμένει επίκαιρο, καθώς έχουν αυξηθεί όχι μόνο οι αγοραίες αξίες των κατοικιών, αλλά και τα μισθώματα, ιδιαίτερα στα μεγάλα αστικά κέντρα. Οι έως τώρα παρεμβάσεις της πολιτείας (π.χ. πρόγραμμα "Σπίτι μου II", επιδότηση ενοικίου), αλλά και τα νεότερα μέτρα που ανακοινώθηκαν στο τέλος του έτους και αναμέ-

νεται να εξειδικευθούν εντός του 2026 (π.χ. φορολογικά κίνητρα για ανάπτυξη κατοικίας μακροχρόνιας μίσθωσης, νέο πλαίσιο αλλαγής χρήσης ανενεργών ακινήτων και αξιοποίησής τους για οικιστική χρήση), συνιστούν βήματα προς τη σωστή κατεύθυνση, ωστόσο απαιτούνται πρόσθετα μέτρα τόνωσης της προσφοράς οικιστικών ακινήτων.

Αγορά εργασίας: Η αγορά εργασίας συνέχισε τη θετική της πορεία και το πρώτο εννεάμηνο του 2025, αν και με επιβραδυνόμενο ρυθμό σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2024. Πιο συγκεκριμένα, η συνολική απασχόληση αυξήθηκε κατά 1,4% το πρώτο εννεάμηνο του 2025 (έναντι 1,9% την αντίστοιχη περίοδο του 2024), ενώ το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε σε 9,0% (από 10,3%). Η αύξηση της απασχόλησης προήλθε από τους κλάδους του εμπορίου, της εκπαίδευσης, των επαγγελματικών, επιστημονικών και τεχνικών δραστηριοτήτων, των κατασκευών και των διοικητικών και υποστηρικτικών δραστηριοτήτων. Ευνοϊκές εξελίξεις στην αγορά εργασίας αποτυπώνονται και στα στοιχεία του πληροφοριακού συστήματος ΕΡΓΑΝΗ, καθώς το ισοζύγιο των ρών μισθωτής απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα το πρώτο δεκάμηνο του 2025 ήταν θετικό και κυμάνθηκε σε υψηλότερα επίπεδα έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2024. Η μεγαλύτερη αύξηση προσλήψεων καταγράφηκε στις σχετικές με τον τουρισμό δραστηριότητες. Οι βραχυπρόθεσμες προοπτικές απασχόλησης το πρώτο ενδεκάμηνο του 2025 βελτιώθηκαν στις κατασκευές, στο εμπόριο και κυρίως στη μεταποίηση, ενώ στις υπηρεσίες οι προοπτικές απασχόλησης, αν και κινήθηκαν σε θετικό επίπεδο, κατέγραψαν καθοδική πορεία. Η στενότητα στην αγορά εργασίας, η οποία χαρακτηρίζει σημαντικούς κλάδους της οικονομίας, όπως ο τουρισμός, οι κατασκευές, η μεταποίηση και ο πρωτογενής τομέας, φαίνεται ότι αποκλιμακώνεται ελαφρώς, αλλά παραμένει σημαντική πρόκληση για την οικονομία.

Ανταγωνιστικότητα: Η διεθνής ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας συνέχισε να επιδεινώνεται το πρώτο εννεάμηνο του 2025 ως προς τις σχετικές τιμές, ενώ η ελαφρά βελτίωση ως προς το κόστος εργασίας διατηρήθηκε το πρώτο εξάμηνο. Αρνητικά επιδρά στους δείκτες ονομαστικής και συνακόλουθα πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας της Ελλάδος η συνεχιζόμενη και το 2025 ανατίμηση του ευρώ, λόγω της εμπορικής πολιτικής των ΗΠΑ και των προσδοκιών για τις βραχυπρόθεσμες αναπτυξιακές προοπτικές. Αντίθετα, θετικά έχει συμβάλει το πρώτο εξάμηνο του 2025 η χαμηλότερη ποσοστιαία άνοδος του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος για την Ελλάδα σε σχέση με τους εμπορικούς της εταίρους στη ζώνη του ευρώ και την ΕΕ, εξέλιξη η οποία αναμένεται να συνεχιστεί το δεύτερο εξάμηνο, βελτιώνοντας περαιτέρω τη διεθνή ανταγωνιστικότητα της χώρας ως προς το κόστος εργασίας.

Σε όρους διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας, παρά τη σημαντική πρόοδο που έχει σημειωθεί τα προηγούμενα έτη, η θέση της Ελλάδος μεταξύ των προηγμένων οικονομιών παραμένει στάσιμη σε συγκριτικά χαμηλά επίπεδα, με εξαίρεση τη βελτίωση που συνεχίζει να καταγράφεται ως προς τη φορολογική ανταγωνιστικότητα. Παρ' όλα αυτά, το πρώτο εννεάμηνο του 2025 παρατηρείται άνοδος των ξένων άμεσων επενδύσεων, οι οποίες πλέον κατευθύνονται κυρίως στον κλάδο της μεταποίησης και δευτερευόντως των ακινήτων, ενώ έχουν ενισχυθεί επίσης στους κλάδους του χονδρικού και λιανικού εμπορίου, καθώς και των κατασκευών.

Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών: Το πρώτο δεκάμηνο του 2025 σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2024 το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών περιορίστηκε κατά 1,8 δισεκ. ευρώ και διαμορφώθηκε σε 8,1 δισεκ. ευρώ. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στη βελτίωση που σημειώθηκε κυρίως στα ισοζύγια αγαθών και πρωτογενών εισοδημάτων και δευτερευόντως στο ισοζύγιο υπηρεσιών. Συγκεκριμένα, το έλλειμμα του ισοζυγίου αγαθών συρρικνώθηκε λόγω της μείωσης του ελλείμματος του ισοζυγίου καυσίμων, η οποία αντισταθμίστηκε μερικώς από το αυξημένο έλλειμμα που κατέγραψε το ισοζύγιο λοιπών αγαθών (εκτός των καυσίμων), αφού οι εισαγωγές αυξήθηκαν περισσότερο – σε απόλυτους όρους – από ό,τι οι αντίστοιχες εξαγωγές. Το ισοζύγιο υπηρεσιών εμφάνισε υψηλότερο πλεόνασμα, που συνδέεται με τη βελτίωση του ταξιδιωτικού ισοζυγίου, αν και η θετική του επίδραση στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών περιορίστηκε από την επιδείνωση των ισοζυγίων μεταφορών και λοιπών υπηρεσιών. Αναλυτικότερα, οι εισπράξεις από ταξιδιωτικές υπηρεσίες το πρώτο δεκάμηνο του 2025 υπερέβησαν το αντίστοιχο

επίπεδο του 2024 κατά 8,9% σε τρέχουσες τιμές, εξαιτίας της αύξησης των αφίξεων μη κατοίκων ταξιδιωτών (κατά 4,4%) και της μέσης δαπάνης ανά ταξίδι (κατά 3,9%). Το έλλειμμα του ισοζυγίου πρωτογενών εισοδημάτων συρρικνώθηκε την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2025 σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του 2024, κυρίως λόγω της μείωσης των καθαρών πληρωμών για τόκους. Το ισοζύγιο δευτερογενών εισοδημάτων κατέγραψε μικρότερο πλεόνασμα συγκριτικά με το αντίστοιχο δεκάμηνο του προηγούμενου έτους, αφού μειώθηκαν οι καθαρές εισπράξεις των λοιπών τομέων της οικονομίας και αυξήθηκαν οι καθαρές πληρωμές της γενικής κυβέρνησης.

2.2 Δημοσιονομικές εξελίξεις: Υψηλότερο του αναμενομένου πρωτογενές πλεόνασμα – Ταχεία αποκλιμάκωση του λόγου δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ

Μετά το έτος-ορόσημο 2024 κατά το οποίο επιτεύχθηκε το υψηλότερο ιστορικά συνολικό και πρωτογενές πλεόνασμα ως ποσοστό του ΑΕΠ, οι πολύ θετικές δημοσιονομικές επιδόσεις συνεχίστηκαν και το 2025. Σε αντίθεση με την αρχική πρόβλεψη για οριακή δημοσιονομική συστολή, το 2025 εκτιμάται ότι θα καταγραφεί δημοσιονομική επέκταση, αντανακλώντας την υπεραπόδοση του προηγούμενου έτους και τη θετική πορεία των εσόδων. Κατά την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2025 τα φορολογικά έσοδα υπερέβησαν τόσο τους στόχους του Προϋπολογισμού όσο και τις εκτιμήσεις της Ετήσιας Έκθεσης Προόδου για το έτος 2025 του Μεσοπρόθεσμου Δημοσιονομικού-Διαρθρωτικού Σχεδίου 2025-2028. Η εξέλιξη αυτή αντανάκλα πρωτίστως βελτιωμένες επιδόσεις όσον αφορά την αύξηση των εισοδημάτων, την κερδοφορία των επιχειρήσεων, την απασχόληση και τη φορολογική συμμόρφωση, ενώ δευτερευόντως συνδέεται με την επίδραση του υψηλότερου του αναμενομένου πληθωρισμού. Το γεγονός αυτό επέτρεψε τη λήψη δέσμης μόνιμων επεκτατικών δημοσιονομικών μέτρων από το 2026.

Σύμφωνα με την Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2026, για το 2025 το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης εκτιμάται σε πλεόνασμα 3,7% του ΑΕΠ, βελτιωμένο έναντι των προηγούμενων εκτιμήσεων μέσα στο έτος, και το χρέος της γενικής κυβέρνησης ως ποσοστό του ΑΕΠ προβλέπεται να αποκλιμακωθεί περαιτέρω κατά 8,3 ποσ. μον. σε 145,9% (πολύ περισσότερο από ό,τι προβλεπόταν αρχικά στον Προϋπολογισμό 2025). Οι εκτιμήσεις της Εισηγητικής Έκθεσης για το πρωτογενές αποτέλεσμα το 2025 είναι συμβατές με τις δημοσιονομικές προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, το χρέος της γενικής κυβέρνησης αναμένεται να διαμορφωθεί σε 145,3% του ΑΕΠ το 2025.

Όσον αφορά την απορρόφηση των πόρων του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF), μέχρι στιγμής η Ελλάδα σημειώνει ικανοποιητική πρόοδο ως προς την εκπλήρωση των σχετικών οροσήμων και στόχων και την είσπραξη των δόσεων, όπως αντικατοπτρίζεται και στην έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την πορεία υλοποίησης του RRF. Ειδικότερα, μετά την εκταμίευση της 3ης δόσης των επιχορηγήσεων το Νοέμβριο του 2025, η Ελλάδα έχει λάβει συνολικά 23,4 δισεκ. ευρώ (65% των διαθέσιμων πόρων), εκ των οποίων 12 δισεκ. ευρώ σε επιχορηγήσεις (66% του συνόλου των επιχορηγήσεων) και 11,4 δισεκ. ευρώ σε δάνεια (64% του συνόλου των δανείων), έχοντας ολοκληρώσει το 48% των συμφωνημένων στόχων/οροσήμων.

2.3 Χρηματοπιστωτικές εξελίξεις: Αβέβαιες διεθνείς χρηματοπιστωτικές συνθήκες – Αναβαθμίσεις της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης

Οι μειώσεις επιτοκίων που έχουν πραγματοποιηθεί εντός του 2025 από μεγάλες κεντρικές τράπεζες, αλλά και οι προοπτικές για συνέχιση των μειώσεων από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (Fed), οδηγούν σε χαλάρωση των διεθνών χρηματοπιστωτικών συνθηκών. Εντούτοις, οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες διεθνώς παραμένουν αβέβαιες και ευάλωτες στις μεταβολές της οικονομικής πολιτικής και στις παρεμβάσεις στη λειτουργία των θεσμών στις ΗΠΑ, όπως υποδηλώνει η κατά καιρούς αύξηση της μεταβλητότητας στις διεθνείς αγορές ομολόγων και μετοχών, ενώ σοβαρούς κινδύνους εγκυμονεί και η μεγάλη επέκταση του λεγόμενου “σκιδώδους” χρηματοπιστωτικού τομέα (δηλ. των μη τραπεζικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων – non-bank financial institutions), που εποπτεύεται λιγότερο αυστηρά από ό,τι οι τράπεζες. Επίσης, η πολύ υψηλή αποτίμηση των χρηματιστηρίων, ιδίως στις ΗΠΑ, με τις εταιρίες τεχνητής νοημοσύνης στην πρώτη γραμμή, αποτελεί έναν πρόσθετο κίνδυνο για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα που πρέπει να ληφθεί υπόψη.

Παράλληλα, οι αγορές ομολόγων της ευρωζώνης επηρεάστηκαν από την αύξηση των αποδόσεων των γαλλικών κρατικών ομολόγων μέσα στο έτος λόγω της πολιτικής αβεβαιότητας στη Γαλλία.

Η ζήτηση ελληνικών κρατικών ομολόγων εκ μέρους διεθνών επενδυτών έχει ενισχυθεί σημαντικά και σε αυτό έχουν συμβάλει οι συνεχιζόμενες αναβαθμίσεις του αξιόχρεου της χώρας, με αποτέλεσμα τη μεγάλη αύξηση των επενδυτικών θέσεων σε ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου. Ταυτόχρονα, οι αναβαθμίσεις και η αύξηση των επενδυτικών θέσεων σε ελληνικά ομόλογα τεκμαίρεται ότι έχουν συγκρατήσει τις ανοδικές πιέσεις που ασκούνται στις αποδόσεις λόγω εξελίξεων σε άλλες οικονομίες της ευρωζώνης, όπως η Γαλλία. Έτσι, οι διαφορές αποδόσεων για τους ελληνικούς τίτλους βρίσκονται σε επίπεδα συγκρίσιμα με εκείνα προ της κρίσης χρέους.

Σε ό,τι αφορά τις αναβαθμίσεις, στις αρχές Μαρτίου του 2025 ο οίκος Morningstar DBRS αναβάθμισε την ελληνική οικονομία σε BBB από BBB (low), ενώ στα μέσα Μαρτίου ο οίκος Moody's προέβη σε αναβάθμιση, από Ba1 (ισοδύναμη της BB+) σε Baa3 (ισοδύναμη της BBB-). Τον Απρίλιο ο οίκος S&P αναβάθμισε περαιτέρω την ελληνική οικονομία σε BBB από BBB-, ενώ το Νοέμβριο ο οίκος Fitch Ratings αναβάθμισε επίσης την ελληνική οικονομία σε BBB από BBB-. Σύμφωνα με τους διεθνείς οίκους αξιολόγησης, οι παράγοντες που έχουν οδηγήσει στη σημαντική βελτίωση του αξιόχρεου της χώρας είναι οι ισχυρότεροι των αναμενόμενων ρυθμοί ανάπτυξης, η υπεραπόδοση των δημοσιονομικών μεγεθών έναντι των στόχων και η δραστική μείωση του δημόσιου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ, καθώς και συνολικά η ανθεκτικότητα της ελληνικής οικονομίας εν μέσω της διεθνούς αβεβαιότητας.

Σε συνάφεια με τις αναβαθμίσεις της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης, συνεχίστηκαν οι αναβαθμίσεις των πιστοληπτικών αξιολογήσεων των ελληνικών τραπεζών, οι οποίες έχουν οδηγήσει σε σημαντικά χαμηλότερο κόστος χρηματοδότησής τους από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Το γεγονός αυτό συμβάλλει στη μείωση του συνολικού κόστους χρηματοδότησής τους, με αποτέλεσμα τη μετακύλιση της μείωσης αυτής στα επιτόκια των δανείων που χορηγούν, ενώ τις διευκολύνει στην επίτευξη των στόχων της ελάχιστης απαίτησης ιδίων κεφαλαίων και επιλέξιμων υποχρεώσεων (MREL).

Το 2025 παρατηρήθηκε σημαντικά ενισχυμένη εκδοτική δραστηριότητα από μεγάλες ελληνικές επιχειρήσεις στη διεθνή και εγχώρια αγορά ομολόγων, με αποτέλεσμα τη θετική συμβολή της χρηματοδότησης στη διενέργεια επενδύσεων από τις επιχειρήσεις αυτές. Ταυτόχρονα, οι αποδόσεις των ομολόγων μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων καταγράφουν μείωση από τις αρχές του 2025, επωφελούμενες από τις αναβαθμίσεις του αξιόχρεου της χώρας. Κατά συνέπεια, μειώνονται οι δαπάνες για τόκους και απελευθερώνονται χρηματοδοτικοί πόροι για την περαιτέρω ενίσχυση των επενδύσεων από τις εκδότριες επιχειρήσεις.

Οι τιμές στις αγορές μετοχών υπερβαίνουν πλέον τα επίπεδα που επικρατούσαν προ της αναταραχής του Απριλίου του 2025 (εξαιτίας της ανακοίνωσης υψηλών ανταποδοτικών δασμών από τις ΗΠΑ), οδηγούμενες ανοδικά κυρίως από τις μετοχές του τεχνολογικού κλάδου και ειδικά των αμερικανικών εταιριών τεχνητής νοημοσύνης. Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλαν τόσο οι ανακοινώσεις αποτελεσμάτων από τις αμερικανικές εισηγμένες εταιρίες όσο και η διαμόρφωση προσδοκιών για περαιτέρω μειώσεις επιτοκίων από τη Fed. Σε αυτό το περιβάλλον, οι μετοχές των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών επιχειρήσεων παρουσίασαν εντός του 2025 σημαντικά υψηλότερες αποδόσεις, σε σχέση με τις αποδόσεις σε ευρωπαϊκό αλλά και διεθνές επίπεδο. Σε κλαδικό επίπεδο, την ισχυρή επίδοση του γενικού δείκτη από την αρχή του έτους στήριξαν κυρίως οι μετοχές των ελληνικών τραπεζών, ενώ θετικές αποδόσεις κατέγραψαν όλοι οι κλάδοι. Ιδιαίτερα σημαντική εξέλιξη, που ενισχύει τις αποδόσεις των ελληνικών μετοχών, είναι η αύξηση των επενδυτικών θέσεων σε ελληνικές μετοχές από διεθνή επενδυτικά κεφάλαια. Η πρόσφατη πρόταση εξαγοράς του συνόλου των μετοχών της Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε. από τον όμιλο Euronex αναμένεται να συμβάλει στην περαιτέρω διεύρυνση της επενδυτικής βάσης της ελληνικής αγοράς μετοχών και, ως εκ τούτου, σε περισσότερες ευκαιρίες χρηματοδότησης ελληνικών επιχειρήσεων από τις αγορές.

2.4 Τραπεζικός τομέας

Επιτόκια, καταθέσεις και πιστώσεις: Υποχώρηση των επιτοκίων, αύξηση των καταθέσεων και των χορηγήσεων

Τα επιτόκια των τραπεζικών καταθέσεων προθεσμίας ακολούθησαν πτωτική τάση κατά τη διάρκεια του δεκαμήνου Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2025, σε συνέπεια με τις μειώσεις των επιτοκίων πολιτικής του Ευρωσυστήματος. Οι μειώσεις ήταν ελαφρώς εντονότερες στα επιτόκια καταθέσεων των επιχειρήσεων, τα οποία άλλωστε είχαν καταγράψει μεγαλύτερες αυξήσεις κατά την ανοδική φάση του κύκλου των επιτοκίων νομισματικής πολιτικής. Αναλυτικότερα, τον Οκτώβριο του 2025 το μεσοσταθμικό επιτόκιο στις καταθέσεις προθεσμίας των νοικοκυριών διαμορφώθηκε σε 1,1%, μειωμένο κατά 50 μονάδες βάσης (μ.β.) σε σχέση με το τέλος του 2024, ενώ για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (ΜΧΕ) διαμορφώθηκε σε 1,7%, χαμηλότερο κατά 80 μ.β. αντίστοιχα.

Κατά τους δέκα πρώτους μήνες του 2025 το απόθεμα των καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα κατέγραψε σωρευτική αύξηση κατά 3,1 δισεκ. ευρώ, έναντι αύξησης κατά 0,7 δισεκ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο πέρυσι, και διαμορφώθηκε τον Οκτώβριο του 2025 σε 206 δισεκ. ευρώ. Οι καταθέσεις των νοικοκυριών παρουσίασαν σημαντική άνοδο, η οποία υποστηρίχθηκε από την αύξηση του ονομαστικού διαθέσιμου εισοδήματος κατά τη διάρκεια του 2025, αλλά και από τις εξελίξεις των πιστοδοτήσεων προς τα νοικοκυριά που κατέγραψαν ως επί το πλείστον θετικές καθαρές ροές. Οι καταθέσεις των ΜΧΕ επίσης αυξήθηκαν, κυρίως οι καταθέσεις μίας ημέρας, εξέλιξη που συνάδει με τη συνεχιζόμενη ενίσχυση της πιστωτικής επέκτασης προς τις ΜΧΕ κατά το μεγαλύτερο μέρος του έτους.

Τα επιτόκια των τραπεζικών δανείων προς τις ΜΧΕ υποχώρησαν σημαντικά κατά τη διάρκεια του τρέχοντος έτους σε όλες τις κατηγορίες δανείων. Οι μειώσεις ήταν συγκριτικά εντονότερες στα δάνεια ύψους άνω των 250.000 ευρώ, τα οποία κατά κανόνα αφορούν μεγαλύτερου μεγέθους επιχειρήσεις. Το μεσοσταθμικό επιτόκιο των νέων επιχειρηματικών δανείων διαμορφώθηκε τον Οκτώβριο του 2025 σε 3,9%, περίπου κατά 110 μ.β. χαμηλότερα από το τέλος του 2024. Συνολικά, από την έναρξη της πτωτικής τάσης των επιτοκίων δανεισμού των επιχειρήσεων τον Αύγουστο του 2023, το μεσοσταθμικό επιτόκιο των επιχειρηματικών δανείων έχει υποχωρήσει κατά 2,5 ποσοστιαίες μονάδες και πλέον, με αποτέλεσμα να αναστραφεί περίπου το 70% της αύξησης που είχε σημειωθεί κατά την ανοδική φάση του κύκλου των επιτοκίων πολιτικής του Ευρωσυστήματος. Σημειώνεται ότι το κόστος τραπεζικής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων μετρίασαν τα προγράμματα του Ομίλου της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων (ΕΤΕπ) και της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας (ΕΑΤ) και τα δάνεια που χορηγήθηκαν στο πλαίσιο του RRF. Περισσότερο ωφελημένες υπήρξαν οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις, καθώς εκτιμάται ότι άνω του 40% της νέας τραπεζικής χρηματοδότησης που έλαβαν συνδέεται με δάνεια χαμηλότερου επιτοκίου ή/και μειωμένων απαιτήσεων για εξασφαλίσεις.

Τα επιτόκια των τραπεζικών δανείων προς τα νοικοκυριά υποχώρησαν κατά τη διάρκεια του τρέχοντος έτους, αλλά οι μειώσεις επιτοκίων ήταν συγκριτικά μικρότερες από ό,τι για τις επιχειρήσεις. Ειδικότερα, το μεσοσταθμικό επιτόκιο των στεγαστικών δανείων διαμορφώθηκε τον Οκτώβριο του 2025 σε 3,5%, μόλις κατά 15 μ.β. χαμηλότερα από το τέλος του 2024. Στην πραγματικότητα, το κόστος στεγαστικής πίστης ήταν πιο περιορισμένο από ό,τι αποτυπώνεται στη στατιστική σειρά των επιτοκίων, καθώς σημαντικό μερίδιο (περίπου το 1/3) των στεγαστικών δανείων που χορηγήθηκαν κατά το πρώτο δεκάμηνο του 2025 αφορούσε χαμηλότοκα δάνεια συγχρηματοδοτούμενα από προγράμματα της ΕΑΤ.

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των τραπεζικών δανείων προς τις ΜΧΕ το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2025 επιταχύνθηκε και διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο σε 16,0%, έναντι μέσης τιμής 8,5% το αντίστοιχο δεκάμηνο του 2024. Την ίδια περίοδο πάντως, η μέση μηνιαία καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις ΜΧΕ μειώθηκε σε 438 εκατ. ευρώ από 557 εκατ. ευρώ. Η ευρωστία της πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις αντανάκλα την τόνωση της ζήτησης τραπεζικών δανείων, εξαιτίας της ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας και της μείωσης

των τραπεζικών επιτοκίων δανεισμού. Όσον αφορά τις εξελίξεις στην πλευρά της προσφοράς τραπεζικών πιστώσεων, οι ελληνικές τράπεζες συγκέντρωσαν στο διάστημα Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2025 σημαντικά κεφάλαια κυρίως από εισροές καταθέσεων πελατών, αλλά και από τη διατραπεζική αγορά του εξωτερικού, καθώς και μέσω της έκδοσης ομολόγων. Η άντληση ρευστότητας από το Ευρωσύστημα μειώθηκε την ίδια περίοδο και το συνολικό υπόλοιπο δανεισμού από το Ευρωσύστημα έχει φθάσει πλέον σε πολύ χαμηλό επίπεδο. Τη χορήγηση δανείων από τις τράπεζες προς τις επιχειρήσεις υποστήριξαν σημαντικά και φέτος τα προγράμματα συγχρηματοδότησης και εγγυοδοσίας του Ομίλου ΕΤΕπ καθώς και της ΕΑΤ. Στην ίδια κατεύθυνση συνέβαλαν και τα τραπεζικά δάνεια συγχρηματοδότησης στο πλαίσιο του RRF, οι εκταμιεύσεις των οποίων σημείωσαν μικρή αύξηση το πρώτο δεκάμηνο του 2025 έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2024.

Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των τραπεζικών δανείων προς τα νοικοκυριά σημείωσε μικρότερη συρρίκνωση τους δέκα πρώτους μήνες του 2025, έναντι της αντίστοιχης περσινής περιόδου, και τελικά μεταστράφηκε σε θετικό από τον Ιούνιο – για πρώτη φορά μετά τον Οκτώβριο του 2010. Συνολικά για το δεκάμηνο ο ρυθμός μεταβολής έφθασε κατά μέσο όρο σε χαμηλή θετική τιμή (0,3%), έναντι αρνητικής μέσης τιμής (-1,1%) το ίδιο διάστημα του 2024 (Οκτώβριος 2025: 1,7%, Δεκέμβριος 2024: -0,5%). Η εξέλιξη αυτή αντανάκλα την περαιτέρω υποχώρηση του ρυθμού συρρίκνωσης των στεγαστικών δανείων σε μηδέν τον Οκτώβριο του 2025, καθώς και την επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου της καταναλωτικής πίστης, ο οποίος ήδη από το 2024 έχει ισχυροποιηθεί και ανήλθε σε 6,6% τον Οκτώβριο. Η ανοδική πορεία της καταναλωτικής πίστης συνάδει με τη θετική εξέλιξη της ιδιωτικής κατανάλωσης, συμπεριλαμβανομένων των δαπανών για διαρκή αγαθά, καθώς η καταναλωτική εμπιστοσύνη ενισχύθηκε. Η ετήσια αύξηση της μέσης ακαθάριστης ροής στεγαστικών δανείων συνδέεται με την ανοδική τάση του δείκτη τιμών κατοικιών και τη μείωση που κατέγραψαν τα τραπεζικά επιτόκια των στεγαστικών δανείων το πρώτο δεκάμηνο του έτους έναντι του ίδιου διαστήματος το 2024, εξελίξεις οι οποίες επέδρασαν ενισχυτικά στη ζήτηση δανείων, καθώς και με την επίδραση του προγράμματος “Σπίτι μου II”. Σημειώνεται ότι κατά το πρώτο δεκάμηνο του 2025 σταδιακά ενισχύθηκε η απορρόφηση του νέου προγράμματος “Σπίτι μου II” (σε συνέχεια του πρώτου προγράμματος το οποίο είχε απορροφηθεί σε μεγάλο βαθμό το 2024) υπό τη διαχείριση της ΕΑΤ.

Ως προς τις προοπτικές της πιστωτικής επέκτασης, η προβλεπόμενη άνοδος του ΑΕΠ σε συνδυασμό με χαμηλότερο επίπεδο επιτοκίων στα τραπεζικά δάνεια από ό,τι τα αμέσως προηγούμενα έτη εκτιμάται ότι θα συνεχίσουν να στηρίζουν τη χορήγηση τραπεζικών πιστώσεων προς τις ΜΧΕ. Ιδιαίτερα σημαντική αναμένεται να παραμείνει στο εγγύς μέλλον η συμβολή των χαμηλότοκων δανείων του RRF και των προγραμμάτων συγχρηματοδότησης και εγγυοδοσίας της ΕΑΤ και του Ομίλου ΕΤΕπ στη βελτίωση των όρων και της διαθεσιμότητας επιχειρηματικής και στεγαστικής πίστης.

Τραπεζικό σύστημα: Ισχυρά θεμελιώδη μεγέθη

Οι ελληνικές τράπεζες καταγράφουν ισχυρά θεμελιώδη μεγέθη, με βελτίωση της κερδοφορίας τους και διατήρηση των δεικτών κεφαλαιακής επάρκειας και ρευστότητας σε υψηλά επίπεδα. Ο δείκτης μη εξυπηρετούμενων δανείων υποχώρησε ελαφρά μέσα στο έτος για τον ελληνικό τραπεζικό τομέα, μειώνοντας περαιτέρω την απόσταση από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο. Τα αποτελέσματα της πανευρωπαϊκής άσκησης προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων του 2025 επιβεβαιώνουν την ανθεκτικότητα των ελληνικών τραπεζών, οι οποίες, ακόμη και στο δυσμενές μακροοικονομικό σενάριο, διατηρούν επίπεδα ιδίων κεφαλαίων που υπερβαίνουν τις κανονιστικές απαιτήσεις και τον ευρωπαϊκό μέσο όρο. Οι ισχυρές επιδόσεις του ελληνικού τραπεζικού τομέα αποτυπώνονται στις συνεχείς αναβαθμίσεις του αξιόχρεου των τραπεζών, εξέλιξη που αντανάκλα επίσης την ενίσχυση του πλαισίου μακροπροληπτικής εποπτείας και τις θετικές επιδράσεις από τις αναβαθμίσεις της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης.

Αναλυτικότερα, το πρώτο εννεάμηνο του 2025 τα καθαρά κέρδη του συνόλου των ελληνικών τραπεζών (σημαντικών και λιγότερο σημαντικών) αυξήθηκαν, κυρίως ως αποτέλεσμα της αύ-

ξησης της καθαρής χρηματοδότησης προς την πραγματική οικονομία και της ενίσχυσης των καθαρών εσόδων από προμήθειες και λοιπές πηγές. Στην εξέλιξη αυτή θετική συμβολή είχαν τα έκτακτα έσοδα από αναβαλλόμενο φόρο, τα οποία προέκυψαν από τη συναλλαγή συγχώνευσης με απορρόφηση της Alpha Υπηρεσιών και Συμμετοχών από την Alpha Bank στο πλαίσιο του εταιρικού μετασχηματισμού.

Οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας των ελληνικών τραπεζών παρέμειναν σε υψηλά επίπεδα, έχοντας κατά μέσο όρο συγκλίνει με τους αντίστοιχους ευρωπαϊκούς. Θετικά επιδρούν, εκτός της ενισχυμένης καθαρής κερδοφορίας, οι εκδόσεις χρεογράφων πρόσθετων κεφαλαίων Κατηγορίας 1 (Additional Tier 1) και οι εκδόσεις ομολόγων μειωμένης εξασφάλισης (Tier 2).

Η ποιότητα του ενεργητικού των ελληνικών τραπεζών βελτιώθηκε ελαφρά το πρώτο εννεάμηνο του 2025 σε σύγκριση με το τέλος του 2024. Αναλυτικότερα, ο δείκτης μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων σε ατομική βάση, έχοντας υποχωρήσει αισθητά το Δεκέμβριο του 2024 σε σχέση με το Σεπτέμβριο του 2024, παρέμεινε σε χαμηλό επίπεδο και το Σεπτέμβριο του 2025. Επίσης, μειώθηκε και το ποσοστό των εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων που παρουσιάζουν αυξημένο πιστωτικό κίνδυνο σε σχέση με την αρχική αναγνώριση (Stage 2) ως προς το σύνολο των δανείων (σε ατομική βάση).

Όσον αφορά τη ρευστότητα των τραπεζών, παρότι ο δείκτης κάλυψης ρευστότητας (Liquidity Coverage Ratio) και ο δείκτης καθαρής σταθερής χρηματοδότησης (Net Stable Funding Ratio) μειώθηκαν ελαφρώς σε σύγκριση με το τέλος του 2024, αμφότεροι παραμένουν σε επίπεδα πολύ υψηλότερα από την εποπτική απαίτηση και από τους αντίστοιχους δείκτες των τραπεζών της ευρωζώνης. Επίσης, ο λόγος δανείων προς καταθέσεις παραμένει σημαντικά χαμηλότερος στις ελληνικές τράπεζες σε σύγκριση με τις τράπεζες της ευρωζώνης.

Συνολικά, ο ελληνικός τραπεζικός τομέας εξακολουθεί να ενισχύει την κερδοφορία και την ανθεκτικότητά του εν μέσω αυξημένων κινδύνων και αβεβαιότητας στο γενικότερο περιβάλλον. Η ενίσχυση της ανθεκτικότητας των ελληνικών τραπεζών δημιουργεί προϋποθέσεις για την επέκταση των δραστηριοτήτων τους. Ήδη παρατηρούνται νέες συνεργασίες, καθώς και εξαγορές και συγχωνεύσεις με τράπεζες του εξωτερικού και με άλλους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς.

2.5 Προβλέψεις: Συνέχιση της αναπτυξιακής δυναμικής, αποκλιμάκωση του πληθωρισμού, υψηλά πρωτογενή πλεονάσματα και υποχώρηση του δημόσιου χρέους

Σύμφωνα με τις τρέχουσες προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ το 2025, το 2026 και το 2027 προβλέπεται να διαμορφωθεί σε 2,1% και να μεταβληθεί οριακά σε 2,0% το 2028, υπερβαίνοντας το μέσο προβλεπόμενο ρυθμό ανάπτυξης της ευρωζώνης και παραμένοντας έτσι σε τροχιά πραγματικής σύγκλισης των εισοδημάτων. Βασικότερη συνιστώσα της μεγέθυνσης προβλέπεται να είναι η κατανάλωση, ενώ οι επενδύσεις και οι εξαγωγές θα συνεχίσουν να συμβάλλουν θετικά. Βραχυχρόνια, οι επενδύσεις προβλέπεται να υποστηριχθούν από τους υπόλοιπους προς διάθεση πόρους του RRF, καθώς μόνο το 1/3 αυτών έχει έως τώρα διοχετευθεί στην πραγματική οικονομία. Έτσι, οι επενδύσεις εκτιμάται ότι θα αυξηθούν με υψηλό ρυθμό 7,3% το 2025-26, ενώ με το πέρας της περιόδου εφαρμογής του NextGenerationEU ο ρυθμός αύξησής τους θα μετριαστεί το 2027-28. Η συμβολή του εξωτερικού τομέα συνολικά στο ΑΕΠ θα είναι το προσεχές διάστημα ελαφρώς αρνητική, εξαιτίας της έντονης επενδυτικής δραστηριότητας, που θα προκαλέσει ταχεία αύξηση των εισαγωγών, αλλά και του υψηλού εισαγωγικού περιεχομένου της εγχώριας κατανάλωσης και των εξαγωγών αγαθών.

Η ανεργία εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί στο 9,2% το 2025, ενώ στη συνέχεια θα αποκλιμακωθεί περαιτέρω σε 8,0% το 2028, αντανakλώντας τη συνεχιζόμενη αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας τα επόμενα έτη. Όσον αφορά το κόστος εργασίας, εκτιμάται ότι στο άμεσο μέλλον, για το σύνολο της οικονομίας, οι ονομαστικές αμοιβές ανά μισθωτό θα αυξάνονται με υψηλούς

ρυθμούς γύρω στο 4,0% ετησίως, κυρίως ως αποτέλεσμα της στενότητας στην αγορά εργασίας. Επισημαίνεται ότι η παραγωγικότητα της εργασίας για την οικονομία συνολικά εκτιμάται ότι θα αυξάνεται με χαμηλότερους ρυθμούς σε σχέση με τις πραγματικές αμοιβές ανά μισθωτό. Έτσι, αν δεν υπάρξουν αντίστοιχες εξελίξεις και στους εμπορικούς εταίρους της χώρας, τότε οι τάσεις αυτές ενδέχεται να πλήξουν τη διεθνή ανταγωνιστικότητά της.

Ο πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ θα συνεχίσει να αποκλιμακώνεται εντός της περιόδου πρόβλεψης. Το 2025 αναμένεται να παραμείνει υψηλός σε 2,8%, αντανakλώντας την επιμονή του πληθωρισμού των υπηρεσιών – λόγω κυρίως των αυξήσεων στις αμοιβές εργασίας και στα ενοίκια, των πιέσεων από την υψηλή τουριστική ζήτηση και των αυξημένων έμμεσων φόρων στην εστίαση και στη διαμονή – καθώς και τον πληθωρισμό των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής. Το 2026 ο πληθωρισμός προβλέπεται να υποχωρήσει αισθητά σε 2,1% και το 2027 να παραμείνει ουσιαστικά αμετάβλητος (2,2%). Το 2028 εκτιμάται μια εφάπαξ επιτάχυνσή του σε 2,5%, λόγω ενσωμάτωσης της επίδρασης του διευρυμένου συστήματος εμπορίας δικαιωμάτων εκπομπών ρύπων στην ενεργειακή συνιστώσα του ΕνΔΤΚ.

Αναφορικά με το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, το έλλειμμά του ως ποσοστό του ΑΕΠ αναμένεται να περιοριστεί τα επόμενα έτη, λόγω της ενίσχυσης των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών και των εισροών τόσο από τον RRF όσο και από το Πολυετές Δημοσιονομικό Πλαίσιο (ΠΔΠ) 2021-2027, παρά την αύξηση των εισαγωγών επενδυτικών αγαθών. Ειδικότερα για το 2026, η άνοδος των εγχώριων επενδύσεων, συνεπικουρούμενων από τα έργα που χρηματοδοτούνται από τον RRF, θα συντελέσει στην αύξηση των εισαγωγών επενδυτικών αγαθών και συνεπώς στην επιδείνωση του ισοζυγίου αγαθών. Από την άλλη πλευρά, η αύξηση των αφίξεων ταξιδιωτών, σε συνδυασμό με την επέκταση της τουριστικής περιόδου και το άνοιγμα σε νέες αγορές, καθώς και η συνέχιση της δυναμικής στην κρουαζιέρα θα συμβάλουν στην ενίσχυση – αν και με χαμηλότερο ρυθμό – των εισπράξεων από ταξιδιωτικές υπηρεσίες.

Όσον αφορά τα δημοσιονομικά μεγέθη, σύμφωνα με την Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2026, το πρωτογενές πλεόνασμα εκτιμάται σε 2,8% του ΑΕΠ για το 2026, ενώ το χρέος της γενικής κυβέρνησης προβλέπεται να μειωθεί κατά 7,7 ποσ. μον. του ΑΕΠ το 2026 και να διαμορφωθεί σε 138,2% του ΑΕΠ. Αξίζει να σημειωθεί ότι το 2026 θα είναι ακόμη ένα έτος-ορόσημο για τη δημοσιονομική πορεία της χώρας, καθώς το δημόσιο χρέος της Ελλάδος προβλέπεται να προσεγγίσει, ως ποσοστό του ΑΕΠ, εκείνο της Ιταλίας, παύοντας έτσι να αποτελεί εξαίρεση στην Ευρώπη. Οι προβλέψεις της Εισηγητικής Έκθεσης για το πρωτογενές αποτέλεσμα το 2026 είναι συμβατές με τις δημοσιονομικές προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος. Επιπλέον, οι προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος υποδηλώνουν σταθερή καθοδική πορεία του δημόσιου χρέους τα επόμενα έτη.

2.6 Κίνδυνοι και αβεβαιότητες: Αυξημένοι εξωτερικοί κίνδυνοι

Οι κίνδυνοι που περιβάλλουν τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος για την ανάπτυξη είναι κυρίως καθοδικοί. Αναλυτικότερα, κινδύνους για τις μεσοπρόθεσμες προοπτικές της ελληνικής οικονομίας αποτελούν: α) η αβεβαιότητα από τις εύθραυστες διαπραγματεύσεις για τον τερματισμό του πολέμου Ρωσίας-Ουκρανίας, β) ο επίμονος πληθωρισμός, γ) ενδεχόμενες μεγαλύτερες μισθολογικές πιέσεις, λόγω της στενότητας στην αγορά εργασίας, δ) πιθανές φυσικές καταστροφές που συνδέονται με τις επιπτώσεις της κλιματικής κρίσης, ε) τυχόν χαμηλότερος του αναμενομένου ρυθμός απορρόφησης και αξιοποίησης των κονδυλίων του RRF και στ) βραδύτερη του αναμενομένου υλοποίηση των απαραίτητων μεταρρυθμίσεων, με δυσμενείς επιδράσεις στην παραγωγικότητα της ελληνικής οικονομίας.

Οι κίνδυνοι για τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους εκτιμάται ότι παραμένουν οριοθετημένοι μεσοπρόθεσμα, υπό την προϋπόθεση της προσήλωσης στην επίτευξη των δημοσιονομικών στόχων και της αποτελεσματικής αξιοποίησης των ευρωπαϊκών πόρων. Ωστόσο, μακροπρόθεσμα εκτιμάται αυξημένη αβεβαιότητα, καθώς η σταδιακή αναχρηματοδότηση των δανειακών υποχρεώσεων προς τον επίσημο τομέα με όρους αγοράς θα αυξήσει την έκθεση του Ελληνικού

Δημοσίου στον επιτοκιακό κίνδυνο και στον κίνδυνο αγοράς, γεγονός που για τα επόμενα χρόνια περιορίζει τα περιθώρια δημοσιονομικής χαλάρωσης.

3 ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

3.1 Εξελίξεις και προοπτικές εκτός της ευρωζώνης: Ανθεκτική παγκόσμια οικονομία και αύξηση του παγκόσμιου εμπορίου

Παρά τη σημαντική άνοδο της αβεβαιότητας λόγω του εμπορικού προστατευτισμού, το 2025 η παγκόσμια οικονομία παρέμεινε πιο ανθεκτική από όσο αναμενόταν. Πιο συγκεκριμένα, το πρώτο εξάμηνο του 2025 το παγκόσμιο ΑΕΠ κατέγραψε ετήσιο ρυθμό ανόδου 3,2%, ενώ οι πρόδρομοι οικονομικοί δείκτες για το γ' τρίμηνο υποδηλώνουν συνέχιση της ανάπτυξης κοντά στο 3%. Σε πολλές προηγμένες οικονομίες (ΗΠΑ, Ιαπωνία, Γαλλία, Ιταλία) η μεν αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης ήταν υποτονική, αντανakλώντας την ασθενή καταναλωτική εμπιστοσύνη, στην οποία μεταξύ άλλων συνέβαλαν οι υψηλότερες τιμές των τροφίμων, η δε συμβολή των επενδύσεων στην ανάπτυξη παρέμεινε αναιμική ως απόρροια της αυξημένης αβεβαιότητας. Η πολιτική αστάθεια σε μεγάλες ευρωπαϊκές οικονομίες επέτεινε τις ανησυχίες για αυξημένα δημοσιονομικά ελλείμματα. Παράλληλα, η προσπάθεια αποδυνάμωσης της ανεξαρτησίας της Fed ενίσχυσε τις προσδοκίες των αγορών για μεγαλύτερη ανοχή στον πληθωρισμό από την κεντρική τράπεζα των ΗΠΑ. Στον αντίποδα, στις αναδυόμενες οικονομίες, συγκυριακοί παράγοντες, όπως η σημαντική αύξηση της αγροτικής παραγωγής στη Βραζιλία, η ισχυρή επίδοση του τομέα των υπηρεσιών στην Ινδία και η υποχώρηση της αβεβαιότητας στην Τουρκία, συνέβαλαν στη διατήρηση σχετικά υψηλών ρυθμών ανάπτυξης. Σύμφωνα με τις προβλέψεις του ΔΝΤ (Οκτώβριος 2025), ο ρυθμός ανόδου του παγκόσμιου ΑΕΠ θα επιβραδυνθεί οριακά σε 3,2% το 2025 από 3,3% το 2024, αναθεωρημένος προς τα πάνω έναντι των προβλέψεων του Απριλίου 2025 κυρίως λόγω της μικρότερης από την αναμενόμενη εμπορικής διαταραχής. Στις προηγμένες οικονομίες ως σύνολο, ο ρυθμός μεγέθυνσης εκτιμάται σε 1,6% το 2025, έναντι 1,8% το 2024, ενώ οι αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες ως σύνολο θα επιβραδυνθούν οριακά το 2025 σε 4,2% από 4,3% το 2024.

Το πρώτο εξάμηνο του 2025 το παγκόσμιο εμπόριο αυξήθηκε, παρά τις αρχικές απαισιόδοξες εκτιμήσεις, επιβεβαιώνοντας την προσαρμοστικότητα και ανθεκτικότητα των διεθνών αλυσίδων εφοδιασμού. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του ΔΝΤ (Οκτώβριος 2025), ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του διεθνούς εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών σε όρους όγκου θα ενισχυθεί οριακά σε 3,6% το 2025 από 3,5% το 2024, ωστόσο θα παραμείνει σημαντικά χαμηλότερος από τον ιστορικό μέσο όρο της προ της πανδημίας περιόδου (2000-19: 4,9%). Μεσοπρόθεσμα, οι κίνδυνοι για τις προοπτικές του διεθνούς εμπορίου συνδέονται τόσο με τον αυξημένο γεωοικονομικό κατακερματισμό όσο και με επίμονες διαρθρωτικές προκλήσεις, μεταξύ των οποίων η γήρανση του πληθυσμού και η ασθενής αύξηση της παραγωγικότητας.

Η ενίσχυση του εμπορικού προστατευτισμού είχε συγκρατημένη ανοδική επίδραση στον παγκόσμιο πληθωρισμό το 2025, εν μέρει αντικατοπτρίζοντας τα εύρωστα περιθώρια κέρδους των προηγούμενων ετών που επέτρεψαν την απορρόφηση μέρους του αυξημένου κόστους λόγω των δασμών. Ωστόσο, μεταξύ των οικονομιών η επίπτωση στις τιμές διαφοροποιείται σε συνάρτηση με το γεγονός ότι οι δασμοί αποτελούν αρνητική διαταραχή προσφοράς για τη χώρα που τους επιβάλλει και αρνητική διαταραχή ζήτησης για τις χώρες που εξάγουν προς αυτήν. Παράλληλα, η υποτίμηση του δολαρίου ΗΠΑ συνέβαλε σε ακόμη υψηλότερες πληθωριστικές πιέσεις στις ΗΠΑ και σε χαμηλότερες τιμές εισαγομένων στις λοιπές οικονομίες. Στις προηγμένες οικονομίες η άνοδος των τιμών των ειδών διατροφής και ο επίμονος πληθωρισμός των υπηρεσιών έδρασαν ανασταλτικά στην ταχύτερη μείωση του πληθωρισμού. Συνολικά για το 2025, ο παγκόσμιος πληθωρισμός βάσει του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή αναμένεται ότι θα υποχωρήσει σε 4,2% από 5,8% το 2024. Στις προηγμένες οικονομίες εκτιμάται ότι, από 2,6% το 2024, θα διαμορφωθεί σε 2,5% το 2025, καθώς η σταδιακά μεγαλύτερη μετακύλιση των δασμών στις τιμές καταναλωτή στις ΗΠΑ αντιστάθμισε τη χαλάρωση της αγοράς εργασίας. Στις αναδυόμενες

και αναπτυσσόμενες οικονομίες ο πληθωρισμός αναμένεται να αποκλιμακωθεί εντονότερα σε 5,3% το 2025 από 7,9% το 2024.

3.2 Εξελίξεις και προοπτικές της ευρωζώνης: Η εμπορική συμφωνία με τις ΗΠΑ μείωσε την αβεβαιότητα, ενισχύοντας την ανάπτυξη – Ο πληθωρισμός βρίσκεται κοντά στο στόχο της ΕΚΤ

Η οικονομία της ευρωζώνης αναπτύχθηκε με ρυθμό 0,3% το γ' τρίμηνο του 2025 (σε σχέση με 0,1% το προηγούμενο τρίμηνο), υψηλότερο έναντι των προβλέψεων των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ του Σεπτεμβρίου, μετά από έντονη μεταβλητότητα κατά το πρώτο εξάμηνο του έτους, η οποία αντανάκλασε τις επιπτώσεις της εμπροσθοβαρούς αύξησης του ΑΕΠ, εν μέσω αβεβαιότητας για την εμπορική πολιτική των ΗΠΑ, αλλά και τις μεγάλες διακυμάνσεις στο ΑΕΠ της Ιρλανδίας. Παρότι μερικοί δείκτες είναι ευνοϊκοί, το πραγματικό ΑΕΠ αναμένεται να αυξηθεί με οριακά χαμηλότερο ρυθμό το δ' τρίμηνο, εν μέσω πτωτικών επιδράσεων από την Ιρλανδία.

Μεσοπρόθεσμα, η εγχώρια ζήτηση εκτιμάται ότι θα παραμείνει ο κύριος μοχλός ανάπτυξης, ενισχυμένη από την αύξηση των πραγματικών μισθών και της απασχόλησης, εν μέσω ανθεκτικών αγορών εργασίας με ιστορικά χαμηλά ποσοστά ανεργίας. Οι πρόσθετες κρατικές δαπάνες για υποδομές και άμυνα που ανακοινώθηκαν το 2025, ιδίως στη Γερμανία, καθώς και οι βελτιωμένες συνθήκες χρηματοδότησης – που αντανακλούν κυρίως τις μειώσεις των επιτοκίων πολιτικής από τον Ιούνιο του 2024 – αναμένεται επίσης να στηρίξουν την εγχώρια οικονομία. Η αύξηση των εξαγωγών αναμένεται να επιταχυνθεί το 2026, υποστηριζόμενη από την ανάκαμψη της εξωτερικής ζήτησης και την υποχώρηση της αβεβαιότητας μετά τις πρόσφατες εμπορικές συμφωνίες. Σύμφωνα με το βασικό σενάριο των μακροοικονομικών προβολών των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Δεκέμβριος 2025), το ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 1,4% το 2025, έναντι 0,9% το 2024. Για το 2026 προβλέπεται ότι ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ θα επιβραδυνθεί σε 1,2%, προτού επιταχυνθεί σε 1,4% το 2027 και το 2028.

Ο πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ διαμορφώθηκε σε 2,1% το Νοέμβριο του 2025, κοντά στο επίπεδο του στόχου της ΕΚΤ. Σύμφωνα με το βασικό σενάριο των προβολών των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Δεκέμβριος 2025), θα μειωθεί από 2,4% το 2024 σε 2,1% το 2025, ενώ θα υποχωρήσει περαιτέρω σε 1,9% το 2026 και 1,8% το 2027, πριν επανέλθει στο μεσοπρόθεσμο στόχο της ΕΚΤ σε 2,0% το 2028. Η υποχώρηση του πληθωρισμού τα επόμενα χρόνια κάτω από το στόχο θα οφείλεται μεταξύ άλλων στην πτωτική επίδραση βάσης από τις τιμές της ενέργειας και στην επιβράδυνση των λοιπών συνιστωσών. Ωστόσο, οι τιμές της ενέργειας ενδέχεται να γίνουν πιο ασταθείς και να ακολουθήσουν σταδιακά ανοδική τάση λόγω των επερχόμενων αλλαγών πολιτικής, συμπεριλαμβανομένης της έναρξης του νέου συστήματος εμπορίας δικαιωμάτων εκπομπών ρύπων της ΕΕ το 2028. Ο πυρήνας του πληθωρισμού (χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής) εκτιμάται ότι θα αποκλιμακωθεί σε 2,2% το 2026, 1,9% το 2027 και 2,0% το 2028, από 2,4% το 2025, αντανακλώντας κυρίως την υποχώρηση του πληθωρισμού των υπηρεσιών, την προηγούμενη ανατίμηση του ευρώ και τις μειούμενες πιέσεις από την πλευρά του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος.

Η ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ (έναντι 41 εμπορικών εταίρων) συνέχισε τη γενικώς ανατιμητική πορεία της. Το Νοέμβριο του 2025 ήταν αυξημένη κατά 5,7% σε σχέση με το Δεκέμβριο του 2024 και κατά 5,0% σε δωδεκάμηνη βάση. Το Νοέμβριο το ευρώ ανατιμήθηκε κατά 10,4% έναντι του δολαρίου ΗΠΑ σε σύγκριση με το Δεκέμβριο του 2024 (μέσα επίπεδα μηνός). Οι εξελίξεις αυτές αντανακλούν αφενός τη μείωση της επενδυτικής εμπιστοσύνης προς περιουσιακά στοιχεία σε δολάρια ΗΠΑ και αφετέρου τη σχετική σταθερότητα της οικονομίας της ευρωζώνης σε σχέση με την επιδείνωση στις ΗΠΑ ως συνέπεια των δασμών.

3.3 Κίνδυνοι και αβεβαιότητες: Γεωπολιτικός κατακερματισμός και εμπορικές εντάσεις
Εξακολουθούν να υπάρχουν σημαντικοί κίνδυνοι που μπορεί να επηρεάσουν την ανάπτυξη και τον πληθωρισμό στην παγκόσμια και ευρωπαϊκή οικονομία. Μια νέα επιδείνωση των εμπορικών σχέσεων θα μπορούσε να πλήξει τις εξαγωγές και να επηρεάσει αρνητικά τις επενδύσεις και

την κατανάλωση. Η ανατίμηση του ευρώ έναντι άλλων νομισμάτων θα μπορούσε να οδηγήσει σε μεγαλύτερη από την αναμενόμενη πτώση του πληθωρισμού και ανάσχεση των εξαγωγών στη ζώνη του ευρώ. Επιπλέον, η ανάπτυξη και ο πληθωρισμός θα μπορούσαν να διαμορφωθούν χαμηλότερα αν οι αυξημένοι δασμοί μειώσουν την εξαγωγική ζήτηση προϊόντων της ζώνης του ευρώ και ωθήσουν τις χώρες με πλεονάζουσα παραγωγική ικανότητα και χαμηλό κόστος παραγωγής να αυξήσουν τις εξαγωγές τους προς τη ζώνη του ευρώ. Τυχόν επιδείνωση του κλίματος στις χρηματοπιστωτικές αγορές θα μπορούσε να οδηγήσει σε πιο περιοριστικές συνθήκες χρηματοδότησης, επηρεάζοντας αρνητικά την εγχώρια ζήτηση, γεγονός που, με τη σειρά του, θα μείωνε τον πληθωρισμό. Από την άλλη πλευρά, ο πληθωρισμός θα μπορούσε να αποδειχθεί υψηλότερος των προβλέψεων αν ενισχυθεί ο κατακερματισμός των παγκόσμιων αλυσίδων εφοδιασμού, ωθώντας προς τα πάνω τις τιμές των εισαγομένων και επιδεινώνοντας τους περιορισμούς παραγωγικής ικανότητας στην εγχώρια οικονομία. Επίσης, οι απότομες μεταβολές στις τιμές βασικών εμπορευμάτων εξαιτίας ακραίων κλιματικών φαινομένων ή συνέχισης των γεωπολιτικών εντάσεων συνιστούν πρόσθετους ανοδικούς κινδύνους για τον πληθωρισμό. Παράλληλα, οι υψηλότερες δαπάνες για την άμυνα και τις υποδομές στην ευρωζώνη θα μπορούσαν να συμβάλουν ανοδικά στην ανάπτυξη και τον πληθωρισμό. Τέλος, μια ενδεχόμενη μείωση των εμπορικών περιορισμών και των γεωπολιτικών εντάσεων θα μπορούσε να περιορίσει τις διακυμάνσεις στις αγορές ενέργειας και να ενισχύσει μεσοπρόθεσμες προοπτικές μεγέθυνσης.

4 ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Αμετάβλητα τα επιτόκια νομισματικής πολιτικής το δεύτερο εξάμηνο του 2025 – Ο πληθωρισμός έχει επιστρέψει πλησίον του μεσοπρόθεσμου στόχου του 2%

Οι μειώσεις των βασικών επιτοκίων του Ευρωσυστήματος, που είχαν ξεκινήσει τον Ιούνιο του 2024, συνεχίστηκαν έως και τον Ιούνιο του 2025, οπότε τα βασικά επιτόκια μειώθηκαν κατά 200 μ.β. σωρευτικά. Στις επόμενες συνεδριάσεις του, δηλαδή στα τέλη Ιουλίου, στις αρχές Σεπτεμβρίου, στα τέλη Οκτωβρίου και στα μέσα Δεκεμβρίου του 2025, το Διοικητικό Συμβούλιο έκρινε ότι τα βασικά επιτόκια δεν έπρεπε να μεταβληθούν, καθώς ο ρυθμός καταγραφόμενου πληθωρισμού παρέμενε στο στόχο και οι προοπτικές για τη μελλοντική εξέλιξή του κατ' ουσίαν δεν είχαν μεταβληθεί.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ δεσμεύεται να επιδιώκει τη σταθεροποίηση του πληθωρισμού στο μεσοπρόθεσμο στόχο του 2%. Προς τούτο, χαράζει την πολιτική επιτοκίων του Ευρωσυστήματος με βάση την εξέταση μεγάλου εύρους διαθέσιμων οικονομικών στοιχείων και πληροφοριών και με ορίζοντα μέχρι την επόμενη συνεδριάσή του, κατά την οποία αξιολογεί εκ νέου τις εξελίξεις με κριτήρια: α) τις προοπτικές του πληθωρισμού και τους κινδύνους οι οποίοι τις περιβάλλουν, β) τη δυναμική του υποκείμενου πληθωρισμού και γ) την ένταση της μετάδοσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στην πραγματική οικονομία της ζώνης του ευρώ.

Σύμφωνα με τις ανακοινώσεις του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ, ο καταγραφόμενος πληθωρισμός κυμαίνεται πλέον πλησίον του μεσοπρόθεσμου στόχου του 2%, ενώ ο πυρήνας του πληθωρισμού παραμένει σε επίπεδα συνεπή με αυτή την εξέλιξη. Η επιβράδυνση των μισθολογικών αυξήσεων και η ανατίμηση του ευρώ θα ασκήσουν καθοδική πίεση στον πυρήνα του πληθωρισμού βραχυπρόθεσμα, ο οποίος αναμένεται να υποχωρήσει περαιτέρω τα επόμενα έτη. Ο καταγραφόμενος πληθωρισμός θα βρεθεί ξανά στο στόχο το 2028 υπό την ανοδική πίεση που θα του ασκήσει η έναρξη του διευρυσμένου συστήματος εμπορίας δικαιωμάτων εκπομπών ρύπων. Επιπλέον, οι περισσότεροι δείκτες μακροπρόθεσμων πληθωριστικών προσδοκιών διατηρήθηκαν γύρω στο 2%, γεγονός που επίσης υποστηρίζει τη διατηρήσιμη επιστροφή του πληθωρισμού στο στόχο του Ευρωσυστήματος.

Σύμφωνα με το Διοικητικό Συμβούλιο, οι προοπτικές του πληθωρισμού περιβάλλονται από αβεβαιότητα, την οποία επιτείνουν οι εμπορικές εντάσεις διεθνώς, δημιουργώντας ανοδικούς κινδύνους. Η κατάτμηση των παγκόσμιων εφοδιαστικών αλυσίδων λόγω της ενίσχυσης του

προστατευτισμού θα μπορούσε να συμβάλει σε αναζωπύρωση του εγχώριου πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ, αν επιφέρει αύξηση των τιμών των εισαγομένων και επιτείνει τους περιορισμούς στο παραγωγικό δυναμικό της οικονομίας. Επίσης, η υπό εξέλιξη ενίσχυση των αμυντικών δαπανών όπως και των δημόσιων δαπανών για τη δημιουργία υποδομών θα μπορούσε να προκαλέσει μεσοπρόθεσμες πληθωριστικές πιέσεις. Τυχόν επιβράδυνση της αποκλιμάκωσης των μισθολογικών πιέσεων είναι δυνατόν να καθυστερήσει την υποχώρηση του πληθωρισμού των υπηρεσιών. Τα ακραία καιρικά φαινόμενα στο πλαίσιο της υπό εξέλιξη κλιματικής κρίσης καθώς και η κρίση που αντιμετωπίζει γενικότερα η φύση θα μπορούσαν να οδηγήσουν σε αύξηση των τιμών των τροφίμων μεγαλύτερη από ό,τι ήδη προεξοφλείται. Τέλος, τυχόν αναζωπύρωση του πληθωρισμού στις ΗΠΑ εξαιτίας των δασμών και της ενδεχόμενης χαλάρωσης της νομισματικής πολιτικής μπορεί να αυξήσει και τον παγκόσμιο πληθωρισμό λόγω του ρόλου του δολαρίου στην παγκόσμια οικονομία (π.χ. καθορισμός των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων σε δολ. ΗΠΑ).

Από την άλλη πλευρά, η μείωση των διεθνών τιμών της ενέργειας και επιπλέον η πρόσφατη ενίσχυση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ προκαλούν καθοδικές πιέσεις στον πληθωρισμό της ευρωζώνης. Ομοίως προς την κατεύθυνση των ασθενέστερων πληθωριστικών πιέσεων συντελεί ο περιορισμός της εξωτερικής ζήτησης αγαθών και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ, όπως επίσης και η ανακατεύθυνση προς τη ζώνη του ευρώ προϊόντων εξαγόμενων από χώρες με πλεόνασμα παραγωγικού δυναμικού κατόπιν της αύξησης των δασμών από τις ΗΠΑ. Εξάλλου, αποδυνάμωση της εγχώριας ζήτησης και συνακόλουθα του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ ενδέχεται να επιφέρει η επιδείνωση του κλίματος στις χρηματοπιστωτικές αγορές εξαιτίας των εμπορικών διενέξεων, με αύξηση της μεταβλητότητας των τιμών των περιουσιακών στοιχείων και ενίσχυση της αποστροφής προς τον κίνδυνο.

5 ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Προκλήσεις

Η ελληνική οικονομία, παρά τη σημαντική πρόοδο των τελευταίων ετών, βρίσκεται αντιμέτωπη με ένα πλέγμα διαρθρωτικών προκλήσεων που θα καθορίσουν τη μελλοντική της πορεία. Σύμφωνα με τον Πολυετή Δημοσιονομικό Προγραμματισμό 2026-2029, ο ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας προβλέπεται ότι θα υποχωρήσει κάτω από το 2% την περίοδο 2027-29. Η επιβράδυνση αυτή αναδεικνύει τον κίνδυνο η οικονομία να επανέλθει σε μια τροχιά μέτριας μεγέθυνσης, αν δεν υποκατασταθεί η προσωρινή ευρωπαϊκή στήριξη από διατηρήσιμες ιδιωτικές επενδύσεις και άλλες ενδογενείς πηγές δυναμισμού, καθώς και από διαρθρωτικές αλλαγές που στηρίζουν μακροπρόθεσμα την ανάπτυξη. Η Τράπεζα της Ελλάδος θεωρεί ότι η επιβράδυνση των ρυθμών ανάπτυξης μπορεί να αποφευχθεί, τονίζει όμως την ανάγκη αύξησης των ιδιωτικών επενδύσεων και πραγματοποίησης των απαραίτητων μεταρρυθμίσεων, προκειμένου να αυξηθεί η παραγωγικότητα.

Στο επίκεντρο των προκλήσεων βρίσκεται η χαμηλή παραγωγικότητα της εργασίας σε σχέση με το μέσο όρο της ΕΕ. Η παραγωγικότητα επηρεάζεται αρνητικά από τη δομή της εγχώριας οικονομίας, η οποία εξακολουθεί να στηρίζεται σε μεγάλο βαθμό σε τομείς χαμηλής παραγωγικότητας, όπως η παροχή καταλύματος και η εστίαση, αλλά και από την κυριαρχία μικρών και πολύ μικρών επιχειρήσεων, που συχνά δυσκολεύονται να επεκταθούν, να διεθνοποιηθούν και να επενδύσουν σε έρευνα και καινοτομία. Ο αγροτικός τομέας ιδιαίτερα, συγκρινόμενος με άλλες χώρες που μάλιστα δεν διαθέτουν τα συγκριτικά πλεονεκτήματα της Ελλάδος, χαρακτηρίζεται από πολύ χαμηλή παραγωγικότητα, η οποία θα μπορούσε να αυξηθεί δραστικά αν ακολουθηθεί το παράδειγμα αυτών των χωρών. Η εκτεταμένη αποεπένδυση κατά την περίοδο της κρίσης χρέους έχει διαβρώσει την κεφαλαιακή βάση: το συνολικό κεφάλαιο παραμένει περίπου 20% χαμηλότερο από τα προ της κρίσης επίπεδα, ενώ το κεφάλαιο ανά εργαζόμενο υστερεί ακόμη και σε σχέση με την περίοδο πριν από την ένταξη στην ευρωζώνη, με αποτέλεσμα η ένταση κεφαλαίου να εξακολουθεί να έχει αρνητική συμβολή στην παραγωγικότητα. Σε αυτό προστίθενται

η υποβάθμιση του ανθρώπινου κεφαλαίου λόγω της μετανάστευσης ατόμων με υψηλή εκπαίδευση, εξειδίκευση και ταλέντο (brain drain) και ένα θεσμικό περιβάλλον που δεν στηρίζει πάποτε με επάρκεια την οικονομική δραστηριότητα.

Οι επενδύσεις αποτελούν κρίσιμο κρίκο αυτής της αλυσίδας. Παρά τη σημαντική άνοδό τους από το 2019 (60% μέχρι το 2025), τα τελευταία χρόνια ο ρυθμός αύξησης του ακαθάριστου σχηματισμού πάγιου κεφαλαίου είναι χαμηλότερος από τις αρχικές προβλέψεις και το επενδυτικό κενό σε σχέση με την ΕΕ, αν και έχει ήδη μειωθεί, εν μέρει χάρη στη συμβολή του RRF, παραμένει αρκετά υψηλό. Για να κλείσει, απαιτείται περαιτέρω σταθερή αύξηση των επενδύσεων. Το στοίχημα τώρα είναι η πλήρης αξιοποίηση της αναπτυξιακής ώθησης από τις επενδύσεις, ώστε τα οφέλη να έχουν μόνιμο χαρακτήρα για την ελληνική οικονομία.

Στενά συνδεδεμένη με το επενδυτικό κενό – παρά την κινητοποίηση σημαντικών ιδιωτικών και ξένων άμεσων επενδύσεων στο πλαίσιο του RRF – είναι και η σχετικά αργή μετεξέλιξη του παραγωγικού προτύπου. Μολονότι οι επενδύσεις και οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών έχουν αυξηθεί σημαντικά τα τελευταία χρόνια ως ποσοστό του ΑΕΠ, η ιδιωτική κατανάλωση εξακολουθεί να αποτελεί περίπου το 70% του ΑΕΠ, όταν στην ευρωζώνη βρίσκεται γύρω στο 53%. Στην πλευρά της προσφοράς, παρά την αύξηση της προστιθέμενης αξίας σε κλάδους όπως η μεταποίηση, η υψηλότερη συνολική προστιθέμενη αξία τα τελευταία χρόνια προέρχεται κατά το μεγαλύτερο μέρος της από τον τουρισμό και την εστίαση, γεγονός που ενισχύει την εξάρτηση από δραστηριότητες ευάλωτες σε εξωγενείς κρίσεις και στις πιέσεις της κλιματικής αλλαγής.

Σε ό,τι αφορά την αγορά εργασίας, βραχυπρόθεσμα, η μείωση της ανεργίας έχει περιορίσει σημαντικά τη δυνατότητα εύρεσης εργαζομένων από τις επιχειρήσεις, ιδίως σε τουρισμό, εστίαση και άλλους δυναμικούς κλάδους, καθώς έχει αυξήσει τη στενότητα στην αγορά εργασίας. Η ανάγκη προσέλκυσης και διατήρησης εργαζομένων οδηγεί σε αυξήσεις μισθών που συχνά υπερβαίνουν την άνοδο της παραγωγικότητας, αυξάνοντας το μοναδιαίο κόστος εργασίας και ασκώντας πιέσεις στην ανταγωνιστικότητα. Μακροπρόθεσμα, η δημογραφική κρίση επιβαρύνει ακόμη περισσότερο την κατάσταση, καθώς η υπογεννητικότητα και η γήρανση του πληθυσμού αναμένεται να οδηγήσουν σε συρρίκνωση του εργατικού δυναμικού, με αρνητικές επιδράσεις στην ανάπτυξη, στις επενδύσεις και εν γένει στη βιωσιμότητα του ασφαλιστικού συστήματος. Ταυτόχρονα, οι ανάγκες για αυξημένες κοινωνικές δαπάνες περιορίζουν το χώρο για δημόσιες επενδύσεις σε υποδομές, έρευνα και καινοτομία, ενώ η συρρίκνωση του μαθητικού πληθυσμού και η μείωση της δυναμικής των τοπικών κοινωνιών υπονομεύουν τη μελλοντική προσφορά εργατικού δυναμικού.

Η σχετικά με το μέσο όρο της ΕΕ χαμηλή αγοραστική δύναμη των νοικοκυριών συμπληρώνει το πλαίσιο των προκλήσεων. Παρά την αύξηση της απασχόλησης και των ονομαστικών εισοδημάτων, η αγοραστική δύναμη παραμένει από τις χαμηλότερες στην ΕΕ, καθώς τα πραγματικά εισοδήματα δεν έχουν ανακτήσει τις απώλειες της κρίσης. Οι αυξημένες τιμές – ιδιαίτερα στα ενοίκια, στα μη επεξεργασμένα είδη διατροφής και στις υπηρεσίες – έχουν οδηγήσει τα νοικοκυριά σε αρνητική αποταμίευση, με το σχετικό δείκτη να έχει υποχωρήσει εκ νέου σε αρνητικά επίπεδα μετά την πανδημία. Το γεγονός αυτό περιορίζει τις εγχώριες αποταμιεύσεις που θα μπορούσαν να χρηματοδοτήσουν επενδύσεις και οδηγεί σε συνεχιζόμενα ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών.

Σε αυτό το περιβάλλον, το ζήτημα της προσιτότητας της κατοικίας αναδεικνύεται σε κεντρική κοινωνικοοικονομική πρόκληση. Η αυξημένη εγχώρια και διεθνής ζήτηση, σε συνδυασμό με την περιορισμένη προσφορά, έχει οδηγήσει σε έντονη άνοδο των τιμών των ακινήτων και των ενοικίων λόγω πληθωρισμού. Τα προγράμματα κρατικής στήριξης για τη στέγη, τα πρόσθετα σχετικά επιδόματα, οι φορολογικές ελαφρύνσεις και η αξιοποίηση δημόσιων ακινήτων για κοινωνική κατοικία είναι κινήσεις προς τη σωστή κατεύθυνση που όμως εστιάζουν περισσότερο στη ζήτηση παρά στην αύξηση της προσφοράς, η οποία παραμένει περιορισμένη βραχυπρόθεσμα. Η δυσκολία πρόσβασης σε στέγη με προσιτούς όρους επηρεάζει αποφασιστικά τους νέους, τις οικογένειες και κατ' επέκταση τη δημογραφική συμπεριφορά και την κινητικότητα της εργασίας.

Επιπρόσθετα, η ελληνική οικονομία καλείται να ολοκληρώσει τη διπλή μετάβαση – πράσινη και ψηφιακή – σε ένα πλαίσιο στάσιμης διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας. Παρά τη βελτίωση στη φορολογική ανταγωνιστικότητα, η συνολική θέση της χώρας σε διεθνείς δείκτες διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας παραμένει σχετικά χαμηλή. Οι χρόνιες αδυναμίες στην ταχύτητα απονομής δικαιοσύνης, στο διοικητικό βάρος, στην προσαρμογή των δεξιοτήτων στις ανάγκες της οικονομίας και στην ικανότητα των επιχειρήσεων – ιδίως των μικρών – να επενδύσουν σε πράσινες και ψηφιακές τεχνολογίες περιορίζουν την ανθεκτικότητα της οικονομίας και την αναπτυξιακή δυναμική. Τέλος, αν και το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ αποκλιμακώνεται γρήγορα, παραμένει σε πολύ υψηλό επίπεδο. Μεσοπρόθεσμα οι κίνδυνοι είναι ελεγχόμενοι, αλλά μακροπρόθεσμα, καθώς η χώρα θα εξαρτάται ολοένα περισσότερο από χρηματοδότηση με όρους αγοράς, η διατήρηση ισχυρής ανάπτυξης, υγιών δημόσιων οικονομικών και υψηλής αξιοπιστίας θα είναι απαραίτητη προϋπόθεση για τη θωράκιση της μακροοικονομικής σταθερότητας.

Συνολικά, ο κίνδυνος επιβράδυνσης των ρυθμών ανάπτυξης μετά τη λήξη του RRF, η χαμηλή παραγωγικότητα, το υφιστάμενο επενδυτικό κενό, τυχόν καθυστερήσεις στην απορρόφηση των υπολειπόμενων κοινοτικών πόρων, η βραδεία αλλαγή του παραγωγικού προτύπου, οι πιέσεις στην αγορά εργασίας και στα πραγματικά εισοδήματα, η δυσκολία εύρεσης προσίτης κατοικίας, η δημογραφική κρίση, η στάσιμη διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα και το πολύ υψηλό δημόσιο χρέος συγκροτούν ένα σύνθετο πλέγμα προκλήσεων.

Προτάσεις πολιτικής

Η αντιμετώπιση των παραπάνω προκλήσεων, σε ένα περιβάλλον αβεβαιότητας με έντονους εμπορικούς ανταγωνισμούς και συνεχιζόμενες γεωπολιτικές εντάσεις, απαιτεί συνεκτική στρατηγική, σταθερή προσήλωση στις μεταρρυθμίσεις και στοχευμένη αξιοποίηση των διαθέσιμων ευρωπαϊκών πόρων, ώστε η σημερινή μακροοικονομική σταθερότητα να μεταφραστεί σε διατηρήσιμη και χωρίς αποκλεισμούς ευημερία. Στο πλαίσιο αυτό, οι προτάσεις πολιτικής για την ελληνική οικονομία οφείλουν να υπηρετούν ταυτόχρονα τρεις στόχους: α) ενίσχυση της παραγωγικότητας και της ανταγωνιστικότητας, β) θωράκιση της μακροοικονομικής και δημοσιονομικής σταθερότητας και γ) διασφάλιση της κοινωνικής συνοχής και βιωσιμότητας μακροπρόθεσμα. Αυτές οι κατευθύνσεις καθορίζουν και τη λογική των προτεινόμενων παρεμβάσεων, οι οποίες δεν είναι αποσπασματικές αλλά αλληλοσυμπληρούμενες.

Κεντρικός άξονας είναι η ενίσχυση της παραγωγικότητας της εργασίας, ώστε να μπορεί να υποστηριχθεί μια διατηρήσιμη αύξηση μισθών χωρίς απώλεια ανταγωνιστικότητας. Η συνέχιση και βάθυνση των μεταρρυθμίσεων στις αγορές αγαθών και υπηρεσιών, η αποτελεσματικότερη λειτουργία του Δημοσίου, η ταχύτερη απονομή της δικαιοσύνης, η καταπολέμηση της διαφθοράς και η μείωση της γραφειοκρατίας βελτιώνουν το θεσμικό περιβάλλον και αυξάνουν τη συνολική παραγωγικότητα των συντελεστών. Παράλληλα, η ενθάρρυνση νέων παραγωγικών επενδύσεων αυξάνει το κεφαλαιακό απόθεμα και το λόγο κεφαλαίου προς εργασία, βελτιώνοντας άμεσα και έμμεσα την παραγωγικότητα, υπό την προϋπόθεση ότι πρόκειται για επενδύσεις υψηλής προστιθέμενης αξίας. Στην ίδια κατεύθυνση, κρίσιμη είναι η αναβάθμιση της ποιότητας του εργατικού δυναμικού μέσω συστηματικής επανεκπαίδευσης, αναβάθμισης δεξιοτήτων και δημιουργίας θέσεων εργασίας που θα επιτρέψουν τον επαναπατρισμό του ανθρώπινου κεφαλαίου που μετανάστευσε τα προηγούμενα χρόνια. Η αξιοποίηση της τεχνητής νοημοσύνης σε όλους τους κλάδους, με παράλληλη κατάρτιση των εργαζομένων στη χρήση σχετικών εφαρμογών, μπορεί να λειτουργήσει ως επιταχυντής της παραγωγικότητας σε ένα περιβάλλον όπου η τεχνολογία αναδιαμορφώνει τις παγκόσμιες αλυσίδες αξίας. Ο αγροτικός τομέας αποτελεί, όπως ήδη αναφέρθηκε, μια ιδιαίτερη περίπτωση, όπου η παραγωγικότητα θα μπορούσε να αυξηθεί πολύ σημαντικά, αν ακολουθηθούν τα επιτυχημένα παραγωγικά πρότυπα χωρών όπως η Ολλανδία.

Η ενίσχυση των επενδύσεων και των εξαγωγών και ο προσανατολισμός του παραγωγικού προτύπου προς εξωστρεφείς εμπορεύσιμες δραστηριότητες συνιστούν δεύτερο θεμελιώδη πυλώνα. Σε ένα διεθνές περιβάλλον αυξανόμενου προστατευτισμού, η Ελλάδα δεν μπορεί να βασίζεται μόνο στην εγχώρια κατανάλωση και σε λίγους κλάδους υπηρεσιών. Απαιτείται πλήρης και απο-

τελεσματική αξιοποίηση των ευρωπαϊκών χρηματοδοτικών εργαλείων – του RRF, των ΠΔΠ 2021-2027 και 2028-2034 και του πακέτου των 8 δισεκ. ευρώ για την περίοδο 2026-32 (Ταμείο Κοινωνικού Κλίματος, Ταμείο Εκσυγχρονισμού, Ταμείο Απανθρακοποίησης Νησιών). Οι πόροι αυτοί πρέπει να κατευθυνθούν προς παραγωγικές επενδύσεις υψηλής προστιθέμενης αξίας, σε κλάδους που ενισχύουν τη θέση της χώρας στις ευρωπαϊκές και διεθνείς αλυσίδες αξίας και δημιουργούν ποιοτικές θέσεις εργασίας.

Στο πλαίσιο αυτό, κομβική προϋπόθεση είναι η έγκαιρη πλήρης απορρόφηση και εκταμίευση των πόρων του RRF προς τον ιδιωτικό τομέα. Η κατάθεση του τρίτου αναθεωρημένου Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας το Νοέμβριο του 2025 – με αναμόρφωση οροσήμων και αντικατάσταση έργων βάσει ωρίμανσης – σε συνδυασμό με τη θεσμική ενίσχυση των κρατικών υπηρεσιών μέσω του ν. 5233/2025 στοχεύουν ακριβώς στην επιτάχυνση της υλοποίησης των επενδυτικών σχεδίων. Δεδομένου ότι το ευρωπαϊκό μέσο ανάκαμψης NextGenerationEU έχει πεπερασμένη διάρκεια ζωής και παρά το γεγονός ότι η Ελλάδα καταγράφει συστηματικά ένα από τα υψηλότερα ποσοστά απορρόφησης στην ΕΕ, η χώρα οφείλει να επιταχύνει την υλοποίηση των συναφών επενδύσεων ώστε να μεγιστοποιήσει τις θετικές επιδράσεις του στην ανάπτυξη και στην παραγωγικότητα τα επόμενα χρόνια.

Η βελτίωση του επιχειρηματικού περιβάλλοντος αποτελεί συμπληρωματική και απολύτως αναγκαία συνθήκη. Η ταχύτερη απονομή της δικαιοσύνης, η καταπολέμηση της πολυνομίας και της κακονομίας, ο περαιτέρω ψηφιακός μετασχηματισμός της δημόσιας διοίκησης και η διασφάλιση της εκτέλεσης συμβάσεων και της προστασίας των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας μειώνουν τον κίνδυνο για τους επενδυτές. Η σταθερότητα του φορολογικού συστήματος και η παροχή στοχευμένων κινήτρων (επιταχυνόμενες αποσβέσεις, αυξημένες εκπτώσεις φόρου για επενδύσεις σε έρευνα και ανάπτυξη) ενισχύουν την ελκυστικότητα της χώρας έναντι ανταγωνιστών. Οι μεταρρυθμίσεις στις αγορές αγαθών και υπηρεσιών – με μείωση των φραγμών εισόδου και των ολιγοπωλιακών δομών – μπορούν να αυξήσουν τον ανταγωνισμό, να μειώσουν τις τιμές προς όφελος των καταναλωτών και των εξαγωγικών επιχειρήσεων και να διευκολύνουν τη δημιουργία νέων, δυναμικών επιχειρηματικών σχημάτων.

Η ενίσχυση και διαφοροποίηση των πηγών χρηματοδότησης των επιχειρήσεων είναι επίσης κρίσιμη σε μια περίοδο κατά την οποία οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές συνθήκες είναι ευμετάβλητες. Η καλύτερη λειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών, η αξιοποίηση του νέου Ταμείου Μικροπιστώσεων και η πρόσβαση σε εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης μέσω των κεφαλαιαγορών – ιδίως για νεοφυείς και μικρομεσαίες επιχειρήσεις χωρίς επαρκείς εξασφαλίσεις – μπορούν να ξεκλειδώσουν σημαντικό επενδυτικό δυναμικό. Σε αυτό το πλαίσιο, είναι καίριας σημασίας οι ελληνικές τράπεζες να διατηρήσουν τη θετική δυναμική τους και να παραμείνουν σε πορεία επίτευξης των μεσοπρόθεσμων στόχων τους, ώστε αφενός να συνεχίσουν να στηρίζουν επαρκώς τη χρηματοδότηση της οικονομίας και αφετέρου οι συνεχείς βελτιώσεις και τυχόν νέες αναβαθμίσεις της πιστοληπτικής τους ικανότητας να αποτελέσουν ασπίδα απέναντι στο περιβάλλον αυξημένης αβεβαιότητας.

Παράλληλα, η διατήρηση και ενίσχυση της θετικής δυναμικής των ξένων άμεσων επενδύσεων, οι οποίες ξεπέρασαν τα 6 δισεκ. ευρώ το 2024, αυξημένες κατά περίπου 40% έναντι του 2019, προϋποθέτει σταθερότητα, θεσμική αξιοπιστία και συνέχιση των ιδιωτικοποιήσεων και της αξιοποίησης της δημόσιας περιουσίας. Ειδικά σε κλάδους όπως η ενέργεια, τα logistics, οι υποδομές και η υψηλή τεχνολογία, οι ξένες επενδύσεις μπορούν να λειτουργήσουν ως γέφυρα ένταξης και περαιτέρω ενσωμάτωσης σε ευρωπαϊκές αλυσίδες αξίας σε μια εποχή που η Ευρώπη επιδιώκει στρατηγική αυτονομία εν μέσω γεωοικονομικών εντάσεων διεθνώς.

Σε αυτή τη λογική, η επιτάχυνση των ιδιωτικοποιήσεων δεν αποτελεί μόνο δημοσιονομικό εργαλείο, αλλά και μοχλό παραγωγικού εκσυγχρονισμού. Έργα όπως το Ελληνικό, με εκτιμώμενες επενδύσεις 8 δισεκ. ευρώ, και οι επενδύσεις στους μεγάλους λιμένες (ΟΛΠ, ΟΛΘ), στα 14 περιφερειακά αεροδρόμια, στο εθνικό σύστημα φυσικού αερίου (ΔΕΣΦΑ) και στην Εγνατία Οδό δη-

μιουργούν νέα δίκτυα υποδομών, ενισχύουν το ρόλο της χώρας ως κόμβου μεταφορών και ενέργειας και βελτιώνουν την ελκυστικότητα για επιπλέον ιδιωτικά κεφάλαια. Η πλήρης αξιοποίηση τέτοιων έργων σε συνδυασμό με μικρότερες ιδιωτικοποιήσεις (λιμάνια, μαρίνες κ.ά.) μπορεί να θωρακίσει τη χώρα απέναντι σε ανακατατάξεις των εμπορικών ροών λόγω προστατευτισμού, καθιστώντας την κρίκο αναδιάρθρωσης εφοδιαστικών αλυσίδων στην ευρύτερη περιοχή.

Όπως προαναφέρθηκε, το ζήτημα της προσιτής στέγης απαιτεί πρόσθετες παρεμβάσεις στην πλευρά της προσφοράς. Για παράδειγμα, απαιτείται απλοποίηση διαδικασιών σε όλα τα στάδια αξιοποίησης της ακίνητης περιουσίας – αδειοδοτήσεις, πολεοδομικά, χρήσεις γης – ώστε να αποδεσμευθούν αδρανή ακίνητα και να διευκολυνθούν ιδιωτικές και δημόσιες επενδύσεις σε ανάπτυξη κατοικίας. Μια τέτοια στρατηγική θα περιορίσει τις πιέσεις στην αγορά ακινήτων, θα διευκολύνει τη γεωγραφική κινητικότητα εργαζομένων και θα υποστηρίξει δημογραφικούς στόχους, σε μια περίοδο κατά την οποία το κόστος ζωής επηρεάζει τις αποφάσεις για δημιουργία οικογένειας.

Στην αγορά εργασίας, η αύξηση των αμοιβών πρέπει να είναι συμβατή με την εξέλιξη της παραγωγικότητας, ώστε να αποφεύγεται η υπέρμετρη αύξηση του μοναδιαίου κόστους εργασίας που θα υπονόμει την ανταγωνιστικότητα. Ταυτόχρονα, είναι απαραίτητο να αυξηθεί το ποσοστό συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό γυναικών, νέων, μεγαλύτερων σε ηλικία και συνταξιούχων, αλλά και να προωθηθεί ο επαναπατρισμός εξειδικευμένων Ελλήνων του εξωτερικού. Η ενίσχυση της τεχνικής εκπαίδευσης, η επέκταση του ολοήμερου σχολείου και των βρεφονηπιακών σταθμών, τα κίνητρα για προσέλκυση εξειδικευμένων μεταναστών, καθώς και η περαιτέρω μείωση ή επιδότηση ασφαλιστικών εισφορών, μπορούν να ενισχύσουν την απασχόληση και να αυξήσουν την κινητικότητα. Οι ενεργητικές πολιτικές απασχόλησης πρέπει να εστιάσουν στις κοινωνικά ευάλωτες ομάδες – γυναίκες, μεγαλύτερους σε ηλικία, μακροχρόνια άνεργους – με στοχευμένη ενίσχυση δεξιοτήτων και διευκόλυνση της μετάβασης από την ανεργία στην απασχόληση. Η διαπίστωση ότι η κινητικότητα στην ελληνική αγορά εργασίας βελτιώνεται αλλά παραμένει χαμηλότερη από το μέσο όρο της ΕΕ δείχνει ότι υπάρχει σημαντικό περιθώριο περαιτέρω μεταρρυθμίσεων.

Στον ίδιο άξονα εντάσσεται και η αντιμετώπιση του δημογραφικού προβλήματος, που αποτελεί σημαντικό μεσομακροπρόθεσμο δημοσιονομικό και αναπτυξιακό κίνδυνο. Η πολιτική δεν μπορεί να περιοριστεί σε φορολογικά κίνητρα, αλλά απαιτεί ένα συνεκτικό πλέγμα κοινωνικών και αναπτυξιακών παρεμβάσεων: επενδύσεις σε ποιοτικούς και οικονομικά προσιτούς παιδικούς σταθμούς, θεσμοθέτηση ευέλικτων μορφών απασχόλησης, στήριξη της στέγασης νέων οικογενειών, ενίσχυση υπηρεσιών υγείας και φροντίδας. Πρόσθετες παροχές όπως επιδόματα σπουδών για παιδιά ή υποστήριξη στο σπίτι για νέες μητέρες ενισχύουν την οικογενειακή ασφάλεια. Παράλληλα, η ενσωμάτωση μεταναστών και ο επαναπατρισμός Ελλήνων του εξωτερικού μπορούν να ενδυναμώσουν το ανθρώπινο κεφάλαιο. Μόνο μέσω τέτοιων συνδυαστικών πολιτικών διασφαλίζονται η μακροχρόνια βιωσιμότητα του ασφαλιστικού συστήματος και η δημοσιονομική ανθεκτικότητα σε ένα περιβάλλον γήρανσης του πληθυσμού.

Η αντιμετώπιση της στάσιμης διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας απαιτεί επιτάχυνση μεταρρυθμίσεων που μειώνουν τη γραφειοκρατία, βελτιώνουν την ταχύτητα απονομής της δικαιοσύνης, δημιουργούν κίνητρα για υιοθέτηση καινοτόμων τεχνολογιών, καταπολεμούν τη φοροδιαφυγή και μειώνουν το ενεργειακό κόστος των επιχειρήσεων. Με πλήρη αξιοποίηση των πόρων του RRF και των λοιπών ευρωπαϊκών προγραμμάτων, η Ελλάδα μπορεί να γεφυρώσει το χάσμα σε όρους καινοτομίας, τεχνολογίας και παραγωγικών επενδύσεων. Σε ένα διεθνές περιβάλλον όπου οι γεωπολιτικές εντάσεις προκαλούν ανακατανομή επενδύσεων και εφοδιαστικών αλυσίδων, η ανθεκτικότητα της οικονομίας έναντι εξωτερικών διαταραχών αποτελεί στρατηγικό πλεονέκτημα.

Καθοριστική προϋπόθεση για την υλοποίηση όλων των παραπάνω είναι η διασφάλιση της βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους και η συνέχιση της ταχείας αποκλιμάκωσής του. Η σταθερή συμμόρφωση με το νέο ευρωπαϊκό δημοσιονομικό πλαίσιο, σε συνδυασμό με την αξιοποίηση

των υψηλών ταμειακών διαθεσίμων – που ανέρχονται περίπου στο 18% του ΑΕΠ – για την πρόωρη αποπληρωμή των διμερών δανείων του πρώτου προγράμματος χρηματοδοτικής στήριξης, μπορεί να ενισχύσει την αξιοπιστία της χώρας στις αγορές. Η ταχύτερη μείωση του λόγου χρέους προς ΑΕΠ μειώνει τις μελλοντικές ανάγκες δημοσιονομικής προσαρμογής, επιτρέπει υψηλότερα όρια δαπανών για ενεργητικές πολιτικές και περιορίζει την έκθεση σε κινδύνους από ενδεχόμενη άνοδο των επιτοκίων. Η στρατηγική αξιοποίηση μέρους των ταμειακών διαθεσίμων για απομείωση χρέους, αντί για επιπλέον δαπάνες, ενσωματώνει και την αρχή της διαγενεακής αλληλεγγύης, καθώς μειώνει τα απαιτούμενα μελλοντικά πρωτογενή πλεονάσματα και αυξάνει το διαθέσιμο εισόδημα των επόμενων γενεών.

Τα φορολογικά μέτρα τόνωσης της ανάπτυξης συμπληρώνουν αυτό το πλαίσιο. Η μείωση του μη μισθολογικού κόστους εργασίας (tax wedge) ενισχύει τα κίνητρα των επιχειρήσεων να δημιουργούν νέες θέσεις εργασίας και των ατόμων σε παραγωγική ηλικία να συμμετέχουν στην αγορά εργασίας, συμβάλλοντας στην αντιμετώπιση ελλείψεων εργατικού δυναμικού και στην αύξηση των παραγωγικών δυνατοτήτων. Τα φορολογικά κίνητρα για νέους εργαζόμενους, με μειώσεις και απαλλαγές από φόρο εισοδήματος, βοηθούν στη συγκράτηση ανθρώπινου δυναμικού στη χώρα. Η μείωση της φορολογίας στα εισοδήματα από ενοίκια μπορεί να ενισχύσει τη διαφάνεια στην αγορά ακινήτων, ενώ τα μέτρα στήριξης της περιφέρειας περιορίζουν τις ανισότητες και ενισχύουν την κοινωνική συνοχή.

Τέλος, σε ένα περιβάλλον γεωπολιτικών εντάσεων και αναδιάταξης των συμμαχιών, η αξιοποίηση των ευρωπαϊκών πρωτοβουλιών για την ενίσχυση της άμυνας έχει και οικονομική διάσταση. Η πιο ενεργός συμμετοχή της εγχώριας αμυντικής βιομηχανίας σε διεθνή εξοπλιστικά προγράμματα και κοινοπραξίες, με σύμπραξη του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα, μπορεί να αυξήσει την προστιθέμενη αξία της στο ΑΕΠ, να δημιουργήσει υψηλής εξειδίκευσης θέσεις εργασίας και να καλύψει μεγαλύτερο μέρος των αμυντικών αναγκών από εγχώρια παραγωγή. Σε μια Ευρώπη που επιδιώκει στρατηγική αυτονομία, η Ελλάδα έχει τη δυνατότητα να τοποθετηθεί ως αξιόπιστος εταίρος και παραγωγικός κόμβος, μετατρέποντας μέρος της υποχρεωτικής αμυντικής δαπάνης σε μοχλό αναπτυξιακής πολιτικής.

Συνολικά, οι παραπάνω προτάσεις πολιτικής συγκροτούν ένα συνεκτικό πλαίσιο για την ενίσχυση της ανθεκτικότητας και της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας σε ένα περιβάλλον αυξημένης διεθνούς αβεβαιότητας και εμπορικού προστατευτισμού. Με συνδυασμό μεταρρυθμίσεων, στοχευμένων επενδύσεων, δημοσιονομικής υπευθυνότητας και κοινωνικά δίκαιων παρεμβάσεων, η Ελλάδα μπορεί όχι μόνο να αντιμετωπίσει τις προκλήσεις, αλλά και να αξιοποιήσει τις ευκαιρίες της νέας εποχής.

Τα τελευταία χρόνια η ελληνική οικονομία έχει επιτύχει μια εντυπωσιακή μεταστροφή, αναδεικνύομενη σε μία από τις πιο δυναμικές οικονομίες της ευρωζώνης. Η χώρα καταγράφει από το 2021 ρυθμούς ανάπτυξης σημαντικά υψηλότερους από το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ, υποστηριζόμενους από την ενίσχυση της ιδιωτικής κατανάλωσης, την αύξηση των επενδύσεων, τη δυναμική των εξαγωγών υπηρεσιών και τη βελτίωση των συνθηκών στην αγορά εργασίας. Παράλληλα, οι θετικές προοπτικές της ελληνικής οικονομίας επιβεβαιώνονται από τις προβλέψεις που δείχνουν ότι θα συνεχίσει να αναπτύσσεται με υψηλότερους ρυθμούς από την ευρωζώνη και τα επόμενα χρόνια, συμβάλλοντας στη σταδιακή πραγματική σύγκλιση προς το μέσο βιοτικό επίπεδο της ΕΕ. Η ισχυρή δημοσιονομική επίδοση και η ταχεία αποκλιμάκωση του δημόσιου χρέους, σε συνδυασμό με τη μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων και τη βελτίωση της κεφαλαιακής θέσης των τραπεζών, οδήγησαν στην αναβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας και των εμπορικών τραπεζών στην επενδυτική κατηγορία. Η εξέλιξη αυτή μειώνει το κόστος χρηματοδότησης, ενισχύει τη σταθερότητα και διευκολύνει την προσέλκυση νέων επενδύσεων, επιταχύνοντας τη διαδικασία πραγματικής σύγκλισης με τις πιο ανεπτυγμένες οικονομίες της Ευρώπης.

Αυτή η πρόοδος αποκτά ακόμη μεγαλύτερη σημασία αν ληφθεί υπόψη ότι συντελείται σε ένα περιβάλλον αυξημένης διεθνούς αβεβαιότητας. Τα τελευταία χρόνια χαρακτηρίζονται από αυξανόμενο γεωπολιτικό κατακερματισμό, ένοπλες συγκρούσεις, δασμολογικούς ανταγωνισμούς και γενικευμένη ανασφάλεια στις παγκόσμιες αλυσίδες εφοδιασμού, ενώ ο τεχνολογικός ανταγωνισμός μεταξύ μεγάλων δυνάμεων – ιδίως ΗΠΑ και Κίνας – έχει ενταθεί. Παρά τις αντίξοες αυτές συνθήκες διεθνώς, η ελληνική οικονομία επέδειξε αξιοσημείωτη ανθεκτικότητα, με την εμπιστοσύνη των αγορών να παραμένει υψηλή. Η ενίσχυση της αξιοπιστίας της οικονομικής πολιτικής, η πολιτική σταθερότητα και η δημοσιονομική υπευθυνότητα δημιούργησαν έναν ενάρετο κύκλο που θωρακίζει την οικονομία απέναντι στις παγκόσμιες αναταράξεις.

Ωστόσο, η πρόοδος αυτή δεν αναιρεί το γεγονός ότι η ελληνική οικονομία εξακολουθεί να αντιμετωπίζει κρίσιμες και επίμονες προκλήσεις. Το επενδυτικό κενό, παρότι μειώθηκε, παραμένει σημαντικό, ενώ η διατηρησιμότητα της επενδυτικής δυναμικής εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την αποτελεσματική και έγκαιρη αξιοποίηση των διαθέσιμων ευρωπαϊκών πόρων. Η διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα παραμένει περιορισμένη λόγω θεσμικών δυσλειτουργιών, χαμηλής έντασης καινοτομίας, μικρής κλίμακας επιχειρήσεων και καθυστερήσεων στη δικαιοσύνη και στις αδειοδοτήσεις. Παράλληλα, η κλιματική κρίση και η πράσινη μετάβαση απαιτούν σημαντικές επενδύσεις σε τεχνολογίες χαμηλών εκπομπών, ενώ η ταχεία διάδοση της τεχνητής νοημοσύνης δημιουργεί νέες προκλήσεις για το παραγωγικό πρότυπο, την αγορά εργασίας και τις δεξιότητες του ανθρώπινου δυναμικού. Οι διεθνείς γεωοικονομικές εντάσεις και η αναδιάρθρωση των αλυσίδων αξίας απαιτούν νέες στρατηγικές ανθεκτικότητας από την πλευρά των επιχειρήσεων, ενώ η γήρανση του πληθυσμού απειλεί να περιορίσει το διαθέσιμο εργατικό δυναμικό και να επιβαρύνει το ασφαλιστικό σύστημα. Σε αυτό το πολύπλοκο περιβάλλον, η Ελλάδα χρειάζεται να συνεχίσει και να επιταχύνει τις μεταρρυθμίσεις που ενισχύουν την παραγωγικότητα, την καινοτομία και την επενδυτική ελκυστικότητα.

Όσο κρίσιμες και αν είναι όμως οι εθνικές πολιτικές, δεν επαρκούν πλέον από μόνες τους. Το διεθνές περιβάλλον έχει μεταβληθεί τόσο ριζικά ώστε η Ευρώπη συνολικά καλείται να επαναπροσδιορίσει τη στρατηγική της. Η ΕΕ βρίσκεται αντιμέτωπη με τεράστιες οικονομικές, τεχνολογικές, ενεργειακές, περιβαλλοντικές και γεωπολιτικές προκλήσεις που ξεπερνούν τις δυνατότητες των επιμέρους κρατών-μελών. Γι' αυτό απαιτείται η συνέργεια των εθνικών πολιτικών με μια συνεκτική ευρωπαϊκή στρατηγική, εναρμονισμένη με τις κατευθύνσεις που θέτουν οι εκθέσεις Letta και Draghi, με σκοπό να εξαλειφθούν τα εναπομένοντα εμπόδια στην κυκλοφορία αγαθών, υπηρεσιών, κεφαλαίου και ανθρώπινου δυναμικού και να ενισχυθούν οι επενδύσεις στην καινοτομία, στις υποδομές και στις στρατηγικές τεχνολογίες ώστε η Ευρώπη να παραμείνει ανταγωνιστική.

Η ΕΕ με σταθερά βήματα κινείται προς αυτή την κατεύθυνση και πολλές από τις πρωτοβουλίες της Ευρωπαϊκής Επιτροπής σηματοδοτούν τη στροφή προς μια νέα ευρωπαϊκή βιομηχανική πολιτική που ενθαρρύνει επενδύσεις μεγάλης κλίμακας σε κρίσιμες τεχνολογίες και υποδομές. Ωστόσο, απαιτείται επιτάχυνση αυτών των προσπάθειών και συμπλήρωσή τους με δράσεις για την ολοκλήρωση της τραπεζικής ένωσης και τη δημιουργία μιας πραγματικής ένωσης αποταμιεύσεων και επενδύσεων ώστε να μειωθεί ο χρηματοπιστωτικός κατακερματισμός. Παράλληλα, θα πρέπει να αξιοποιηθεί η πολύ επιτυχημένη εμπειρία του NextGenerationEU, έτσι ώστε να δημιουργηθεί ένας μόνιμος μακροοικονομικός μηχανισμός τόνωσης των επενδύσεων και προώθησης των μεταρρυθμίσεων στην ΕΕ. Στο πλαίσιο αυτό, απαιτείται επίσης η δημιουργία ενός ευρωομολόγου, το οποίο θα μπορούσε να λειτουργήσει ως καταλύτης για διασυνοριακές επενδύσεις, να ενισχύσει το διεθνή ρόλο του ευρώ και να ενδυναμώσει τη μακροπρόθεσμη ανταγωνιστικότητα της Ευρώπης. Η συνέχιση των εθνικών μεταρρυθμίσεων, σε συνδυασμό με μια ισχυρότερη και πιο ανταγωνιστική ΕΕ, μπορεί να διασφαλίσει ότι η αναπτυξιακή πορεία της χώρας θα παραμείνει σταθερή, ανθεκτική και βιώσιμη απέναντι στις προκλήσεις της νέας εποχής.

ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

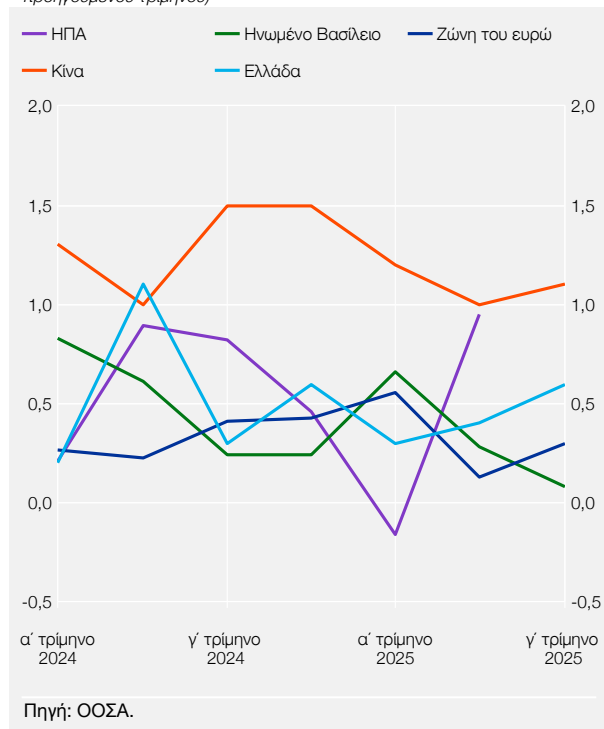
Η ευρωπαϊκή και η παγκόσμια οικονομία το 2025 παρουσίασαν μεγαλύτερη της αναμενόμενης ανθεκτικότητα στην αύξηση των δασμών από τις ΗΠΑ. Η επίσπευση των εισαγωγών αγαθών στις ΗΠΑ στις αρχές του 2025 εν αναμονή της επιβολής δασμών τόνωσε το διεθνές εμπόριο αγαθών αρχικά, αλλά προκάλεσε έντονες διακυμάνσεις των τριμηνιαίων ρυθμών μεταβολής του ΑΕΠ, ιδίως στις ΗΠΑ (βλ. Διάγραμμα II.1). Η ενίσχυση του εμπορικού προστατευτισμού είχε συγκρατημένη επίπτωση στο παγκόσμιο εμπόριο, παρά τις αρχικές απαισιόδοξες εκτιμήσεις, επιβεβαιώνοντας την προσαρμοστικότητα και ανθεκτικότητα των διεθνών αλυσίδων εφοδιασμού αλλά και την ισχυρή εξωτερική ζήτηση. Ο πληθωρισμός στις προηγμένες οικονομίες ως σύνολο εκτιμάται ότι θα υποχωρήσει οριακά μόνο έναντι του 2024, καθώς από το δεύτερο εξάμηνο του 2025 αναμένεται μεγαλύτερη μετακύλιση των δασμών στις τιμές καταναλωτή στις ΗΠΑ, η οποία θα αντισταθμιστεί μερικώς από τη χαλάρωση της αγοράς εργασίας. Ωστόσο, μεταξύ των οικονομιών η επίπτωση στις τιμές διαφοροποιείται σε συνάρτηση με το γεγονός ότι οι δασμοί αποτελούν αρνητική διαταραχή προσφοράς για τη χώρα που τους επιβάλλει και αρνητική διαταραχή ζήτησης για τις χώρες που εξαγουν προς αυτήν. Στις προηγμένες οικονομίες, η άνοδος των τιμών των ειδών διατροφής και ο επίμονος πληθωρισμός των υπηρεσιών έδρασαν ανασταλτικά στην ταχύτερη μείωση του πληθωρισμού.

Η δημοσιονομική προσπάθεια εξασθένησε το 2025 στις μεγάλες οικονομίες. Σύμφωνα με το ΔΝΤ, η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής το 2025, η οποία αρχικά αναμενόταν να είναι περιοριστική, εκτιμάται ουδέτερη στις προηγμένες και επεκτατική στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες. Ο δημοσιονομικός χώρος στις περισσότερες χώρες έχει μειωθεί σημαντικά τα τελευταία χρόνια, εξαιτίας των αλληπάλληλων διεθνών διαταράξεων. Η αναπλήρωση των δημοσιονομικών αποθεμάτων ασφαλείας και η βιωσιμότητα του αυξανόμενου παγκόσμιου δημόσιου χρέους παραμένουν κρίσιμες προτεραιότητες σε ένα περιβάλλον διαρκώς μεγαλύτερων αναγκών για δημόσιες δαπάνες. Η χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής εκτιμάται ότι γενικά θα συνεχιστεί παγκοσμίως, αλλά με αποκλίσεις μεταξύ των οικονομιών λόγω διαφορετικών προοπτικών για τον πληθωρισμό. Οι κίνδυνοι για την παγκόσμια ανάπτυξη είναι πολλαπλοί και καθοδικοί. Μια κλιμάκωση των δασμολογικών αυξήσεων και των μη δασμολογικών φραγμών θα διαταράξει περαιτέρω τις εφοδιαστικές αλυσίδες και θα κάμψει την αύξηση των επενδύσεων και της παραγωγικότητας.

Στη ζώνη του ευρώ, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ παρουσίασε σημαντική διακύμανση μεταξύ των δύο πρώτων τριμήνων, ενώ κατά το γ' τρίμηνο επιταχύνθηκε ταχύτερα των εκτιμήσεων του Σεπτεμβρίου. Η υποχώρηση της αβεβαιότητας χάρη στις εμπορικές συμφωνίες που έλαβαν χώρα

Διάγραμμα II.1 Μεταβολή ΑΕΠ μεγάλων οικονομιών και της Ελλάδας

(τριμηνιαίες % μεταβολές πραγματικού ΑΕΠ, εποχικώς διορθωμένες, έναντι προηγούμενου τριμήνου)



συνέβαλε σε αυτή την εξέλιξη και αναμένεται να οδηγήσει σε περαιτέρω ανάκαμψη. Οι βραχυπρόθεσμες οικονομικές προοπτικές για την ευρωζώνη παραμένουν γενικά θετικές, καθώς τα πραγματικά εισοδήματα αυξάνονται και η αγορά εργασίας παραμένει πολύ ισχυρή, με το ποσοστό ανεργίας να διατηρείται αμετάβλητο σε ιστορικά χαμηλά. Μεσοπρόθεσμα, η ανάπτυξη αναμένεται να παραμείνει ανθεκτική, υποστηριζόμενη από την αύξηση των πραγματικών εισοδημάτων, την υποχώρηση της υψηλής διεθνούς αβεβαιότητας για την οικονομική και εμπορική πολιτική, αλλά και την εξασθένηση των περιοριστικών επιδράσεων της νομισματικής πολιτικής σε συνδυασμό με την τόνωση των επενδύσεων για άμυνα και υποδομές. Σύμφωνα με το βασικό σενάριο των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Δεκέμβριος 2025), το ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα επιταχυνθεί το 2025 σε 1,4% και θα επιβραδυνθεί το 2026 σε 1,2%, ενώ ο πληθωρισμός θα μειωθεί σε 2,1% το 2025 και σε 1,9% το 2026. Κρίσιμο πάντως είναι να ενισχυθεί επείγοντως η οικονομία της ευρωζώνης στο τρέχον γεωπολιτικό περιβάλλον με τις απαραίτητες δημοσιονομικές και διαρθρωτικές πολιτικές που θα την καταστήσουν πιο παραγωγική, ανταγωνιστική και ανθεκτική.

1 ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ, ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΚΑΙ ΠΑΡΕΜΒΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ¹

1.1 Παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα και πληθωρισμός

Παρά τη σημαντική άνοδο της αβεβαιότητας λόγω του εμπορικού πολέμου των ΗΠΑ με σχεδόν όλα τα κράτη, το 2025 η παγκόσμια οικονομία παρέμεινε πιο ανθεκτική από όσο αναμενόταν. Σημαντική στήριξη στην οικονομική δραστηριότητα παρείχαν κατά το α' τρίμηνο του 2025 η εμπροσθοβαρής ενίσχυση της βιομηχανικής παραγωγής και των εξαγωγών λόγω μεγάλης αύξησης της ζήτησης εισαγωγών εν αναμονή της εφαρμογής των υψηλότερων δασμών και μετέπειτα η υποχώρηση των δασμών και της αβεβαιότητας ως αποτέλεσμα των εμπορικών συμφωνιών μεταξύ των ΗΠΑ και βασικών εμπορικών εταίρων τους (ΕΕ, Κίνα, Ηνωμένο Βασίλειο). Μέχρι το Νοέμβριο του 2025 ο σταθμισμένος δασμολογικός συντελεστής των ΗΠΑ επί του συνόλου των εισαγωγών τους αποκλιμακώθηκε έναντι του Απριλίου, στο 18,6%, αλλά παραμένει σε επίπεδα που δεν έχουν παρατηρηθεί από τις αρχές της δεκαετίας του 1930 και, σε διμερή βάση, για τις περισσότερες χώρες κυμαίνεται πλέον μεταξύ 10% και 20% (βλ. Πλαίσιο ΙΙ.1). Παρά τη θετικότερη του αναμενομένου εξέλιξη της εξαγωγικής δραστηριότητας σε πολλές οικονομίες, η ανθεκτικότητα της παγκόσμιας οικονομίας είναι ευάλωτη σε σειρά κινδύνων. Πλέον των εμπορικών περιορισμών, οι γεωπολιτικές εντάσεις και η πολιτική αβεβαιότητα σε μεγάλες προηγμένες οικονομίες εκτιμάται ότι θα διατηρήσουν την παγκόσμια οικονομική ανάπτυξη σε χαμηλότερα επίπεδα τα επόμενα χρόνια σε σύγκριση με τη μακροπρόθεσμη τάση της που αναμενόταν πριν από τον εμπορικό πόλεμο.

Πιο συγκεκριμένα, το πρώτο εξάμηνο του 2025 το παγκόσμιο ΑΕΠ κατέγραψε ετήσιο ρυθμό ανόδου 3,2%, ενώ οι πρόδρομοι οικονομικοί δείκτες για το δεύτερο εξάμηνο υποδηλώνουν συνέχιση της οικονομικής ανάπτυξης κοντά στο 3%. Σε πολλές προηγμένες οικονομίες (ΗΠΑ, Ιαπωνία, Γαλλία, Ιταλία) η μεν αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης ήταν υποτονική, αντανακλώντας την ασθενή καταναλωτική εμπιστοσύνη, στην οποία μεταξύ άλλων συνέβαλαν οι υψηλότερες τιμές των τροφίμων, η δε συμβολή των επενδύσεων στην ανάπτυξη παρέμεινε αναιμική ως απόρροια της αυξημένης αβεβαιότητας. Η πολιτική αστάθεια σε μεγάλες ευρωπαϊκές οικονομίες επέτεινε τις ανησυχίες για αυξημένα δημοσιονομικά ελλείμματα. Παράλληλα, η προσπάθεια αποδυνάμωσης της ανεξαρτησίας της Ομοσπονδιακής Τράπεζας (Fed) στις ΗΠΑ ενίσχυσε τις προσδοκίες των αγορών για μεγαλύτερη ανοχή στον πληθωρισμό από την κεντρική τράπεζα. Στον αντίποδα, στις αναδυόμενες οικονομίες, συγκυριακοί παράγοντες, όπως η σημαντική αύξηση της αγροτικής παραγωγής στη Βραζιλία, η ισχυρή επίδοση του τομέα των υπηρεσιών στην Ινδία και η υποχώρηση της αβεβαιότητας στην Τουρκία, συνέβαλαν στη διατήρηση σχετικά υψηλών ρυθμών ανάπτυξης. Σύμφωνα με τις προβλέψεις του ΔΝΤ (Οκτώβριος 2025), ο ρυθμός ανόδου του παγκόσμιου ΑΕΠ θα επιβραδυνθεί οριακά σε 3,2% το 2025 από 3,3% το 2024 (βλ. Πίνακα ΙΙ.1),

¹ Στο κεφάλαιο αυτό έχουν ληφθεί υπόψη στοιχεία και πληροφορίες που είχαν δημοσιευθεί έως τις 18.12.2025.

αναθεωρημένος προς τα πάνω έναντι των προβλέψεων του Απριλίου 2025 κυρίως λόγω της μικρότερης από την αναμενόμενη εμπορικής διαταραχής. Οι ευνοϊκές διεθνείς χρηματοπιστωτικές συνθήκες και οι πιο αποτελεσματικές οικονομικές πολιτικές των τελευταίων ετών που ενδυνάμωσαν την ανθεκτικότητα των λιγότερο ανεπτυγμένων οικονομιών στήριξαν την παγκόσμια ανάπτυξη. Στις προηγμένες οικονομίες ως σύνολο, ο ρυθμός οικονομικής μεγέθυνσης εκτιμάται σε 1,6% το 2025, έναντι 1,8% το 2024.

Η οικονομία των ΗΠΑ παρουσίασε μεγάλη μεταβλητότητα το πρώτο εξάμηνο του 2025 εν μέσω υψηλής αβεβαιότητας όσον αφορά την οικονομική και εμπορική πολιτική της νέας αμερικανικής κυβέρνησης. Το πραγματικό ΑΕΠ, αφού συρρικνώθηκε κατά 0,6% το α' τρίμηνο, ανέκαμψε δυναμικά με ρυθμό 3,8% το β' τρίμηνο (σε ετησιοποιημένη βάση). Η ανάκαμψη αυτή οφειλόταν κυρίως στη μεγάλη μείωση των εισαγωγών – μετά τη θεαματική αύξησή τους το προηγούμενο τρίμηνο εν αναμονή της επιβολής υψηλών δασμών στους εμπορικούς εταίρους των ΗΠΑ – και δευτερευόντως στην ενίσχυση της ιδιωτικής κατανάλωσης, εξελίξεις οι οποίες υπεραντιστάθμισαν την υποχώρηση των ιδιωτικών επενδύσεων παρά τις αυξημένες επενδυτικές δαπάνες στον τομέα της τεχνητής νοημοσύνης. Η αναπτυξιακή δυναμική της οικονομίας εκτιμάται ότι θα περιοριστεί το δεύτερο εξάμηνο του έτους, κυρίως λόγω της εξασθένησης της κατανάλωσης που συνάδει με τα χαμηλά επίπεδα καταναλωτικής εμπιστοσύνης, τον υποτονικό ρυθμό αύξησης της απασχόλησης και τη μικρή άνοδο της ανεργίας (σε 4,6% το Νοέμβριο του 2025, έναντι 4,2% το Νοέμβριο του 2024). Συνολικά, σύμφωνα με το ΔΝΤ, ο ρυθμός ανάπτυξης των ΗΠΑ αναμένεται να υποχωρήσει από 2,8% το 2024 σε 2,0% το 2025, προτού ανακάμψει μερικώς σε 2,1% το 2026, υποστηριζόμενος από τη δημοσιονομική χαλάρωση. Η αναστολή λειτουργίας των ομοσπονδιακών υπηρεσιών από 1 Οκτωβρίου έως 12 Νοεμβρίου, η μεγαλύτερη σε διάρκεια στην ιστορία των ΗΠΑ, έχει αυξήσει την αβεβαιότητα, καθώς έχει οδηγήσει σε αναβολές δημοσίευσης των εθνολογιστικών στοιχείων του γ' τριμήνου και εκτιμάται ότι θα έχει επιπτώσεις στο ΑΕΠ του δ' τριμήνου. Ο πληθωρισμός τιμών καταναλωτή βαίνει γενικά αυξανόμενος από τον Απρίλιο του 2025 (2,7% το Νοέμβριο) και εκτιμάται ότι θα παραμείνει σε επίπεδα υψηλότερα του στόχου της κεντρικής τράπεζας και το 2026, λόγω της μεγαλύτερης μετακύλισης των δασμών στις τιμές καταναλωτή. Η στενότητα στην προσφορά εργασίας εξαιτίας της αυστηρότερης μεταναστευτικής πολιτικής αυξάνει τον κίνδυνο μισθολογικών και πληθωριστικών πιέσεων βραχυπρόθεσμα, αλλά και χαμηλότερου δυνητικού προϊόντος μακροχρόνια. Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ εκτιμάται από το ΔΝΤ ότι θα παραμείνει αμετάβλητο στο 4% του ΑΕΠ το 2025, ενώ θα υποχωρήσει στο 3,6% του ΑΕΠ το 2026.

Στην Ιαπωνία, η οικονομία ανακάμπτει από τη στασιμότητα του 2024 παρά τους δασμούς και την εσωτερική πολιτική αστάθεια κατά τη διάρκεια του 2025, με την εγχώρια ζήτηση, ιδίως τις ιδιωτικές επενδύσεις, και τις εξαγωγές το β' τρίμηνο να συμβάλλουν θετικά στην ανάπτυξη. Το ΔΝΤ εκτιμά ότι το πραγματικό ΑΕΠ θα αυξηθεί κατά 1,1% το 2025, καθώς η άνοδος των πραγματικών μισθών υποστηρίζει την ιδιωτική κατανάλωση, αλλά μόνο κατά 0,6% το 2026 εξαιτίας της υψηλής αβεβαιότητας και της εξασθένησης της παγκόσμιας ζήτησης. Η νέα πρωθυπουργός και πρώτη γυναίκα σε αυτό το αξίωμα στην Ιαπωνία αναμένεται να στηρίξει την οικονομία με δημοσιονομικά μέτρα και διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις. Ο πληθωρισμός, ιδίως των ειδών διατροφής, παραμένει υψηλός και αναμένεται να επιταχυνθεί σε 3,3% το 2025, προτού υποχωρήσει πλησίον του στόχου του 2% το 2026.

Στο Ηνωμένο Βασίλειο, η ανάπτυξη παραμένει υποτονική, γεγονός που συνάδει με τη συνεχιζόμενη σταδιακή χαλάρωση της αγοράς εργασίας, τη χαμηλή επιχειρηματική εμπιστοσύνη, την αύξηση της εγχώριας φορολογικής επιβάρυνσης στο πλαίσιο της δημοσιονομικής εξυγίανσης και την επιβράδυνση του παγκόσμιου εμπορίου αγαθών εν μέσω δασμών και υψηλής αβεβαιότητας. Το ΔΝΤ εκτιμά ότι ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ θα επιταχυνθεί ελαφρώς από 1,1% το 2024 σε 1,3% το 2025 και το 2026, με τους κινδύνους για την ανάπτυξη να είναι καθοδικοί. Ο αυξανόμενος, από το φθινόπωρο του 2024, ετήσιος πληθωρισμός, ο οποίος έφθασε το 3,8% το Σεπτέμβριο του 2025, προτού υποχωρήσει ελαφρώς στο 3,5% το Νοέμβριο, οφείλεται κυρίως σε αυξήσεις στις διοικητικά καθοριζόμενες τιμές και στις τιμές των ειδών διατροφής. Η Τράπεζα

της Αγγλίας εκτιμά ότι η άνοδος του πληθωρισμού είναι πρόσκαιρη, αλλά παρακολουθεί στενά για τυχόν δευτερογενείς πληθωριστικές επιδράσεις από μισθολογικές αυξήσεις.

Οι αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες ως σύνολο θα επιβραδυνθούν οριακά το 2025 σε 4,2% από 4,3% το 2024. Ειδικότερα στις χώρες χαμηλού εισοδήματος η αναπτυξιακή δυναμική αναμένεται σχετικά υποτονική, κυρίως εξαιτίας των δασμολογικών επιβαρύνσεων, της μειωμένης εξωτερικής χρηματοδότησης και των περικοπών στη διεθνή αναπτυξιακή βοήθεια.

Στην Κίνα, το πρώτο εξάμηνο του 2025 τα δημοσιονομικά και νομισματικά μέτρα τόνωσης της εγχώριας ζήτησης αντιστάθμισαν μερικώς τις πιέσεις από την εν εξελίξει προσαρμογή της αγοράς ακινήτων και τη μείωση της εξωτερικής ζήτησης λόγω του εμπορικού πολέμου με τις ΗΠΑ. Συγκεκριμένα, ο ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης επιβραδύνθηκε σε 5,2% το β' τρίμηνο από 5,4% το α' τρίμηνο, καθώς ομαλοποιήθηκε η εμπροσθοβαρής μεγάλη αύξηση των εξαγωγών του α' τριμήνου και μειώθηκε η συμβολή των καθαρών εξαγωγών. Το γ' τρίμηνο, παρά τα μέτρα στήριξης της εγχώριας ζήτησης, καθώς και την ανακατεύθυνση των εμπορικών ροών και την αύξηση των εξαγωγών προς τρίτες χώρες, ο ρυθμός ανάπτυξης υποχώρησε σε 4,8%. Για το σύνολο του 2025 εκτιμάται ελαφρά μόνο κάμψη του ρυθμού ανόδου του ΑΕΠ σε 4,8% από 5,0% το 2024, σύμφωνα με τις προβλέψεις του ΔΝΤ. Ο πληθωρισμός βάσει του δείκτη τιμών καταναλωτή (ΔΤΚ) παρέμεινε γενικά σε χαμηλά επίπεδα και ήταν αρνητικός τον Αύγουστο και το Σεπτέμβριο του 2025, κυρίως λόγω της μείωσης των τιμών των ειδών διατροφής, και το Νοέμβριο ανήλθε σε 0,7%. Για το σύνολο του έτους αναμένεται μηδενικός πληθωρισμός, έναντι 0,2% το 2024, ενώ ο πληθωρισμός τιμών παραγωγού θα διατηρηθεί σε αρνητικό έδαφος.

Στην Ινδία, η οικονομία θα συνεχίσει να αναπτύσσεται δυναμικά κατά 6,6% το 2025, παρά τη σημαντική κλιμάκωση της δασμολογικής επιβάρυνσης από τις ΗΠΑ τον Αύγουστο του 2025, η οποία αναμένεται να κάμψει την εξωτερική ζήτηση και να μειώσει τις εξαγωγές αγαθών κατά 3,4% το 2025. Ο πληθωρισμός βάσει του ΔΤΚ θα υποχωρήσει σε 2,8% το 2025 από 4,6% το 2024, κυρίως ως απόρροια των χαμηλότερων τιμών στα είδη διατροφής, την ενέργεια και τις διοικητικά καθοριζόμενες τιμές.

Το 2025 η ενίσχυση του εμπορικού προστατευτισμού είχε συγκρατημένη ανοδική επίδραση στον παγκόσμιο πληθωρισμό, εν μέρει αντικατοπτρίζοντας τα εύρωστα περιθώρια κέρδους των προηγούμενων ετών που επέτρεψαν την απορρόφηση μέρους του αυξημένου κόστους λόγω των δασμών. Ωστόσο, μεταξύ των οικονομιών η επίπτωση στις τιμές διαφοροποιείται σε συνάρτηση με το γεγονός ότι οι δασμοί αποτελούν αρνητική διαταραχή προσφοράς για τη χώρα που τους επιβάλλει και ζήτησης για τις χώρες που εξάγουν προς αυτήν. Παράλληλα, η υποτίμηση του δολαρίου ΗΠΑ, που αντανάκλα αφενός τη μειωμένη εμπιστοσύνη των επενδυτών στις προοπτικές της αμερικανικής οικονομίας και αφετέρου την πιθανή επανεκτίμηση από τις αγορές των κινδύνων που συνδέονται με αποτιμήσεις περιουσιακών στοιχείων σε δολάρια ΗΠΑ, συνέβαλε σε ακόμη υψηλότερες πληθωριστικές πιέσεις στις ΗΠΑ και σε χαμηλότερες τιμές εισαγομένων στις λοιπές οικονομίες. Στις προηγμένες οικονομίες η άνοδος των τιμών των ειδών διατροφής και ο επίμονος πληθωρισμός των υπηρεσιών έδρασαν ανασταλτικά στην ταχύτερη μείωση του πληθωρισμού. Συνολικά για το 2025, ο παγκόσμιος πληθωρισμός βάσει του ΔΤΚ αναμένεται ότι θα υποχωρήσει σε 4,2% από 5,8% το 2024. Στις προηγμένες οικονομίες ως σύνολο εκτιμάται ότι, από 2,6% το 2024, θα διαμορφωθεί σε 2,5% το 2025, καθώς η σταδιακά μεγαλύτερη μετακύλιση των δασμών στις τιμές καταναλωτή στις ΗΠΑ αντιστάθμισε τη χαλάρωση της αγοράς εργασίας. Στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες ο πληθωρισμός θα αποκλιμακωθεί σημαντικότερα, σε 5,3% το 2025 από 7,9% το 2024.

Οι κίνδυνοι για την παγκόσμια οικονομική ανάπτυξη είναι πολλαπλοί και καθοδικοί. Μια κλιμάκωση των δασμολογικών αυξήσεων και των μη δασμολογικών φραγμών θα διαταράξει τις εφοδιαστικές αλυσίδες και θα κάμψει την αύξηση των επενδύσεων και της παραγωγικότητας. Η παρατεταμένη αβεβαιότητα για την οικονομική πολιτική ενδέχεται να αποδυναμώσει ακόμη περισσότερο την κατανάλωση και την ανάληψη νέων επενδυτικών σχεδίων. Ειδικότερα, η άσκηση

Πίνακας II.1 Βασικά μακροοικονομικά μεγέθη της παγκόσμιας οικονομίας

	Αριθμός κρατών	Μερίδιο στο ΑΕΠ¹ (%)	ΑΕΠ (ετήσιες % μεταβολές όγκου)			Πληθωρισμός² (ετήσιες % μεταβολές)			Δημοσιονομικό αποτέλεσμα³ (% του ΑΕΠ)			Ακαθάριστο δημόσιο χρέος (% του ΑΕΠ)			Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)		
			2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Παγκόσμιο σύνολο	197	100,0	3,3	3,2	3,1	5,8	4,2	3,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1. Προηγμένες οικονομίες	42	39,6	1,8	1,6	1,6	2,6	2,5	2,2	-5,0	-4,6	-4,9	109,1	110,2	111,8	0,1	-0,1	0,1
ΗΠΑ		14,8	2,8	2,0	2,1	3,0	2,7	2,4	-8,0	-7,4	-7,9	122,3	125,0	128,7	-4,0	-4,0	-3,6
Ιαπωνία		3,3	0,1	1,1	0,6	2,7	3,3	2,1	-1,5	-1,3	-2,0	236,1	229,6	226,8	4,8	3,9	3,6
Ην. Βασίλειο		2,2	1,1	1,3	1,3	2,5	3,4	2,5	-5,7	-4,3	-3,6	101,2	103,4	104,8	-2,7	-3,1	-3,0
Ζώνη του ευρώ	20	11,5	0,9	1,4	1,2	2,4	2,1	1,9	-3,1	-3,0	-3,3	86,6	87,3	88,1	2,6	1,9	1,7
2. Αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες	155	60,4	4,3	4,2	4,0	7,9	5,3	4,7	-5,5	-6,1	-5,9	69,0	72,7	76,0	1,0	1,0	0,6
Κίνα		19,3	5,0	4,8	4,2	0,2	0,0	0,7	-7,3	-8,6	-8,5	88,3	96,3	102,3	2,3	3,3	2,8
Ινδία		8,2	6,5	6,6	6,2	4,6	2,8	4,0	-7,9	-7,1	-7,2	81,6	81,4	80,8	-0,6	-1,0	-1,4

Πηγές: IMF, *World Economic Outlook* και World Economic Outlook database, Οκτώβριος 2025. Για τη ζώνη του ευρώ: ΕΚΤ, “Μακροοικονομικές προβολές εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος για τη ζώνη του ευρώ”, Δεκέμβριος 2025.

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

1 Ποσοστό συμμετοχής στο παγκόσμιο ΑΕΠ το 2024, 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.

πιέσεων στην ανεξαρτησία των θεσμών, όπως της Fed, θα υπονομεύσει την αξιοπιστία της οικονομικής πολιτικής και θα οδηγήσει σε υψηλότερα επίπεδα πληθωρισμού. Παράλληλα, υψηλότερα ασφάλιστρα κινδύνου συνεπεία της αυξημένης ανησυχίας για τη δημοσιονομική βιωσιμότητα των ΗΠΑ, καθώς και μια απότομη ανατιμολόγηση των κινδύνων στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές θα μπορούσαν να οδηγήσουν σε χαμηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης. Οι έντονες διακυμάνσεις στις αποτιμήσεις των κρυπτοστοιχείων ενέχουν κινδύνους για την εμπιστοσύνη των επενδυτών και την οικονομική ανθεκτικότητα, ενώ μια πιθανή διόρθωση στις τιμές των μετοχών του τεχνολογικού τομέα λόγω χαμηλότερης από την αναμενόμενη επίδρασης της τεχνητής νοημοσύνης στην παραγωγικότητα ενδέχεται να επηρεάσει αρνητικά το σύνολο των αποτιμήσεων. Επίσης, οι απότομες μεταβολές στις τιμές βασικών εμπορευμάτων εξαιτίας ακραίων κλιματικών φαινομένων ή συνέχισης των γεωπολιτικών εντάσεων συνιστούν πρόσθετους καθοδικούς κινδύνους για την ανάπτυξη, ιδίως για χώρες με υψηλή εξάρτηση από τις εισαγωγές ενέργειας. Τέλος, μια μεγαλύτερη μείωση της προσφοράς εργασίας εν μέσω πιο περιοριστικών μεταναστευτικών πολιτικών θα επιβραδύνει την άνοδο του ΑΕΠ, κυρίως σε οικονομίες που αντιμετωπίζουν γήρανση του πληθυσμού και ελλείψεις δεξιοτήτων. Στον αντίποδα, μια ενδεχόμενη μείωση των εμπορικών περιορισμών και η ταχύτερη πρόοδος στην ανάπτυξη και εφαρμογή τεχνολογιών τεχνητής νοημοσύνης θα μπορούσαν να ενισχύσουν τις επενδύσεις, την παραγωγικότητα και τις μεσοπρόθεσμες προοπτικές μεγέθυνσης.

1.2 Διεθνές εμπόριο και διεθνείς τιμές βασικών εμπορευμάτων

Το πρώτο εξάμηνο του 2025 το παγκόσμιο εμπόριο αυξήθηκε, παρά τις αρχικές απαισιόδοξες εκτιμήσεις, επιβεβαιώνοντας την προσαρμοστικότητα και ανθεκτικότητα των διεθνών αλυσίδων εφοδιασμού. Η άνοδος αυτή στηρίχθηκε κυρίως στην επίσπευση των εισαγωγών στη διάρκεια του α΄ τριμήνου εν αναμονή υψηλότερων δασμών παγκοσμίως στο πλαίσιο της νέας δασμολογικής πολιτικής των ΗΠΑ. Επιπρόσθετα, θετικά επέδρασαν στο διεθνές εμπόριο η ανακατεύθυνση των εμπορικών ροών προς τις χώρες-μέλη της ASEAN λόγω της κλιμακούμενης εμπορικής διαμάχης των ΗΠΑ με την Κίνα, καθώς και η συσσώρευση αποθεμάτων σε βιομηχανικά αγαθά. Ωστόσο, η αύξηση των αποθεμάτων και η γεωπολιτική αβεβαιότητα ενδέχεται να επηρεάσουν αρνητικά το παγκόσμιο εμπόριο αγαθών το γ΄ τρίμηνο, ενώ για το δ΄ τρίμηνο του 2025 αναμένεται χαμηλός ρυθμός ανόδου λόγω τόσο του αυξημένου προστατευτισμού όσο και της υποτονικής παγκόσμιας ζήτησης.

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του ΔΝΤ (Οκτώβριος 2025), ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του διεθνούς εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών σε όρους όγκου θα ενισχυθεί οριακά σε 3,6% το 2025 από 3,5% το 2024, ωστόσο θα παραμείνει σημαντικά χαμηλότερος από τον ιστορικό μέσο όρο της προ της πανδημίας περιόδου (2000-19: 4,9%). Μεσοπρόθεσμα, οι κίνδυνοι για τις προοπτικές του διεθνούς εμπορίου συνδέονται τόσο με τον αυξημένο γεωοικονομικό κατακερματισμό όσο και με επίμονες διαρθρωτικές προκλήσεις, μεταξύ των οποίων η γήρανση του πληθυσμού και η ασθενής αύξηση της παραγωγικότητας.

Η μέση τιμή του αργού πετρελαίου όλων των τύπων μέχρι και το Νοέμβριο του 2025 διαμορφώθηκε σε χαμηλότερα επίπεδα από το μέσο όρο του 2024, που ήταν 79,2 δολ. ΗΠΑ ανά βαρέλι. Κατά το πρώτο εξάμηνο του έτους παρατηρήθηκε σαφής πτωτική πορεία, η οποία εν μέρει αναστράφηκε στη συνέχεια μετά την ανακοίνωση του ΟΠΕΚ+ για αναστολή περαιτέρω αυξήσεων της παραγωγής. Ωστόσο, η αύξηση των αποθεμάτων και οι ενδείξεις ασθενούς οικονομικής δραστηριότητας παγκοσμίως συγκράτησαν την άνοδο των διεθνών τιμών του αργού πετρελαίου, οι οποίες άρχισαν και πάλι να υποχωρούν. Τα κύρια αίτια που επηρέασαν πτωτικά τις τιμές στη διάρκεια του 2025 ήταν η ικανοποιητική αύξηση της παγκόσμιας προσφοράς, σε συνδυασμό με τη συγκρατημένη άνοδο της παγκόσμιας ζήτησης, κυρίως λόγω της οικονομικής επιβράδυνσης στην Κίνα και της βραδύτερης ανάκαμψης στην Ευρώπη έναντι των προβλέψεων του 2024, γεγονός που οδήγησε στη δημιουργία σημαντικών αποθεμάτων. Τέλος, οι γεωπολιτικές εντάσεις, η δασμολογική πολιτική των ΗΠΑ και οι κυρώσεις στις ρωσικές εξαγωγές διατήρησαν υψηλή τη μεταβλητότητα στην αγορά, χωρίς όμως να αναστρέψουν τη γενική καθοδική τάση. Την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2025 η μέση τιμή του αργού πετρελαίου όλων των τύπων έφθασε τα 68 δολ. ΗΠΑ ανά βαρέλι, μειωμένη κατά 14,2% σε σχέση με το αντίστοιχο ενδεκάμηνο του 2024 και μειωμένη κατά 20,2% από τον Ιανουάριο του 2025. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του ΔΝΤ (Οκτώβριος 2025) για το σύνολο του 2025, η μέση διεθνής τιμή του πετρελαίου θα διαμορφωθεί στα 68,9 δολ. ΗΠΑ ανά βαρέλι. Οι γεωπολιτικές εξελίξεις και η πορεία της παγκόσμιας οικονομίας παραμένουν καθοριστικοί παράγοντες στη διαμόρφωση των τιμών βραχυπρόθεσμα. Πιθανοί ανοδικοί κίνδυνοι εντοπίζονται σε νέες περικοπές παραγωγής από τον ΟΠΕΚ+ ή σε απρόβλεπτες διακοπές στον εφοδιασμό. Αντισταθμιστικά στις ανοδικές πιέσεις μπορούν να λειτουργήσουν διαρθρωτικές μεταβολές, όπως η ενίσχυση της παραγωγής στα εκτός του ΟΠΕΚ κράτη και η επιτάχυνση της ενεργειακής μετάβασης διεθνώς.

Οι τιμές του ευρωπαϊκού φυσικού αερίου το 2025 συγκρατήθηκαν μεσοσταθμικά κοντά στο μέσο επίπεδο του 2024, σημειώνοντας άνοδο σε ετήσια βάση, παρά την παρατηρηθείσα κατά περιόδους μεταβλητότητα. Τα αυξημένα ενεργειακά αποθέματα της Ευρώπης σε σχέση με το 2024, η υποτονική αύξηση της ζήτησης και ο σχετικά ηπιότερος χειμώνας εξάλειψαν τον κίνδυνο ανεπαρκούς προσφοράς και ενίσχυσης των τιμών. Οι εισαγωγές και τα υψηλά αποθέματα υγραποποιημένου φυσικού αερίου (LNG) συνέχισαν να διαδραματίζουν κρίσιμο ρόλο στη διαμόρφωση της τιμής, με την Ευρώπη να εισάγει όγκους ρεκόρ από τις ΗΠΑ, το Κατάρ και τη Νιγηρία. Η μέση τιμή του φυσικού αερίου στην Ευρώπη το πρώτο ενδεκάμηνο του 2025 παρέμεινε αυξημένη κατά 13,9% έναντι του αντίστοιχου διαστήματος του 2024, παρά την υποχώρησή της κατά 28,9% από τον Ιανουάριο του 2025 και κατά 85,1% συγκριτικά με τα ιστορικά υψηλά επίπεδα του Αυγούστου του 2022 (βλ. Διάγραμμα II.2). Η αναμενόμενη ισχνή παγκόσμια οικονομική ανάπτυξη σε συνδυασμό με προσδοκίες για ήπιες καιρικές συνθήκες, αλλά και οι συνεχιζόμενες εισροές LNG δημιουργούν ένα πλαίσιο σταθερότητας των τιμών, με πιθανή μικρή περαιτέρω αποκλιμάκωση έως τα τέλη του 2025. Παράλληλα, η ενίσχυση της ικανότητας αποθήκευσης και εισαγωγής φυσικού αερίου αναμένεται να λειτουργήσει ως προστατευτικός μηχανισμός έναντι μελλοντικών διαταραχών και κρίσεων της αγοράς.

Οι τιμές των βασικών μετάλλων ενισχύθηκαν το 2025, κυρίως λόγω περιορισμών στην προσφορά χαλκού, αλουμινίου και νικελίου. Οι sporadικές διακοπές λειτουργίας μεγάλων ορυχείων παγκοσμίως, σε συνδυασμό με την ταχύτερη του αναμενόμενου βιομηχανική δραστηριότητα στην Κίνα και την Ευρώπη, διαμόρφωσαν την ανοδική πορεία των τιμών. Οι τιμές των μετάλλων το

Νοέμβριο του 2025 παρουσίασαν αύξηση κατά 5,8% σε δωδεκάμηνη βάση και κατά 15,1% έναντι του μέσου όρου του 2024.

Τους πρώτους ένδεκα μήνες του 2025 οι διεθνείς τιμές των τροφίμων ακολούθησαν γενικά πτωτική πορεία και σε δωδεκάμηνη βάση το Νοέμβριο μειώθηκαν κατά 5,8%. Στις αρχές του έτους διατηρήθηκαν σε υψηλά επίπεδα λόγω της μειωμένης προσφοράς, η οποία αντανακλούσε τις επιπτώσεις του φαινομένου Ελ Νίνιο, τα χαμηλά αποθέματα και τους περιορισμούς στις εξαγωγές, ειδικά στο ρύζι και τη ζάχαρη. Από τα μέσα του έτους, οι αυξημένες εσοδείες και οι βελτιωμένες εμπορικές ροές επέτρεψαν τη δημιουργία αποθεμάτων και μετρίασαν τις τιμές. Οι επιβληθέντες δασμοί δεν φαίνεται να είχαν έως σήμερα ουσιαστική επίδραση στη διαμόρφωση των διεθνών τιμών των τροφίμων.

Σύμφωνα με το ΔΝΤ, η μέση τιμή των βασικών εμπορευμάτων πλην των καυσίμων (σε δολ. ΗΠΑ) εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 7,4% το 2025, δηλ. με διπλάσιο ρυθμό έναντι του 2024, ενώ η αύξηση θα περιοριστεί σε 4,1% το 2026.

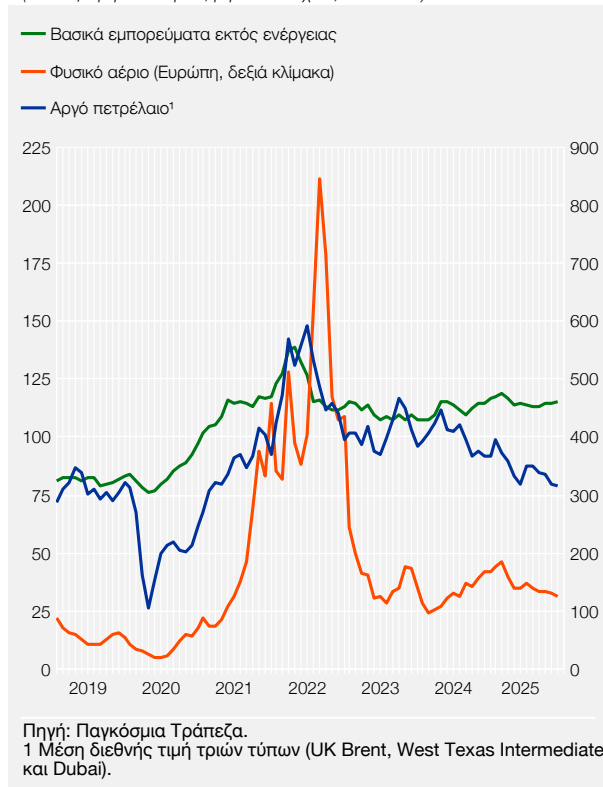
1.3 Δημοσιονομική πολιτική

Η δημοσιονομική προσπάθεια εξασθένησε το 2025 στις μεγάλες προηγμένες και αναπτυσσόμενες οικονομίες. Το ΔΝΤ εκτιμά ότι η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής στράφηκε από περιοριστική, όπως αρχικά αναμενόταν, σε ουδέτερη στις προηγμένες οικονομίες και σε επεκτατική στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες. Το δημοσιονομικό έλλειμμα των ΗΠΑ αναμένεται να μειωθεί πρόσκαιρα σε 7,4% του ΑΕΠ το 2025, λόγω της συρρίκνωσης του δημόσιου τομέα και των υψηλότερων δασμολογικών εσόδων, και να αυξηθεί εκ νέου σε 7,9% του ΑΕΠ το 2026 ως αποτέλεσμα των φορολογικών ελαφρύνσεων βάσει του νομοθετήματος “One Big Beautiful Bill Act”. Σταδιακή αύξηση του δημοσιονομικού ελλείμματος, ιδιαίτερα από το 2026 και έπειτα, προβλέπεται και στην ευρωζώνη, κυρίως λόγω των αμυντικών δαπανών, καθώς και στην Ιαπωνία, ενώ το Ηνωμένο Βασίλειο θα κινηθεί σε τροχιά δημοσιονομικής διόρθωσης. Στην Κίνα το δημοσιονομικό έλλειμμα θα αυξηθεί σημαντικά κατά 1,2 ποσοστιαία μονάδα (ποσ. μον.) σε 8,6% του ΑΕΠ το 2025, παραμένοντας άνω του 8% του ΑΕΠ μεσοπρόθεσμα. Ο λόγος του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα συνεχίσει να αυξάνεται σε όλες σχεδόν τις οικονομίες τα επόμενα έτη, με συνέπεια το παγκόσμιο χρέος να ξεπεράσει το 100% του ΑΕΠ το 2030 εφόσον συνεχιστούν οι υφιστάμενες πολιτικές.

Ο δημοσιονομικός χώρος στις περισσότερες οικονομίες έχει μειωθεί σημαντικά τα τελευταία χρόνια, ως αποτέλεσμα των αλληπάλληλων διαταράξεων που υπέστη η παγκόσμια οικονομία. Η αναπλήρωση των δημοσιονομικών αποθεμάτων ασφαλείας και η βιωσιμότητα του αυξανόμενου δημόσιου χρέους παραμένουν κρίσιμες προτεραιότητες σε ένα περιβάλλον όπου αφενός μια σειρά προκλήσεων (γήρανση του πληθυσμού, αμυντική και ενεργειακή ασφάλεια, κλιματική κρίση και τόνωση της παραγωγικότητας) δημιουργεί αυξανόμενες πιέσεις στις δημόσιες δαπάνες και αφετέρου οι προοπτικές για τη μακροχρόνια ανάπτυξη και το κόστος χρηματοδότησης του Δημοσίου υπόκεινται σε υψηλή αβεβαιότητα. Η μεσοπρόθεσμη δημοσιονομική εξυγίανση θα πρέπει να περιλαμβάνει ρεαλιστικά, ισορροπημένα σχέδια που συνδυάζουν τον εξορθολογισμό των δαπανών και τη δημιουργία εσόδων, ενώ οποιαδήποτε νέα μέτρα στήριξης θα πρέπει

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

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



να είναι προσωρινά, καλά στοχευμένα και δημοσιονομικά ουδέτερα. Το ΔΝΤ εκτιμά ότι η ανακατανομή των δαπανών από τη δημόσια κατανάλωση προς παραγωγικές δημόσιες επενδύσεις, π.χ. στις υποδομές, την παιδεία και την τεχνολογική καινοτομία, σε συνδυασμό με ενίσχυση της αποτελεσματικότητας των δαπανών, μπορεί να αυξήσει σημαντικά το μακροχρόνιο ΑΕΠ, διευκολύνοντας τη δημοσιονομική προσαρμογή.²

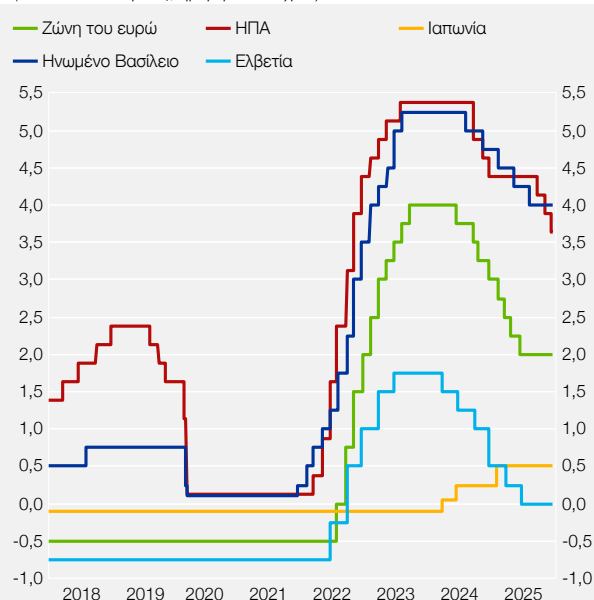
1.4 Νομισματική πολιτική

Η χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής εκτιμάται ότι γενικά θα συνεχιστεί παγκοσμίως, αλλά με αποκλίσεις μεταξύ των οικονομιών λόγω διαφορετικών προοπτικών για τον πληθωρισμό. Η νομισματική πολιτική συνεχίζει να βασίζεται στα εκάστοτε διαθέσιμα δεδομένα και να λαμβάνει υπόψη τις ειδικές συνθήκες κάθε χώρας, όπως μεταξύ άλλων τη φύση των διαταραχών και το παραγωγικό κενό, εν μέσω υψηλής αβεβαιότητας για την εμπορική πολιτική και τις επιδράσεις των δασμών. Η χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής αναμένεται να είναι πιο σταδιακή σε οικονομίες που αντιμετωπίζουν διαταραχές κυρίως από την πλευρά της προσφοράς σε σύγκριση με τις χώρες όπου επικρατεί ασθενέστερη ζήτηση, υπό την προϋπόθεση ότι διαπιστώνεται αποκλιμάκωση του πληθωρισμού. Η διατήρηση της ανεξαρτησίας των κεντρικών τραπεζών και η σαφής επικοινωνία όσον αφορά τους στόχους των νομισματικών αρχών παραμένουν καθοριστικής σημασίας για τη συγκράτηση των πληθωριστικών προσδοκιών και την επίτευξη σταθερότητας των τιμών. Στους κινδύνους για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα περιλαμβάνονται η υπερβολική αστάθεια των συναλλαγματικών ισοτιμιών, η απότομη επανεκτίμηση του κινδύνου στις αποτιμήσεις χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, η αύξηση του κόστους αναχρηματοδότησης του υψηλού δημόσιου χρέους, καθώς και το ανεπαρκές κανονιστικό πλαίσιο που ρυθμίζει τα μη τραπεζικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και η μεταβλητότητα στις αγορές κρυπτονομισμάτων.

Το Σεπτέμβριο, τον Οκτώβριο και το Δεκέμβριο του 2025 η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (Fed) μείωσε κατά 25 μονάδες βάσης (μ.β.) κάθε φορά το εύρος-στόχο του βασικού της επιτοκίου σε 3,50-3,75%, το οποίο είχε διατηρήσει αμετάβλητο από το Δεκέμβριο του 2024. Η Τράπεζα της Αγγλίας διαμόρφωσε το βασικό της επιτόκιο σε 4,00% μετά από τρεις συνολικά μειώσεις κατά 25 μ.β. τη φορά το Φεβρουάριο, το Μάιο και τον Αύγουστο του 2025. Στην ευρωζώνη, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ συνέχισε τη χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής, μειώνοντας τέσσερις διαδοχικές φορές κατά τη διάρκεια του τρέχοντος έτους το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων και διαμορφώνοντάς το σε 2,00% τον Ιούνιο του 2025 – όγδοη συνολικά μείωση από την έναρξη του κύκλου χαλάρωσης τον Ιούνιο του 2024. Η κεντρική τράπεζα της Ελβετίας συνέχισε τη μείωση του επιτοκίου πολιτικής της σε 0,00% τον Ιούνιο του 2025. Σε αντίθεση με τις λοιπές προηγμένες οικονομίες, η Τράπεζα της Ιαπωνίας αύξησε το επιτόκιο πολιτικής της σε 0,50% τον Ιανουάριο του 2025, το υψηλότερο επίπεδο από το 2008, όπου και παραμένει έκτοτε (βλ. Διάγραμμα II.3).

Διάγραμμα II.3 Βασικά επιτόκια κεντρικών τραπεζών (1 Ιανουαρίου 2018 - 15 Δεκεμβρίου 2025)

(ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχεία)



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

2 Βλ. IMF, *Fiscal Monitor*, October 2025.

2 ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

2.1 Οικονομική δραστηριότητα και αγορά εργασίας

Ο ρυθμός ανάπτυξης της ευρωζώνης παρουσίασε σημαντικές διακυμάνσεις κατά το πρώτο εξάμηνο του 2025. Ήταν ισχυρότερος το α' τρίμηνο (0,6% έναντι του προηγούμενου τριμήνου) και ασθενέστερος το β' τρίμηνο (0,1%), αντανakλώντας αρχικά την επίσπευση των εξαγωγών εν αναμονή υψηλότερων δασμών και στη συνέχεια την αντιστροφή αυτού του αποτελέσματος. Η οικονομική δραστηριότητα επιταχύνθηκε το γ' τρίμηνο με ρυθμό μεγέθυνσης 0,3%, σημαντικά υψηλότερο των προβολών της ΕΚΤ του Σεπτεμβρίου. Σε αυτή την εξέλιξη συνέβαλε η μείωση της αβεβαιότητας χάρη στις εμπορικές συμφωνίες, η οποία αναμένεται να οδηγήσει και σε περαιτέρω ανάκαμψη. Η ανάπτυξη των υπηρεσιών συνεχίστηκε το γ' τρίμηνο, κυρίως του τουρισμού και των ψηφιακών κλάδων, ενώ η μεταποίηση παρέμεινε υποτονική υπό την αρνητική επιδραση των υψηλότερων δασμών, της ακόμη υψηλής αβεβαιότητας και του ισχυρού ευρώ.

Οι βραχυπρόθεσμες οικονομικές προοπτικές παραμένουν γενικά θετικές, καθώς ο σύνθετος δείκτης υπευθύνων προμηθειών (PMI), αν και υποχώρησε σε 51,9 το Δεκέμβριο από 52,8 το Νοέμβριο, συνέχισε να υποδηλώνει θετική υποκείμενη δυναμική. Η αγορά εργασίας, παρά κάποιες ενδείξεις εξασθένησης της ζήτησης, παραμένει πολύ ισχυρή, με το ποσοστό ανεργίας να διατηρείται αμετάβλητο στο 6,4% από τον Ιούλιο έως και τον Οκτώβριο. Τα υψηλά επίπεδα απασχόλησης, αλλά και η αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος θα υποστηρίξουν τις μελλοντικές καταναλωτικές δαπάνες. Αναμένεται επίσης ότι οι καταναλωτικές δαπάνες και οι επενδύσεις θα ενισχυθούν από τις επιδράσεις, με χρονική υστέρηση, των προηγούμενων μειώσεων των επιτοκίων, ενώ οι σημαντικές κρατικές δαπάνες για υποδομές και άμυνα θα στηρίξουν περαιτέρω τις επενδύσεις. Ωστόσο, αρκετοί παράγοντες αναμένεται να περιορίσουν την ανάπτυξη για το υπόλοιπο του έτους. Σε αυτούς περιλαμβάνονται οι υψηλότεροι δασμοί, η ανατίμηση του ευρώ και ο αυξημένος παγκόσμιος ανταγωνισμός. Οι πρόσφατες εμπορικές συμφωνίες προσέφεραν μια μείωση της αβεβαιότητας, ωστόσο το πλήρες εύρος των επιπτώσεων από τις διεθνείς οικονομικές και πολιτικές ανακατατάξεις θα αποκαλυφθεί μόνο με την πάροδο του χρόνου.

Μεσοπρόθεσμα, το πραγματικό ΑΕΠ αναμένεται να αυξηθεί, υποστηριζόμενο από την άνοδο των πραγματικών εισοδημάτων, τη μείωση της αβεβαιότητας για την οικονομική και εμπορική πολιτική, την αναμενόμενη ώθηση στις δαπάνες για άμυνα και υποδομές και τη σταδιακή εξασθένηση των περιοριστικών επιδράσεων της νομισματικής πολιτικής. Σύμφωνα με το βασικό σενάριο των μακροοικονομικών προβολών του Ευρωσυστήματος (Δεκέμβριος 2025), το ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 1,4% το 2025, έναντι 0,9% το 2024. Για το 2026 προβλέπεται ότι το ΑΕΠ θα επιβραδυνθεί σε 1,2%, ωστόσο ο ρυθμός αυτός είναι κατά 0,2 ποσ. μον. υψηλότερος από την πρόβλεψη του Σεπτεμβρίου.

Πάντως, σύμφωνα με την ΕΚΤ, είναι κρίσιμο να ενισχυθεί επείγοντως η οικονομία της ευρωζώνης στο τρέχον γεωπολιτικό περιβάλλον με τις απαραίτητες δημοσιονομικές και διαρθρωτικές πολιτικές που θα την καταστήσουν πιο παραγωγική, ανταγωνιστική και ανθεκτική. Ένα χρόνο μετά τη δημοσίευση της έκθεσης Draghi για την ευρωπαϊκή ανταγωνιστικότητα, είναι απαραίτητο να ληφθούν συγκεκριμένα μέτρα και να επιταχυνθεί η εφαρμογή των συστάσεων της, σύμφωνα με τον οδικό χάρτη της Ευρωπαϊκής Επιτροπής. Οι κυβερνήσεις θα πρέπει να δώσουν προτεραιότητα στις μεταρρυθμίσεις που ενισχύουν την ανάπτυξη και στις στρατηγικές επενδύσεις, διασφαλίζοντας παράλληλα τη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών. Είναι επίσης κρίσιμο να ολοκληρωθούν τόσο η ένωση αποταμιεύσεων και επενδύσεων όσο και η τραπεζική ένωση εντός ενός φιλόδοξου χρονοδιαγράμματος. Τέλος, θα πρέπει να θεσπιστεί γρήγορα ένα νομοθετικό πλαίσιο για την πιθανή εισαγωγή ενός ψηφιακού ευρώ.

Η ιδιωτική κατανάλωση συνέχισε να αυξάνεται με χαμηλούς ρυθμούς κατά το α' και β' τρίμηνο του 2025 (0,3% και 0,2% αντίστοιχα), βραδύτερους σε σύγκριση με το τελευταίο τρίμηνο του 2024 (0,5%), λόγω της μείωσης της εμπιστοσύνης εν μέσω των εμπορικών εντάσεων. Παρότι

έχει μετριαστεί η αβεβαιότητα αναφορικά με τις διεθνείς εμπορικές σχέσεις, οι εξελίξεις στους δασμούς φαίνεται ότι επηρέασαν αρνητικά τις καταναλωτικές αποφάσεις στη διάρκεια του έτους, με επιβράδυνση της κατανάλωσης το γ' τρίμηνο του 2025 (0,1%). Παρά ταύτα, η ενίσχυση της αγοραστικής δύναμης, που οφείλεται τόσο στην αύξηση των αμοιβών εργασίας όσο και στην αποκλιμάκωση του πληθωρισμού, αναμένεται να αποτελέσει το βασικό παράγοντα στήριξης της κατανάλωσης το επόμενο διάστημα. Η ιδιωτική κατανάλωση αναμένεται να αυξηθεί κατά 1,3% το 2025 και κατά 1,2% το 2026, έναντι 1,2% το 2024. Η μικρή ανάκαμψη του 2025 αντανάκλας κυρίως την άνοδο του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος, που υποστηρίζεται κυρίως από τα εισοδήματα από μισθούς και δευτερευόντως από τα μη μισθολογικά εισοδήματα, ιδίως από την αυτοαπασχόληση.

Οι συνολικές ακαθάριστες επενδύσεις εκτιμάται ότι θα αυξηθούν κατά 2,4% το 2025 και 2,2% το 2026, δηλ. περισσότερο από ό,τι προβλεπόταν σε προηγούμενες εκτιμήσεις, έναντι μείωσης κατά 2,0% το 2024. Οι εν λόγω εκτιμήσεις υποθέτουν ότι πολλοί από τους δυσμενείς παράγοντες που επέδρασαν κατά το 2024 είτε θα εξασθενήσουν είτε θα αντιστραφούν: ο πληθωρισμός έχει υποχωρήσει σημαντικά, τα επιτόκια έχουν μειωθεί και αναμένεται ενίσχυση των επενδύσεων κυρίως στην άμυνα και στις υποδομές. Οι επιχειρηματικές επενδύσεις στη ζώνη του ευρώ αυξήθηκαν το α' και το β' τρίμηνο του 2025, αντανakλώντας την εμπροσθοβαρή αυξημένη οικονομική δραστηριότητα εν αναμονή υψηλότερων δασμών, ενώ οι επενδύσεις σε κατοικίες σταμάτησαν να υποχωρούν. Οι συνολικές επενδύσεις αναμένεται να ανακάμψουν σταδιακά σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα, χάρη στη βελτίωση της οικονομικής δραστηριότητας, τη μειωμένη αβεβαιότητα και την επίδραση των επιμέρους εθνικών πολιτικών κυρίως για αμυντικές δαπάνες.

Οι εξαγωγές της ζώνης του ευρώ αυξήθηκαν κατά 2,3% το α' τρίμηνο του 2025, μειώθηκαν κατά 0,4% το β' τρίμηνο, αλλά αυξήθηκαν κατά 0,7% το γ' τρίμηνο, αντανakλώντας τις μεταβαλλόμενες δασμολογικές συνθήκες στο εξωτερικό εμπόριο. Οι προοπτικές παραμένουν υποτονικές λόγω των υψηλότερων δασμών των ΗΠΑ στο πλαίσιο της εμπορικής συμφωνίας μεταξύ ΗΠΑ και ΕΕ, του ισχυρότερου ευρώ και της εντατικοποίησης του παγκόσμιου ανταγωνισμού. Αν και τα προϊόντα της ευρωζώνης υπόκεινται σε σχετικά χαμηλότερους δασμούς σε σύγκριση με άλλους εξαγωγείς, οι επιχειρήσεις δυσκολεύονται να ανταγωνιστούν τους εγχώριους παραγωγούς των ΗΠΑ. Η ανατίμηση του ευρώ συνεχίζει να υπονομεύει την ανταγωνιστικότητα των τιμών, περιορίζοντας τη δυναμική των εξαγωγών μεσοπρόθεσμα. Παρά ταύτα, σύμφωνα με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Δεκέμβριος 2025), οι συνολικές εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ εκτιμάται ότι θα αυξηθούν σε πραγματικούς όρους κατά 1,9% το 2025 και 1,6% το 2026, έναντι αύξησης κατά 0,5% το 2024. Αν και οι εξαγωγές της ζώνης του ευρώ σημείωσαν άνοδο το α' τρίμηνο, καθώς οι επιχειρήσεις επέσπευσαν τις παραγγελίες τους εν όψει της αύξησης των δασμών από τις ΗΠΑ, η δυναμική αυτή έχει εξασθενήσει και προβλέπεται ότι στο μέλλον θα δυσκολευθούν να συμβαδίσουν με την παγκόσμια ζήτηση λόγω προβλημάτων ανταγωνιστικότητας, με πιθανό αποτέλεσμα την περαιτέρω απώλεια μεριδίων στην εξαγωγική αγορά. Οι εισαγωγές από την άλλη πλευρά, οι οποίες παρέμειναν σχεδόν στάσιμες το 2024, εκτιμάται ότι θα αυξηθούν το 2025 κατά 3,2% και το 2026 κατά 2,3%, υποστηριζόμενες από την αναμενόμενη υψηλότερη εγχώρια ζήτηση. Κατά συνέπεια, η συμβολή των καθαρών εξαγωγών στο ΑΕΠ αναμένεται να διαμορφωθεί σε -0,5% το 2025, από 0,3% το 2024, και θα είναι επίσης αρνητική το 2026 (-0,3%).

Η αγορά εργασίας της ευρωζώνης είναι ισχυρή, όμως παρατηρείται επιβράδυνση στην αύξηση της απασχόλησης, καθώς συνεχώς μειώνονται οι κενές θέσεις εργασίας. Η απασχόληση αυξήθηκε με χαμηλό ρυθμό, 0,2% το γ' τρίμηνο του 2025, έναντι 0,1% το β' τρίμηνο. Οι εκτιμήσεις των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Δεκέμβριος 2025) προβλέπουν ότι ο ρυθμός αύξησης της απασχόλησης, από 0,9% το 2024, θα υποχωρήσει ομαλά σε 0,7% το 2025 και 0,6% το 2026. Το ποσοστό ανεργίας αναμένεται να παραμείνει στο ιστορικό χαμηλό του 6,3% το 2025, με δυναμική περαιτέρω μείωσης σε 6,2% το 2026 και 6,1% το 2027. Στις επιμέρους χώρες-μέλη, σύμφωνα με τα πιο πρόσφατα μηνιαία στοιχεία (Οκτώβριος 2025), κυμάνθηκε από 3,1% στη Μάλτα έως 10,5% στην Ισπανία.

2.2 Πληθωρισμός

Ο πληθωρισμός βρίσκεται πλησίον του στόχου της ΕΚΤ και αναμένεται να σταθεροποιηθεί στο 2% σε μεσοπρόθεσμη βάση, καθώς η επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου των μισθών, η αυξανόμενη παραγωγικότητα και η ανατίμηση του ευρώ συμβάλλουν στη συγκράτηση των πληθωριστικών πιέσεων.

Ο πληθωρισμός, μετρούμενος με τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ), παρέμεινε στο ίδιο επίπεδο, 2,1%, το Νοέμβριο του 2025 όπως ήταν και τον Οκτώβριο. Το Νοέμβριο, από τις συνιστώσες του πληθωρισμού αυξήθηκαν αυτές των υπηρεσιών (3,5% από 3,4%) και της ενέργειας (-0,5% από -0,9%), ενώ μειώθηκαν οι συνιστώσες των ειδών διατροφής (2,4% από 2,5%) και των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών (0,5% από 0,6%). Σύμφωνα με το βασικό σενάριο των προβολών των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Δεκέμβριος 2025), ο πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ θα μειωθεί σε 1,9% το 2026 και 1,8% το 2027, από 2,1% το 2025. Ο πυρήνας του πληθωρισμού (χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής) εκτιμάται ότι θα αποκλιμακωθεί σε 2,2% το 2026 και 1,9% το 2027, από 2,8% το 2025, αντανakλώντας κυρίως την υποχώρηση του πληθωρισμού των υπηρεσιών, την ανατίμηση του ευρώ και τις μειούμενες πιέσεις από την πλευρά του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος.

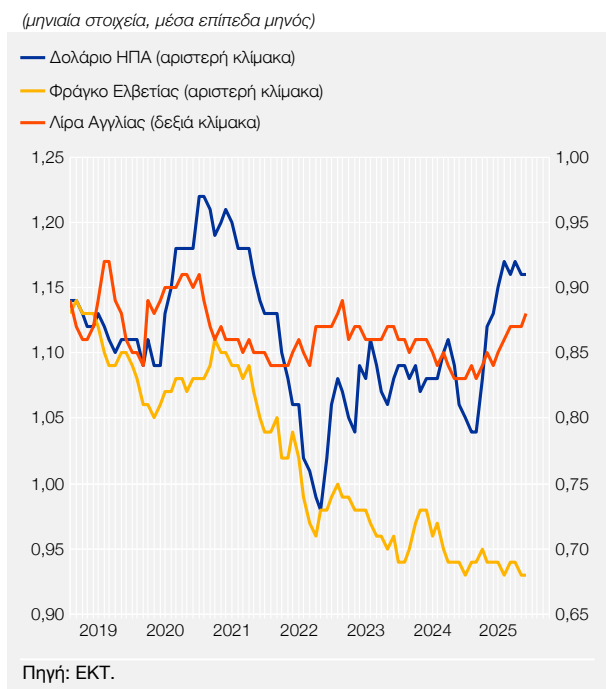
2.3 Χρηματοδότηση της οικονομίας

Το 2025 ο ρυθμός αύξησης των τραπεζικών δανείων προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά συνέχισε να ανακάμπτει σταδιακά, ως συνέπεια των χαμηλότερων επιτοκίων δανεισμού, όμως βρίσκεται χαμηλότερα από τον ιστορικό μέσο όρο. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των τραπεζικών δανείων προς επιχειρήσεις ήταν 2,9% τον Οκτώβριο του 2025, στο ίδιο επίπεδο όπως και το Σεπτέμβριο, παρέμεινε όμως κάτω από τον ιστορικό μέσο όρο του (4,3%), αντανakλώντας τη δυναμική των επιχειρήσεων αυτή την περίοδο. Ο ετήσιος ρυθμός επέκτασης των δανείων προς νοικοκυριά ενισχύθηκε από 2,6% το Σεπτέμβριο σε 2,8% τον Οκτώβριο, επίπεδο που εξακολουθεί να υπολείπεται σημαντικά από τον ιστορικό μέσο όρο (4,1%). Τα δάνεια για αγορά κατοικίας συνέχισαν να αποτελούν την κύρια συνιστώσα που συνέβαλε σ' αυτή την ανοδική τάση, καθώς και η καταναλωτική πίστη που ενισχύθηκε. Άλλες μορφές δανεισμού των νοικοκυριών, συμπεριλαμβανομένων των δανείων προς αυτοαπασχολούμενους, συνέχισαν να καταγράφουν χαμηλούς ρυθμούς. Σύμφωνα με την Έρευνα Τραπεζικών Χορηγήσεων του Ευρωσυστήματος (Οκτώβριος 2025), τα πιστοδοτικά κριτήρια των τραπεζών της ζώνης του ευρώ για τα επιχειρηματικά δάνεια αυστηροποιήθηκαν το γ' τρίμηνο του έτους, γεγονός το οποίο δεν ήταν αναμενόμενο, και εκτιμάται ότι θα παραμείνουν τα ίδια το δ' τρίμηνο. Για τα νοικοκυριά, τα πιστοδοτικά κριτήρια παρέμειναν σταθερά για τα στεγαστικά δάνεια το γ' τρίμηνο και η αναμενόμενη χαλάρωσή τους δεν πραγματοποιήθηκε. Όσον αφορά τα καταναλωτικά δάνεια, υπήρξε μέτρια αυστηροποίηση των κριτηρίων, αντανakλώντας τις συνεχιζόμενες ανησυχίες σχετικά με τον πιστωτικό κίνδυνο, η οποία αναμένεται να συνεχιστεί και το δ' τρίμηνο. Η ζήτηση δανείων εκ μέρους των επιχειρήσεων σημείωσε μικρή αύξηση, η οποία υποστηρίχθηκε κυρίως από τη μείωση των επιτοκίων δανεισμού, ενώ παρέμεινε συνολικά υποτονική λόγω της αυξημένης αβεβαιότητας στο διεθνές περιβάλλον και των εμπορικών εντάσεων. Η ζήτηση στεγαστικών δανείων συνέχισε να αυξάνεται σημαντικά, ενώ η ζήτηση καταναλωτικών δανείων παρέμεινε στα ίδια επίπεδα όπως το προηγούμενο τρίμηνο, ίση με καθαρή αύξηση 1%. Για το δ' τρίμηνο, οι τράπεζες αναμένουν περαιτέρω άνοδο της ζήτησης δανείων, κυρίως στεγαστικών, εκ μέρους των νοικοκυριών. Όσον αφορά τα πιστοδοτικά κριτήρια, προβλέπουν οριακή χαλάρωση στα στεγαστικά δάνεια και περαιτέρω αυστηροποίηση στην καταναλωτική πίστη.

2.4 Δημοσιονομικές εξελίξεις

Μετά από σημαντική συσταλτική μεταβολή το 2024, η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής αναμένεται να είναι ελαφρώς περιοριστική το 2025 κυρίως λόγω παρεμβάσεων στην πλευρά των εσόδων, οι οποίες περιλαμβάνουν αυξήσεις στις εισφορές κοινωνικής ασφάλισης και, σε μικρότερο βαθμό, σε άμεσους και έμμεσους φόρους. Ωστόσο, οι επιπτώσεις των φορολογικών αυξήσεων στην οικονομία αντισταθμίζονται εν μέρει από τη συνεχιζόμενη αύξηση των δημόσιων

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



μέχρι το Νοέμβριο του 2025 ήταν αυξημένη κατά 5,7% σε σχέση με το Δεκέμβριο του 2024 και κατά 5,0% σε δωδεκάμηνη βάση. Το Νοέμβριο το ευρώ είχε ανατιμηθεί κατά 10,4% και 6,3% έναντι του δολαρίου ΗΠΑ και της λίρας Αγγλίας αντίστοιχα σε σύγκριση με το Δεκέμβριο του 2024 (μέσα επίπεδα μηνός), ενώ έναντι του ελβετικού φράγκου παρουσίασε μικρή υποτίμηση κατά 0,5% (βλ. Διάγραμμα II.4). Οι εξελίξεις αυτές αντανakλούν τη συγκριτικά μικρότερη επιδείνωση των προοπτικών για την οικονομία της ευρωζώνης σε σχέση με τις ΗΠΑ και άλλες μεγάλες οικονομίες ως συνέπεια των δασμών και κυρίως της μειωμένης επενδυτικής εμπιστοσύνης.

2.6 Κίνδυνοι για τις προοπτικές

Οι κίνδυνοι που περιβάλλουν τις οικονομικές προοπτικές της ζώνης του ευρώ είναι γενικώς ισορροπημένοι, καθώς σημαντικές δυνάμεις συνεχίζουν να ασκούν πιέσεις και προς τις δύο κατευθύνσεις. Αφενός, παρά κάποια μείωση της αβεβαιότητας μετά τις εμπορικές συμφωνίες, μια νέα επιδείνωση των εμπορικών σχέσεων παραμένει ένας σαφής κίνδυνος, απειλώντας να πλήξει τις εξαγωγές και να επηρεάσει αρνητικά τις επενδύσεις και την κατανάλωση. Επιπλέον, τυχόν χειροτέρευση του κλίματος στις χρηματοπιστωτικές αγορές θα μπορούσε να μεταφραστεί σε πιο περιοριστικές συνθήκες χρηματοδότησης και σε αυξημένη αποστροφή προς τον κίνδυνο, οδηγώντας έτσι σε ασθενέστερη ανάπτυξη συνολικά. Οι επίμονες γεωπολιτικές εντάσεις, όπως ο συνεχιζόμενος πόλεμος στην Ουκρανία αλλά και η εύθραυστη ειρήνευση στη Μέση Ανατολή, εξακολουθούν να τροφοδοτούν την αβεβαιότητα. Αφετέρου, υπάρχουν διάφοροι παράγοντες που θα μπορούσαν να δώσουν απροσδόκητη ώθηση στην ανάπτυξη. Οι υψηλότερες από τις αναμενόμενες δαπάνες για την άμυνα και τις υποδομές, σε συνδυασμό με αποτελεσματικές μεταρρυθμίσεις που ενισχύουν την παραγωγικότητα, θα μπορούσαν να συμβάλουν θετικά στην πορεία ανάπτυξης. Η βελτίωση της επιχειρηματικής εμπιστοσύνης αποτελεί ικανή συνθήκη από μόνη της να τονώσει τις ιδιωτικές επενδύσεις. Επιπλέον, τόσο το οικονομικό κλίμα όσο και η δραστηριότητα θα ενισχυθούν αν μειωθούν οι γεωπολιτικές εντάσεις ή αν οι εκκρεμείς εμπορικές διαφορές επιλυθούν ταχύτερα από το αναμενόμενο.

Οι προοπτικές για τον πληθωρισμό εξακολουθούν να χαρακτηρίζονται από αβεβαιότητα μεγαλύτερη του συνήθους, η οποία πηγάζει σε μεγάλο βαθμό από το ευμετάβλητο διεθνές περιβάλ-

δαπανών. Το 2026 προβλέπεται χαλάρωση της κατεύθυνσης της δημοσιονομικής πολιτικής, οφειλόμενη στις υψηλότερες δημόσιες επενδύσεις. Η εξέλιξη αυτή αντανakλά τις αυξημένες δαπάνες για την άμυνα και τις υποδομές, ιδίως στη Γερμανία (2026-27), καθώς και την ισχυρή επενδυτική δυναμική που καταγράφεται σε χώρες όπως η Ιταλία, η Ισπανία και άλλες χώρας στους πόρους του μέσου ανάκαμψης NextGenerationEU (NGEU). Το 2027 η προβλεπόμενη συσταλτική μεταβολή της δημοσιονομικής κατεύθυνσης οφείλεται κυρίως στη μείωση των δημοσίων δαπανών, καθώς λήγει το σκέλος επιχορηγήσεων του NGEU. Το δημοσιονομικό έλλειμμα στην ευρωζώνη ως σύνολο εκτιμάται ότι θα μειωθεί στο 3,0% του ΑΕΠ το 2025, ενώ το 2026 θα αυξηθεί στο 3,3% του ΑΕΠ. Το δημόσιο χρέος αναμένεται να αυξηθεί στο 87,3% του ΑΕΠ το 2025 και προβλέπεται ότι θα συνεχίσει να αυξάνεται οριακά τα επόμενα δύο χρόνια.

2.5 Συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ

Η ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ (έναντι 41 εμπορικών εταίρων) συνέχισε τη γενικώς ανατιμητική πορεία της και

λον εμπορικών σχέσεων. Η ανατίμηση του ευρώ έναντι άλλων νομισμάτων θα μπορούσε να οδηγήσει σε μεγαλύτερη από την αναμενόμενη πτώση του πληθωρισμού. Επιπλέον, ο πληθωρισμός θα μπορούσε να διαμορφωθεί ακόμη χαμηλότερος αν οι αυξημένοι δασμοί μειώσουν την εξαγωγική ζήτηση προϊόντων της ζώνης του ευρώ και ωθήσουν τις χώρες με πλεονάζουσα παραγωγική ικανότητα να αυξήσουν τις εξαγωγές τους προς τη ζώνη του ευρώ. Οι εμπορικές εντάσεις θα μπορούσαν επίσης να προκαλέσουν μεγαλύτερη μεταβλητότητα και αποστροφή κινδύνου στις χρηματοπιστωτικές αγορές, επηρεάζοντας αρνητικά την εγχώρια ζήτηση, γεγονός που, με τη σειρά του, θα μείωνε τον πληθωρισμό. Αντίθετα, ο πληθωρισμός θα μπορούσε να αποδειχθεί υψηλότερος των προβλέψεων αν συνεχιστεί ο κατακερματισμός των παγκόσμιων αλυσίδων εφοδιασμού, ωθώντας προς τα πάνω τις τιμές των εισαγομένων και επιδεινώνοντας τους περιορισμούς παραγωγικής ικανότητας στην εγχώρια οικονομία. Μια σημαντική αύξηση των δαπανών για την άμυνα και τις υποδομές θα μπορούσε επίσης να είναι πληθωριστική μεσοπρόθεσμα. Τέλος, η αυξανόμενη απειλή ακραίων καιρικών φαινομένων και η ευρύτερη κλιματική κρίση συνιστούν ανοδικό κίνδυνο, στο βαθμό που θα προκαλούσαν αύξηση στις τιμές των τροφίμων μεγαλύτερη από ό,τι υπολογίζουν οι τρέχουσες προβλέψεις.

3 ΕΕ ΚΑΙ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ: ΠΑΡΕΜΒΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

3.1 Δασμοί και εμπορική πολιτική της ΕΕ

Τον Ιούλιο του 2025 η ΕΕ και οι ΗΠΑ κατέληξαν σε πολιτική συμφωνία για τους δασμούς και το εμπόριο, η οποία επισφραγίστηκε με κοινή δήλωση τον Αύγουστο. Η συμφωνία προβλέπει αφενός ανώτατο δασμό 15% σε όλα τα αγαθά που εισάγουν οι ΗΠΑ από την ΕΕ, συμπεριλαμβανομένων των αυτοκινήτων και των εξαρτημάτων τους (και μελλοντικά των φαρμακευτικών ειδών), και αφετέρου μηδενικό δασμό σε αυτοκίνητα και βιομηχανικά προϊόντα που εισάγει η ΕΕ από τις ΗΠΑ και προτιμησιακή πρόσβαση στην ευρωπαϊκή αγορά για μια σειρά αμερικανικών θαλασσινών και γεωργικών προϊόντων. Επίσης, οι ΗΠΑ δεσμεύθηκαν να επιβάλουν μηδενικούς ή σχεδόν μηδενικούς δασμούς σε ορισμένες κατηγορίες προϊόντων, για τις οποίες θα ισχύει μόνο ο δασμός του πλέον ευνοούμενου κράτους από 1ης Σεπτεμβρίου 2025. Οι κατηγορίες αυτές περιλαμβάνουν μη ανανεώσιμους φυσικούς πόρους (π.χ. φελλός), όλα τα αεροσκάφη και τα εξαρτήματά τους, γενόσημα φαρμακευτικά προϊόντα, συστατικά και χημικές πρόδρομες ουσίες αυτών. Τέλος, προβλέπονται νέες επενδύσεις της ΕΕ αξίας 600 δισεκ. δολαρίων σε στρατηγικούς τομείς των ΗΠΑ έως το 2028 και αύξηση των αμυντικών προμηθειών από τις ΗΠΑ. Η εφαρμογή της συμφωνίας παραμένει ατελής, με τις διμερείς συνομιλίες να συνεχίζονται. Τον Οκτώβριο η Ευρωπαϊκή Επιτροπή πρότεινε αύξηση του δασμού της ΕΕ στις εισαγωγές χάλυβα από 25% σε 50% και μείωση της ποσόστωσης των μηδενικού δασμού εισαγωγών κατά 47% σε 18,3 εκατομμύρια τόνους ετησίως, σε μια προσπάθεια να αντιμετωπιστεί η παγκόσμια υπερβάλλουσα παραγωγή χάλυβα, αλλά και να διευκολυνθούν οι εμπορικές διαπραγματεύσεις με τις ΗΠΑ. Η πρόταση υπόκειται σε έγκριση από τα κράτη-μέλη και το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο.

3.2 Μακροχρόνιος προϋπολογισμός της ΕΕ για την περίοδο 2028-2034

Τον Ιούλιο του 2025 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή παρουσίασε την πρότασή της για το Πολυετές Δημοσιονομικό Πλαίσιο (ΠΔΠ) 2028-2034, ύψους σχεδόν 2 τρισεκ. ευρώ (ή 1,26% του ακαθάριστου εθνικού εισοδήματος της ΕΕ κατά μέσο όρο). Βασικά χαρακτηριστικά του νέου ΠΔΠ είναι η μεγαλύτερη ευελιξία και τα πιο απλά, εξορθολογισμένα και εναρμονισμένα χρηματοδοτικά προγράμματα της ΕΕ, με ενοποίηση της πολιτικής συνοχής και της γεωργικής πολιτικής (865 δισεκ. ευρώ συνολικά) και ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας με το νέο Ευρωπαϊκό Ταμείο Ανταγωνιστικότητας (409 δισεκ. ευρώ). Παράλληλα, τριπλασιάζονται τα κονδύλια για τη μετανάστευση και τη διαχείριση των συνόρων καθώς και εκείνα του Ταμείου Αλληλεγγύης για την αντιμετώπιση καταστροφών, ενώ προβλέπονται εθνικά και περιφερειακά σχέδια εταιρικής σχέσης που βασίζονται σε επενδύσεις και μεταρρυθμίσεις. Από την πλευρά των εσόδων, η πρόταση περιλαμβάνει πέντε νέους “ιδίους πόρους”: α) έσοδα από το σύστημα εμπορίας δικαιωμάτων εκπομπών της ΕΕ, β) έσοδα από το μηχανισμό συνοριακής προσαρμογής άνθρακα, γ) χρέωση

για τα μη συλλεγόμενα απόβλητα ηλεκτρονικού και ηλεκτρικού εξοπλισμού, δ) έσοδα με βάση συντελεστή επί του ειδικού φόρου κατανάλωσης καπνού και ε) ετήσια κατ' αποκοπή εισφορά από εταιρίες, πλην μικρών και μεσαίων, με καθαρό ετήσιο κύκλο εργασιών τουλάχιστον 100 εκατ. ευρώ. Οι διαπραγματεύσεις σε εθνικό και ευρωπαϊκό επίπεδο αναμένεται να διαρκέσουν περίπου δύο έτη.

3.3 Τραπεζική Ένωση

Τον Ιούνιο του 2025 το Συμβούλιο της ΕΕ και το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο κατέληξαν σε πολιτική συμφωνία σχετικά με τη θέσπιση ενός μεταρρυθμισμένου πλαισίου διαχείρισης κρίσεων και ασφάλισης καταθέσεων για τις τράπεζες στην ΕΕ. Η μεταρρύθμιση βελτιώνει τη διαδικασία εξυγίανσης για τις μικρές και μεσαίες μεγέθους τράπεζες, παρέχοντάς τους πρόσβαση σε δίκτυα ασφαλείας χρηματοδοτούμενα από τον ίδιο τον τραπεζικό κλάδο ως πρόσθετο εργαλείο χρηματοδότησης της εξυγίανσής τους, χωρίς να επιβαρύνονται οι καταθέτες τους ή οι φορολογούμενοι ώστε να μειωθεί η εξάρτηση από τις διασώσεις μέσω συμμετοχής των μη ασφαλισμένων καταθετών (bail-in). Η συμφωνία σηματοδοτεί ένα ακόμη βήμα προς την ολοκλήρωση της τραπεζικής ένωσης της ΕΕ.

3.4 Χρηματοοικονομικός αλφαριθμητισμός και επενδυτικές ευκαιρίες για τους πολίτες

Το Σεπτέμβριο του 2025 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ανακοίνωσε δύο σημαντικές πρωτοβουλίες για την προώθηση της Ένωσης Αποταμιεύσεων και Επενδύσεων. Η δέσμη μέτρων επικεντρώνεται στη βελτίωση των χρηματοοικονομικών γνώσεων (Financial Literacy Strategy) και εισάγει ένα σχέδιο στρατηγικής για τους αποταμιευτικούς και επενδυτικούς λογαριασμούς (savings and investments accounts – SIA), ένα εργαλείο που αποσκοπεί στο να καταστήσει τις επενδύσεις απλούστερες και πιο προσβάσιμες για όλους. Οι λογαριασμοί SIA προσφέρονται από αδειοδοτημένους παρόχους χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, ακόμη και διαδικτυακά, επιτρέπουν στους ιδιώτες επενδυτές να επενδύουν στις κεφαλαιαγορές και σε πολλές περιπτώσεις συνοδεύονται από φορολογικά κίνητρα και απλουστευμένες φορολογικές διαδικασίες. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή συνιστά στα κράτη-μέλη να θεσπίσουν τέτοιους λογαριασμούς όπου δεν υπάρχουν και να ενισχύσουν τα υφιστάμενα πλαίσια ενσωματώνοντας βέλτιστες πρακτικές από την Ευρώπη και παγκοσμίως.

3.5 Ευρωπαϊκή στρατηγική για την τεχνητή νοημοσύνη (TN)

Τον Οκτώβριο του 2025 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή παρουσίασε δύο στρατηγικές για την επιτάχυνση της υιοθέτησης της TN στην ευρωπαϊκή βιομηχανία και την επιστήμη. Η στρατηγική για την εφαρμογή της TN (Apply AI Strategy), ύψους 1 δισεκ. ευρώ, αφορά στρατηγικούς κλάδους του ιδιωτικού και του δημόσιου τομέα, όπως υγειονομική περίθαλψη, φάρμακα, ενέργεια, μεταποίηση, άμυνα και επικοινωνίες, και στοχεύει στην ενίσχυση των ικανοτήτων TN του προσωπικού και της αποτελεσματικότητας των υπηρεσιών μέσω της διασύνδεσης υποδομών, δεδομένων και εγκαταστάσεων δοκιμών, καθώς και μέσω της ανάπτυξης ενός οικοσυστήματος καινοτομίας για την TN (π.χ. “κέντρα εμπειρίας TN”, ανάπτυξη πρωτοποριακών μοντέλων TN, ευρωπαϊκό Γραφείο Νομικής Υποστήριξης για την TN). Η στρατηγική για την TN στην επιστήμη (AI in Science Strategy) επικεντρώνεται στη δημιουργία ενός εικονικού κέντρου, του RAISE (Resource for AI Science in Europe), για τη συγκέντρωση και το συντονισμό στρατηγικών πόρων TN με σκοπό την ανάπτυξη και την εφαρμογή της στην επιστήμη. Στις δράσεις περιλαμβάνονται αριστεία και προσέλκυση ταλέντων, ειδική πρόσβαση σε γίγα-εργοστάσια TN για ερευνητές και νεοφυείς επιχειρήσεις, χρηματοδότηση έρευνας και στήριξη των επιστημόνων για τη συλλογή, επιμέλεια και ενσωμάτωση των δεδομένων που απαιτούνται για την TN στην επιστήμη. Επίσης, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή παρουσίασε στα τέλη Οκτωβρίου τη στρατηγική της για μια Ευρωπαϊκή Ένωση των Δεδομένων.

3.6 Πόλεμος στην Ουκρανία και συμφωνία ειρήνης για τη Γάζα

Το δεύτερο εξάμηνο του 2025 η ΕΕ ενέκρινε δύο ακόμη δέσμες κυρώσεων κατά της Ρωσίας, φθάνοντας συνολικά τις 19 δέσμες από την έναρξη του πολέμου στην Ουκρανία που περιλαμβάνουν πάνω από 2.500 νομικά και φυσικά πρόσωπα, ενώ παρέτεινε την ισχύ τους μέχρι

τα τέλη Μαρτίου του 2026. Μεταξύ των μέτρων που ελήφθησαν ήταν η μείωση του ανώτατου ορίου τιμής για το ρωσικό αργό πετρέλαιο από 60 σε 47,6 δολ. ΗΠΑ το βαρέλι, η απαγόρευση εισαγωγών προϊόντων διύλισης πετρελαίου που παράγονται από ρωσικό αργό πετρέλαιο και προέρχονται από οποιαδήποτε τρίτη χώρα, η πλήρης απαγόρευση συναλλαγών με τη Rosneft και την Gazprom Neft, η απαγόρευση εισαγωγών ρωσικού LNG από το 2027 και η απαγόρευση ελλιμενισμού 557 σκαφών συνολικά του ρωσικού σκιώδους στόλου. Επίσης, επιβλήθηκε απαγόρευση συναλλαγών σε επιπλέον τράπεζες στη Ρωσία και σε τράπεζες σε τρίτες χώρες, ενισχύθηκαν τα μέτρα κατά της παράκαμψης των κυρώσεων πλήττοντας πλατφόρμες κρυπτονομισμάτων και περιορίστηκαν οι συναλλαγές με οντότητες σε ειδικές οικονομικές ζώνες. Παράλληλα, το Δεκέμβριο του 2025 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εξειδίκευσε τη νέα πρότασή της για τη χρηματοδότηση των προσπαθειών άμυνας και ανασυγκρότησης της Ουκρανίας, σύμφωνα με την οποία η ΕΕ θα παράσχει στην Ουκρανία ένα Δάνειο Αποζημίωσης (Reparation Loan) με τα ταμειακά υπόλοιπα που συνδέονται με τα ακινητοποιημένα ρωσικά περιουσιακά στοιχεία, το οποίο θα αποπληρωθεί μόνο όταν η Ρωσία καταβάλει τις αποζημιώσεις στην Ουκρανία.

Αναφορικά με τις εξελίξεις στη Γάζα, η ΕΕ στήριξε πλήρως το ειρηνευτικό σχέδιο που συμφωνήθηκε στο Σαρμ ελ Σείχ με διαμεσολάβηση από τις ΗΠΑ, το Κατάρ, την Αίγυπτο και την Τουρκία και δήλωσε ότι θα συμβάλει με όλα τα μέσα που διαθέτει στην επιτυχή υλοποίησή του, έτσι ώστε σε βάθος χρόνου να ευοδωθούν οι προσπάθειες για μια λύση δύο κρατών και διαρκή ειρήνη.

4 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΙΚΕΣ ΣΕ ΒΑΛΚΑΝΙΚΕΣ ΚΑΙ ΥΠΟΨΗΦΙΕΣ ΠΡΟΣ ΕΝΤΑΞΗ ΣΤΗΝ ΕΕ ΧΩΡΕΣ³

Στις οικονομίες των Βαλκανίων ο μέσος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ επιβραδύνθηκε το 2025, με ανομοιογενείς εξελίξεις στις επιμέρους χώρες, ωστόσο για το 2026 αναμένεται ότι θα επιταχυνθεί. Στην Τουρκία ο ρυθμός ανάπτυξης εκτιμάται ότι παρέμεινε ικανοποιητικός το 2025, ενώ ο πληθωρισμός υποχώρησε κατά τουλάχιστον 20 ποσ. μον. έναντι του προηγούμενου έτους, καθώς η στροφή της κεντρικής τράπεζας (από το Μάιο του 2024) προς μια περισσότερο “ορθόδοξη” νομισματική πολιτική αυξάνει την εμπιστοσύνη και αμβλύνει τις πληθωριστικές πιέσεις. Ανάμεσα στα δύο κράτη-μέλη της ΕΕ, η Βουλγαρία διατηρεί σαφώς καλύτερη μακροοικονομική εικόνα σε σχέση με εκείνη της Ρουμανίας, η οποία παρέμεινε εγκλωβισμένη και το 2025 σε χαμηλό ρυθμό ανόδου του ΑΕΠ, υψηλό πληθωρισμό και μεγάλα δίδυμα ελλείμματα. Ο μέσος ρυθμός ανάπτυξης των χωρών των Δυτικών Βαλκανίων εκτιμάται ότι θα επιβραδυνθεί σε 2,8% το 2025 από 3,3% το 2024, λόγω της συνεχιζόμενης παγκόσμιας αβεβαιότητας, της ασθενούς ζήτησης εκ μέρους της ΕΕ και της αυξημένης πολιτικής αβεβαιότητας σε ορισμένες χώρες της περιοχής, π.χ. στη Σερβία.

Αναλυτικότερα, ο ρυθμός οικονομικής μεγέθυνσης της Βουλγαρίας επιταχύνθηκε το πρώτο εξάμηνο του 2025 σε 3,2% (σε ετήσια βάση) από 2,9% το δεύτερο εξάμηνο του 2024, υποστηριζόμενος από την ιδιωτική κατανάλωση λόγω της ισχυρής ανόδου του διαθέσιμου εισοδήματος, αλλά και από τις δημόσιες επενδύσεις μετά την αυξημένη απορρόφηση των κονδυλίων της ΕΕ. Οι εξαγωγές συρρικνώθηκαν στις αρχές του 2025, εν μέρει λόγω των εργασιών συντήρησης που πραγματοποιήθηκαν από δύο μεγάλες εξαγωγικές εταιρίες και της ασθενούς εξωτερικής ζήτησης για ενεργειακά προϊόντα και πρώτες ύλες. Ο πληθωρισμός ανήλθε σε 5,3% τον Οκτώβριο του 2025 μετά την αύξηση σε 20% του συντελεστή ΦΠΑ στο ψωμί και τα γεύματα στα εστιατόρια, τους υψηλότερους φόρους ειδικής κατανάλωσης στον καπνό και τις υψηλότερες τιμές στη θέρμανση, την ηλεκτρική ενέργεια και τα τρόφιμα. Για το 2026 ο ρυθμός οικονομικής

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

Χώρα	ΑΕΠ (ετήσιες % μεταβολές όγκου)			Πληθωρισμός (μέσος, ετήσιες % μεταβολές) ³			Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)			Δημοσιονομικό αποτέλεσμα (% του ΑΕΠ)			Πιστωτική επέκταση (ετήσιες % μεταβολές) ³			Δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας (%)		Μη εξυπηρετούμενα δάνεια (%)	
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2023	2024	2025 ²	2024	2025 ²	2024	2025 ²
Βουλγαρία ¹	3,4	3,0	2,7	2,6	3,5	2,9	-0,6	-1,8	-1,5	-3,0	-3,0	-2,7	14,6	18,5	18,4	23,4	-	1,8	-
Ρουμανία ¹	0,9	0,7	1,1	5,8	6,7	5,9	-8,3	-7,9	-6,4	-9,3	-8,4	-6,2	8,3	15,1	-	23,7	-	2,6	2,5
Τουρκία	3,3	3,4	3,4	58,5	35,2	24,8	-0,8	-1,5	-1,6	-3,2	-3,1	-3,1	56,0	43,6	38,7	19,7	17,7	1,8	1,9
Δυτικά Βαλκάνια																			
Αλβανία	4,0	3,6	3,5	2,2	2,4	3,0	-2,5	-2,6	-2,7	-0,7	-2,2	-1,9	2,6	10,2	10,9	19,8	-	4,2	4,0
Βοσνία-Ερζεγοβίνη	2,5	1,8	2,2	1,7	4,0	3,3	-4,3	-3,9	-4,1	-1,9	-2,5	-3,0	5,0	9,0	9,5	20,6	19,8	3,2	2,9
Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας	3,0	3,2	3,3	3,5	3,9	3,2	-2,2	-2,3	-2,1	-4,4	-4,3	-3,8	6,2	7,6	12,3	18,9	-	2,6	-
Μαυροβούνιο	3,2	3,0	3,1	3,3	3,8	3,2	-16,8	-17,1	-17,4	-3,1	-3,5	-3,3	10,8	13,3	15,7	19,4	-	4,1	3,3
Σερβία	3,9	2,2	3,3	4,7	4,0	4,1	-4,7	-5,3	-6,1	-2,0	-3,0	-3,0	1,7	4,5	10,1	21,9	-	2,5	-
Μέσος όρος	3,3	2,8	3,1	3,1	3,6	3,4	-6,1	-6,2	-6,5	-2,4	-3,1	-3,0	5,3	8,9	11,7	20,1	-	3,3	3,4

Πηγές: European Commission, *European Economic Forecast, Autumn 2025*, Νοέμβριος 2025, και *EU Candidate Countries' & Potential Candidates' Economic Quarterly (CEEQ) – Western Balkans and Türkiye, 3rd Quarter 2025*, Οκτώβριος 2025, και εθνικές κεντρικές τράπεζες.
Σημείωση: Για το 2025 εκτιμήσεις και για το 2026 προβλέψεις.

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

2 Τελευταίος διαθέσιμος μήνας.

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

μεγέθυνσης της Βουλγαρίας προβλέπεται ότι θα υποχωρήσει οριακά (βλ. Πίνακα II.2), καθώς η άνοδος της ιδιωτικής κατανάλωσης και των δημόσιων επενδύσεων αναμένεται να μετριαστεί. Η αναπτυξιακή πορεία της χώρας το 2026 αναμένεται ότι θα υποστηριχθεί από τη μείωση του συναλλαγματικού κόστους και τα χαμηλότερα ασφάλιστρα επιτοκίων⁴ εν όψει της επικείμενης ένταξης της χώρας στη ζώνη του ευρώ.

Στη Ρουμανία ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα επιβραδυνθεί το 2025. Η πολιτική και δημοσιονομική αβεβαιότητα της χώρας επηρέασαν αρνητικά την ιδιωτική κατανάλωση κατά το πρώτο εξάμηνο του έτους (επιβράδυνση σε 1,4% από 5,7% το δεύτερο εξάμηνο του 2024 σε ετήσια βάση). Το καλοκαίρι υιοθετήθηκαν πακέτα δημοσιονομικής εξυγίανσης που εκτιμάται ότι θα επηρεάσουν αρνητικά τόσο τη δημόσια όσο και την ιδιωτική κατανάλωση. Η πορεία της οικονομίας της χώρας εκτιμάται ότι θα στηριχθεί από την ανάκαμψη του ακαθάριστου σχηματισμού πάγιου κεφαλαίου και από τις εξαγωγές που παραμένουν ανθεκτικές. Ο πληθωρισμός επιταχύνθηκε το γ' τρίμηνο του έτους (Οκτώβριος: 9,8%), τροφοδοτούμενος από την αύξηση του ΦΠΑ, των ειδικών φόρων κατανάλωσης και την απελευθέρωση του ανώτατου ορίου στις τιμές ηλεκτρικής ενέργειας από 1 Ιουλίου 2025. Η αντιπληθωριστική πολιτική συνεχίζεται από την κεντρική τράπεζα της Ρουμανίας, η οποία διατηρεί υψηλό το βασικό της επιτόκιο στο 6,5% από τον Αύγουστο του 2024. Για το 2026 προβλέπεται μέτρια ανάκαμψη υπό την προϋπόθεση ότι θα βελτιωθεί η εξωτερική ζήτηση, καθώς κινητήρια δύναμη αποτελούν οι εξαγωγές, οι οποίες παραμένουν σε υψηλά επίπεδα. Οι υψηλότεροι φόροι⁵ και οι περικοπές δαπανών αναμένεται ότι θα συμβάλουν στη δημοσιονομική εξυγίανση, αλλά και στην προσέλκυση κεφαλαίων από την ΕΕ που θα στηρίζουν τις επενδύσεις μετά τη βελτίωση της επιχειρηματικής εμπιστοσύνης.

4 Οι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης Fitch Ratings και S&P αναβάθμισαν τον Ιούλιο του 2025 την πιστοληπτική ικανότητα της Βουλγαρίας σε BBB+ με σταθερές προοπτικές, μετά την απόφαση ένταξης της χώρας στην ευρωζώνη από 1.1.2026.

5 Στις 7.7.2025 εγκρίθηκε η αύξηση του συντελεστή ΦΠΑ από 19% σε 21%.

Στις χώρες των Δυτικών Βαλκανίων⁶ (με εξαίρεση τη Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας και το Μαυροβούνιο), ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης εκτιμάται ότι επιβραδύνθηκε το 2025, ενώ προβλέπεται ότι θα επιταχυνθεί το 2026. Κατά το πρώτο εξάμηνο του 2025 ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ στα Δυτικά Βαλκάνια επιβραδύνθηκε, αντανakλώντας τις επιπτώσεις από τη βραδύτερη ανάπτυξη των προηγμένων οικονομιών της Ευρώπης, η οποία επηρεάζει αρνητικά τις οικονομίες της περιοχής που βασίζονται σε εξαγωγές προς την ΕΕ. Η ιδιωτική κατανάλωση και, σε μικρότερο βαθμό, οι δημόσιες επενδύσεις θα παραμείνουν οι κύριοι μοχλοί ανάπτυξης της περιοχής, παρά τη σχετική εξασθένησή τους λόγω της διάβρωσης των πραγματικών εισοδημάτων και της ασθενέστερης κατασκευαστικής δραστηριότητας αντίστοιχα. Στη Σερβία, τη μεγαλύτερη οικονομία της περιοχής, εκτιμάται ότι θα καταγραφεί ο πιο έντονος ρυθμός συρρίκνωσης του ΑΕΠ μετά τις συνεχιζόμενες εσωτερικές πολιτικές αναταραχές σε συνδυασμό με την παγκόσμια αβεβαιότητα, που έχουν επηρεάσει αρνητικά την επιχειρηματική εμπιστοσύνη, ενώ οι εισροές ξένων άμεσων επενδύσεων έχουν μειωθεί στο μισό σε σύγκριση με το 2024. Οι κίνδυνοι που περιβάλλουν τις προβλέψεις για τα Δυτικά Βαλκάνια αφορούν τις συνεχιζόμενες δυσμενείς εγχώριες πολιτικές εξελίξεις, την αβεβαιότητα σχετικά με το παγκόσμιο εμπόριο και τις επενδύσεις και την επιδείνωση των συνθηκών χρηματοδότησης. Ωστόσο, οι κίνδυνοι αυτοί μπορούν να αντισταθμιστούν εν μέρει από την ταχεία εφαρμογή των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων που υποστηρίζονται από την ΕΕ.

Στην Τουρκία ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ το β' τρίμηνο του 2025 επιταχύνθηκε σε 4,8% σε ετήσια βάση, από 2,3% το α' τρίμηνο του έτους και 3% το δ' τρίμηνο του 2024. Η ιδιωτική κατανάλωση το β' τρίμηνο ενισχύθηκε σε 5,1%, έναντι 1,6% το α' τρίμηνο. Αντίστοιχα, οι συνολικές επενδύσεις ανέκαμψαν σημαντικά σε 8,8% από 1,6%, κυρίως λόγω των επενδύσεων σε κατασκευές και μηχανήματα-εξοπλισμό. Η εγχώρια ζήτηση παραμένει ο κύριος αναπτυξιακός παράγοντας, αν και άρχισε να εμφανίζει σημάδια κόπωσης. Ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός αναμένεται να διαμορφωθεί σε 35,2% το 2025, έναντι 58,5% το 2024.⁷ Ο ρυθμός ανάπτυξης, αφού ομαλοποιήθηκε (από 5,1% το 2023 σε 3,3% το 2024) εν μέρει λόγω της αυστηρότερης νομισματικής πολιτικής, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής αναμένεται να διαμορφωθεί σε 3,4% το 2025 και το 2026.

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

7 Η κεντρική τράπεζα της Τουρκίας, αναμένοντας συνέχιση της αποκλιμάκωσης των τιμών, προχώρησε κατά τη συνεδρίαση του Δεκεμβρίου σε μείωση του βασικού επιτοκίου κατά 150 μ.β. στο 38%.

Πλαίσιο II.1

ΔΑΣΜΟΙ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑ: ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ

Η μεταστροφή της εμπορικής πολιτικής των ΗΠΑ υπέρ του προστατευτισμού έχει αποτελέσει πηγή σημαντικής οικονομικής αβεβαιότητας και έχει συμβάλει στην αύξηση του διεθνούς γεωοικονομικού κατακερματισμού, επηρεάζοντας αρνητικά τις παγκόσμιες εμπορικές ροές.¹ Το παρόν πλαίσιο επισκοπεί συνοπτικά τις εξελίξεις στη δασμολογική πολιτική των ΗΠΑ και στη συνέχεια παραθέτει διαθέσιμες εκτιμήσεις των επιδράσεων στο ΑΕΠ και στον πληθωρισμό για τις ΗΠΑ και την Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ).

Διαχρονική εξέλιξη των δασμολογικών μέτρων των ΗΠΑ

Τα τελευταία χρόνια παρατηρήθηκε μια αξιοσημείωτη στροφή στην εμπορική πολιτική των ΗΠΑ, οι οποίες, μετά από δεκαετίες προσήλωσής τους στις αρχές του ελεύθερου εμπορίου, υιοθέτησαν μια στάση υπέρ του προστατευτισμού, κυρίως μέσω της απειλής και της επιβολής δασμών σε σημαντικούς εμπορικούς τους εταίρους. Αυτή

1 Σχετικά με τον οικονομικό αντίκτυπο του διεθνούς εμπορικού κατακερματισμού ο οποίος παρατηρήθηκε μετά την πανδημική και την ενεργειακή κρίση, βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2024*, Πλαίσιο II.1 “Διεθνής εμπορικός κατακερματισμός: επιπτώσεις και κίνδυνοι για την παγκόσμια οικονομία”.

η στροφή υλοποιήθηκε σε τρεις διαδοχικές φάσεις: ξεκίνησε την περίοδο 2018-20, συνεχίστηκε ήπια την περίοδο 2021-24 και κορυφώθηκε το 2025.

Οι ΗΠΑ έχουν χρησιμοποιήσει τους δασμούς ως ένα πολυδιάστατο εργαλείο οικονομικής πολιτικής: Πρώτον, ως διαπραγματευτικό εργαλείο, μέσω του οποίου ασκούν πίεση σε εμπορικούς εταίρους τους για να επιτύχουν ευνοϊκότερες συμφωνίες, όπως έγινε στη διαπραγμάτευση με την ΕΕ. Δεύτερον, ως “τιμωρητικό” εργαλείο, αποτελώντας μια εναλλακτική πολιτική αντί για οικονομικές κυρώσεις, με στόχο την επιβολή της αμερικανικής πολιτικής σε διεθνές επίπεδο (Βραζιλία, Ινδία κ.λπ.). Και τρίτον, ως μακροοικονομικό εργαλείο, με σκοπό την προστασία των εγχώριων κλάδων παραγωγής από αθέμιτες εμπορικές πρακτικές του διεθνούς ανταγωνισμού, τον επαναπατρισμό της παραγωγής, τη μείωση του εμπορικού ελλείμματος των ΗΠΑ και την αύξηση των κρατικών εσόδων.

Ήδη από το Μάρτιο του 2018 οι ΗΠΑ επέβαλαν δασμούς 25% στις εισαγωγές χάλυβα και 10% στις εισαγωγές αλουμινίου από τις περισσότερες χώρες, συμπεριλαμβανομένων βασικών εταίρων τους όπως η ΕΕ και ο Καναδάς, κάτι που οδήγησε σε άμεσες αντιδράσεις από πλευράς της εμπορικής πολιτικής αυτών των χωρών. Τον Ιούλιο του 2018 ξεκίνησε εμπορικός πόλεμος με την Κίνα, με τις ΗΠΑ να επιβάλλουν δασμούς σε κινεζικά προϊόντα ως απάντηση σε αυτό που, κατά τους ισχυρισμούς τους, συνιστούσε αθέμιτο ανταγωνισμό και κλοπή πνευματικής ιδιοκτησίας. Επιπρόσθετα, από 1.7.2020 η συμφωνία ελεύθερου εμπορίου NAFTA αντικαταστάθηκε από την USMCA.²

Την περίοδο 2021-24 η Προεδρία Biden, αν και υιοθέτησε μια πιο ήπια ρητορική, διατήρησε την πλειονότητα των δασμών προς την Κίνα. Το Μάιο του 2024 μάλιστα, επιβλήθηκαν από τις ΗΠΑ νέοι, στοχευμένοι δασμοί σε κινεζικά προϊόντα, συμπεριλαμβανομένων των ηλεκτρικών οχημάτων, για την προστασία της εγχώριας βιομηχανίας.

Με την έναρξη του 2025 σηματοδοτήθηκε μια μεγάλη αλλαγή, καθώς η δασμολογική πολιτική των ΗΠΑ επεκτάθηκε και έγινε σχεδόν καθολική. Το Φεβρουάριο του 2025 οι ΗΠΑ επέβαλαν δασμούς 25% στις περισσότερες εισαγωγές από τον Καναδά και το Μεξικό, επικαλούμενες λόγους ασφάλειας. Αποκορύφωμα της νέας πολιτικής ήταν η “Ημέρα Απελευθέρωσης” (Liberation Day) στις 2.4.2025, οπότε θεσπίστηκαν οι λεγόμενοι “ανταποδοτικοί” δασμοί (reciprocal tariffs) επί των εισαγωγών στις ΗΠΑ, με διαφορετικούς συντελεστές για κάθε χώρα και με έναν ελάχιστο καθολικό δασμό 10% (baseline tariff) να επιβάλλεται σε όλους τους διεθνείς εταίρους. Παράλληλα, καταργήθηκε η απαλλαγή “de minimis”, που επέτρεπε την εισαγωγή προϊόντων χαμηλής αξίας χωρίς δασμούς. Το καλοκαίρι του 2025 εφαρμόστηκαν νέοι ειδικοί δασμοί ανά χώρα, που για τις εισαγωγές από τη Βραζιλία και την Ινδία έφθασαν έως και το 50%, ενώ οι δασμοί στα ρωσικά προϊόντα αυξήθηκαν στο 100%.

Σε σχέση με την ΕΕ, μετά την απειλή των ΗΠΑ ότι από 1.6.2025 θα επιβάλουν δασμούς 50% στις εισαγωγές από αυτήν, οι δύο εταίροι κατέληξαν στις 27.7.2025 σε “Συμφωνία-πλαίσιο”, η οποία, αν και απέτρεψε έναν πλήρη εμπορικό πόλεμο, οδήγησε σε σημαντική αύξηση των δασμών. Με αυτήν επιβάλλεται στην ΕΕ ένας νέος βασικός οριζόντιος δασμός 15%, αρκετά υψηλότερος από τον μέχρι πρότινος ισχύοντα μέσο δασμό με βάση τη ρήτρα του πλέον ευνοούμενου κράτους (Most Favoured Nation – MFN), δηλ. 3,4% για τις εισαγωγές των ΗΠΑ από την ΕΕ (5,1% για εισαγωγές της ΕΕ από τις ΗΠΑ αντίστοιχα). Αυτός ο νέος δασμός του 15% δεν εφαρμόζεται αθροιστικά προς τους δασμούς που ίσχυαν, αλλά τους αυξάνει σε 15% εφόσον ήταν χαμηλότεροι από αυτό το ποσοστό. Στις περιπτώσεις όπου ο προγενέστερος δασμός ήταν υψηλότερος, τότε ισχύει μόνο το 15%. Οι δασμοί στο χάλυβα, το αλουμίνιο και το χαλκό διαμορφώθηκαν στο 50%. Επιπλέον, η ΕΕ δεσμεύθηκε να αυξήσει σε 750 δισεκ. δολάρια τις αγορές της σε ενεργειακά αγαθά των ΗΠΑ και να πραγματοποιήσει νέες επενδύσεις ύψους 600 δισεκ. δολαρίων στις ΗΠΑ έως το 2028. Τέλος, η ΕΕ συμφώνησε να καταργήσει τους δασμούς της σε όλα τα βιομηχανικά προϊόντα των ΗΠΑ, ως προϋπόθεση ώστε οι ΗΠΑ να μειώσουν τους δασμούς στα ευρωπαϊκά αυτοκίνητα στο 15%, και να παράσχει πρόσβαση στην ευρωπαϊκή αγορά για τα αμερικανικά αγροτικά

2 Η Συμφωνία Ελεύθερου Εμπορίου Βόρειας Αμερικής (North American Free Trade Agreement – NAFTA) μεταξύ ΗΠΑ, Καναδά και Μεξικού, που τέθηκε σε ισχύ το 1994, δημιούργησε μια ζώνη ελεύθερων συναλλαγών στη Βόρεια Αμερική. Αντικαταστάθηκε επίσημα από τη συμφωνία USMCA (United States-Mexico-Canada Agreement), που διατηρεί μεγάλο μέρος του πλαισίου της NAFTA, αλλά περιλαμβάνει και επικαιροποιημένες διατάξεις, ιδίως στους τομείς της αυτοκινητοβιομηχανίας και του ψηφιακού εμπορίου, καθώς και στα εργασιακά δικαιώματα και την προστασία του περιβάλλοντος.

προϊόντα. Για την Ελλάδα, ως μέλος της ΕΕ, το εμπόριό της με τις ΗΠΑ διέπεται από αυτή τη συμφωνία-πλαίσιο, με τις βασικές εξαγωγές της Ελλάδος, όπως το ελαιόλαδο και το αλουμίνιο, να υπόκεινται πλέον στους νέους δασμολογικούς συντελεστές 15% και 50% αντίστοιχα.

Αντίστοιχη διμερή συμφωνία οριστικοποίησαν οι ΗΠΑ με την Ιαπωνία το Σεπτέμβριο του 2025. Αυτή θεσπίζει ένα νέο βασικό δασμό 15% (MFN για εισαγωγές των ΗΠΑ από την Ιαπωνία: 3,9%) στις περισσότερες εισαγωγές ιαπωνικής προέλευσης, συμπεριλαμβανομένων των αυτοκινήτων και των ανταλλακτικών αυτοκινήτων, εξαιρώντας όμως ορισμένους στρατηγικούς τομείς όπως τα γενόσημα φαρμακευτικά προϊόντα.

Με το Ηνωμένο Βασίλειο (ΗΒ) οι ΗΠΑ κατέληξαν σε ευνοϊκότερη από ό,τι με την Ιαπωνία συμφωνία τον Ιούνιο, σε μια προσπάθεια διατήρησης της στρατηγικής συνεργασίας μεταξύ των δύο χωρών, υπογράφοντας τη Συμφωνία Οικονομικής Ευημερίας (Economic Prosperity Deal) και τη Συμφωνία Τεχνολογικής Ευημερίας (Technology Prosperity Deal). Η πρώτη θεσπίζει στις περισσότερες εισαγωγές προϊόντων από το ΗΒ έναν οριζόντιο δασμό 10%, ο οποίος προστίθεται στον ήδη υπάρχοντα μέσο δασμό MFN 3,4% για τις εισαγωγές των ΗΠΑ από το ΗΒ (3,9% για εισαγωγές του ΗΒ από τις ΗΠΑ αντίστοιχα). Επίσης, περιλαμβάνει τη μείωση ή κατάργηση δασμών σε ορισμένες κατηγορίες προϊόντων, όπως τα αυτοκίνητα (μείωση δασμών στο 10% για το ΗΒ, με ποσόστωση) και τα βιομηχανικά προϊόντα, εξαιρώντας το ΗΒ από την τελευταία αύξηση των δασμών σε χάλυβα και αλουμίνιο, από 25% σε 50%, που επιβλήθηκε σε άλλες χώρες, με αντάλλαγμα τη μείωση ή κατάργηση δασμών σε συγκεκριμένα προϊόντα των ΗΠΑ που εξάγονται στο ΗΒ, καθώς και πολυάριθμων μη δασμολογικών εμποδίων που θεωρείται ότι προκαλούν αθέμιτες διακρίσεις κατά των αμερικανικών προϊόντων. Η δεύτερη συμφωνία ενισχύει τη συνεργασία ΗΒ-ΗΠΑ σε προηγμένες τεχνολογίες μέσω της δημιουργίας εναρμονισμένων προτύπων, της εξασφάλισης ανθεκτικότερων εφοδιαστικών αλυσίδων και της κοινής προσπάθειας για καινοτομία.

Με την Κίνα, η εμπορική σχέση των ΗΠΑ υπήρξε περισσότερο τεταμένη, καθώς η Κίνα απάντησε με ισόποσες αυξήσεις στους “ανταποδοτικούς” δασμούς των ΗΠΑ, οι οποίοι έφθασαν στις 11.4.2025 για τα περισσότερα προϊόντα το 145% για εισαγωγές στις ΗΠΑ από την Κίνα και 125% για εισαγωγές στην Κίνα από τις ΗΠΑ. Το Μάιο του 2025 επιτεύχθηκε προσωρινή συμφωνία-παύση στο δασμολογικό πόλεμο που είχε κλιμακωθεί. Το μεταξύ τους δασμολογικό καθεστώς, που τελικά συμφωνήθηκε από τους ηγέτες των δύο μεγαλύτερων οικονομιών του κόσμου στις 30.10.2025 στη Νότιο Κορέα, είναι πιο σύνθετο σε σχέση με άλλους εταίρους. Με ισχύ από 10.11.2025 έως 10.11.2026 προβλέπει: γενικό “ανταποδοτικό” δασμό 10% στις εισαγωγές στις ΗΠΑ από την Κίνα, αντί 34% που είχε ανακοινωθεί στις 2.4.2025, συν 10% αντί 20% στο δασμό φαιντανύλης, συν 25% σε πολλές κατηγορίες προϊόντων, συν 3,3% ρήτρα MFN. Αντίστοιχα, η Κίνα μείωσε στο 10% το βασικό δασμό στα εισαγόμενα προϊόντα με προέλευση τις ΗΠΑ.

Οι μακροοικονομικές συνέπειες των πρόσφατων δασμών των ΗΠΑ

Η αύξηση των δασμολογικών συντελεστών από τις ΗΠΑ προς τις περισσότερες οικονομίες του κόσμου αποτελεί διαταραχή της εξωτερικής ζήτησης για τις χώρες αυτές, στο βαθμό που θα οδηγήσει σε ανάσχεση της αύξησης ή και σε μείωση των εξαγωγών τους. Ταυτόχρονα, αποτελεί διαταραχή της συνολικής προσφοράς για τις ΗΠΑ, καθώς προκαλεί στη χώρα που τους επιβάλλει άμεση αύξηση του κόστους των εισαγόμενων αγαθών, επιβαρύνοντας τα περιθώρια κέρδους των επιχειρήσεων ή/και τις τελικές τιμές καταναλωτή, με αποτέλεσμα την ενίσχυση των πληθωριστικών πιέσεων.

Παράλληλα, οι δασμοί λειτουργούν ως εμπόδιο στην ομαλή λειτουργία των αγορών, στρεβλώνοντας τις σχετικές τιμές και περιορίζοντας τον όγκο του διεθνούς εμπορίου. Οδηγούν σε χαμηλότερη αξιοποίηση των παραγωγικών συντελεστών και μειώνουν το δυνητικό προϊόν. Επιπλέον, η ανακατανομή των πόρων προς λιγότερο αποδοτικούς τομείς, λόγω προστατευτισμού, υπονομεύει τη συνολική οικονομική αποτελεσματικότητα σε διεθνές επίπεδο. Η επιβολή ή η απειλή επιβολής δασμών διαταράσσει τις παγκόσμιες αλυσίδες αξίας, δημιουργώντας αβεβαιότητα στις επενδύσεις, ενώ συχνά οδηγεί σε εμπορικά αντίποινα από άλλες χώρες, προκαλώντας ένα φαύλο κύκλο εμπορικών αντιπαραθέσεων που οξύνει τις γεωοικονομικές τριβές και εντάσεις και μειώνει την προβλεψιμότητα του διεθνούς περιβάλλοντος.

Δασμολογικοί συντελεστές των ΗΠΑ σε βασικούς εμπορικούς εταίρους

Κατηγορία δασμού/Προϊόν	ΕΕ	Ιαπωνία	Κίνα	Ηνωμένο Βασίλειο
Ανταποδοτικός δασμός (reciprocal tariff)	15% (συνολικά)	15% (συνολικά)	20% έως 45% (πλέον 3,3% ρήτρα MFN)	10%
Χάλυβας και αλουμίνιο	50%	50%	50%	25% (λόγω ειδικής συμφωνίας)
Αυτοκίνητα και ανταλλακτικά	15%	15%	25%	10% με ποσόστωση έως 100 χιλ. αυτοκίνητα, πέραν αυτού του ορίου 25%
Κατάργηση εξαιρέσεων δασμών για εισαγωγές αξίας <800 δολ. ΗΠΑ (de minimis exemption)	Αναστέλλεται	Αναστέλλεται	Αναστέλλεται	Αναστέλλεται

Πηγή: Επίσημες ανακοινώσεις της αμερικανικής κυβέρνησης με βάση τις εμπορικές συμφωνίες που συνήφθησαν μετά την “Ημέρα Απελευθέρωσης”.

Συνολικά, οι δασμοί επηρεάζουν όχι μόνο τις τιμές και την παραγωγή βραχυπρόθεσμα, αλλά και τη μακροπρόθεσμη οικονομική ανάπτυξη, την καινοτομία και τη διεθνή συνεργασία.³

Εκτιμήσεις επιπτώσεων

Η στροφή προς πολιτικές εμπορικού προστατευτισμού έχει προκαλέσει έντονο ενδιαφέρον σε θεσμικούς και ακαδημαϊκούς κύκλους ως προς τις μακροοικονομικές επιπτώσεις και τις αναδιανεμητικές συνέπειες. Για τις ΗΠΑ οι τρέχουσες δημοσιεύσεις καταδεικνύουν τις κατά βάση αρνητικές επιδράσεις στην οικονομική ανάπτυξη και τις αυξητικές επιδράσεις στον πληθωρισμό από την εφαρμογή δασμών. Οι εκτιμήσεις ποικίλλουν, γενικώς όμως υποδεικνύουν σημαντικότερες επιπτώσεις για το 2025 και το 2026 και πιο περιορισμένες μακροπρόθεσμα. Το εύρος των εκτιμήσεων εξηγείται από τις διαφορετικές παραδοχές για την ένταση των δασμών, τα πιθανά ανταποδοτικά μέτρα, τη συμπεριφορά της συναλλαγματικής ισοτιμίας και τους διαύλους επίδρασης.⁴

Οι εκτιμήσεις για τις επιπτώσεις στην Ευρώπη, με βάση τη συμφωνία του Ιουλίου 2025, δείχνουν επίσης αρνητική επίδραση στο ΑΕΠ.⁵ Για τη ζώνη του ευρώ η ΕΚΤ υπολογίζει σωρευτική επίπτωση στο ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ ίση προς -0,7 της ποσοστιαίας μονάδας (ποσ. μον.) για την περίοδο 2025-27. Οι εκτιμήσεις της ΕΚΤ για τις επιπτώσεις στο γενικό πληθωρισμό της ευρωζώνης δείχνουν σχεδόν αμελητέες επιδράσεις, δηλ. μείωση του πληθωρισμού συνολικά κατά 0,05 ποσ. μον. κατ' έτος το 2026 και το 2027.

Συμπεράσματα

Η απειλή επιβολής υψηλών δασμών αρχικώς, η θέσπιση στη συνέχεια από τις ΗΠΑ αυξημένων δασμολογικών συντελεστών για τα αγαθά που εισάγονται στις ΗΠΑ από όλες τις χώρες και η αβεβαιότητα που επικράτησε κατά το μεγαλύτερο μέρος του 2025 ως προς την τελική έκβαση των διαπραγματεύσεων αποτέλεσαν μία ακόμη σημαντική εξωτερική διαταραχή στο διεθνές εμπόριο και στην παγκόσμια οικονομία. Η υποχώρηση της αυξημένης αβεβαιότητας μετά τις νέες εμπορικές συμφωνίες που συνήφθησαν με σημαντικούς εταίρους των ΗΠΑ αντιστάθμισε εν μέρει την αναμενόμενη επίπτωση των αυξημένων δασμών. Η αρνητική επίπτωση στην εξέλιξη του ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα είναι μεγαλύτερη στις ΗΠΑ σε σχέση με την ΕΕ, όπως επίσης και στον

3 Βλ. Krugman, P.R., M. Obstfeld and M.J. Melitz (2022), *International economics: Theory and policy* (12th ed.), Pearson.

4 Βλ. α) PIIE, “[The global trade war: An update](#)”. β) Conference Board, “[Reciprocal Tariffs Will Weaken US and Global Economies](#)”. Η πρόβλεψη σε αυτή την ανάλυση δεν περιλαμβάνει εκτίμηση με τυχόν αντίποινα από τους εμπορικούς εταίρους, τα οποία μπορούν να επιδενώσουν την οικονομική ζημία. γ) Yale Budget Lab, “[State of U.S. Tariffs](#)”. δ) Congressional Budget Office, “[Budgetary and Economic Effects of Increases in Tariffs](#)”. ε) Schmitt-Grohé, S. and M. Uribe (2025), “[Transitory and Permanent Import Tariff Shocks in the United States: An Empirical Investigation](#)”, NBER Working Paper No. w33997. Σε αυτή την ανάλυση οι συγγραφείς αναφέρουν ότι ο μακροοικονομικός αντίκτυπος εξαρτάται από τη μονιμότητα των δασμών και την αξιοπιστία της δασμολογικής πολιτικής. Οι προσωρινοί δασμοί τείνουν να έχουν περιορισμένες συσταλτικές ή πληθωριστικές επιπτώσεις. Αντίθετα, οι μόνιμοι δασμοί συνδέονται με μια πιο διαρκή αύξηση του επιπέδου των τιμών και μια επίμονη αρνητική επίδραση στα πραγματικά εισοδήματα και την ανάπτυξη.

5 Βλ. α) Kiel Institute, “[Kiel Trade and Tariffs Monitor](#)”, β) Bottazzi et al. (2025), “[Euro Area Risks Amid US Protectionism](#)”, και γ) CEPS (2025), “[The EU-US trade deal promises temporary relief but longer-term pain](#)”.

πληθωρισμό όπου οι συνέπειες για τη ζώνη του ευρώ θεωρούνται αμελητέες. Η εκτροπή του εμπορίου και ο αυξημένος ανταγωνισμός τιμών από την Κίνα ενέχουν κινδύνους για την ΕΕ, ωστόσο παρουσιάζονται και νέες ευκαιρίες για την ευρωπαϊκή μεταποίηση και τις εξαγωγές, καθώς οι εξελίξεις αυτές αποτελούν καταλύτη σε επιχειρήσεις, εθνικές κυβερνήσεις αλλά και ευρωπαϊκούς θεσμούς για τον ταχύτερο μετασχηματισμό των οικονομιών της ΕΕ.

Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επιδιώκει τη διατηρήσιμη σταθεροποίηση του πληθωρισμού στο μεσοπρόθεσμο στόχο του 2%. Προς τούτο, χαράζει την πολιτική επιτοκίων του Ευρωσυστήματος με βάση την εξέταση μεγάλου εύρους διαθέσιμων οικονομικών στοιχείων και πληροφοριών.¹

Το Διοικητικό Συμβούλιο δεν δεσμεύεται να τηρήσει προδιαγεγραμμένη μελλοντική πορεία για τα βασικά επιτόκια. Επαναξιολογεί την πολιτική επιτοκίων σε κάθε νέα σχετική συνεδρίασή του με γνώμονα: α) τις προοπτικές του πληθωρισμού και τους κινδύνους οι οποίοι τις περιβάλλουν, β) τη δυναμική του υποκείμενου πληθωρισμού και γ) την έκταση στην οποία η επίδραση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής μεταδίδεται στην πραγματική οικονομία της ζώνης του ευρώ.

Οι μειώσεις των βασικών επιτοκίων του Ευρωσυστήματος, που είχαν ξεκινήσει τον Ιούνιο του 2024, εξακολούθησαν και κατά το πρώτο εξάμηνο του 2025 (βλ. Πίνακα III.1). Τα βασικά επιτόκια μειώθηκαν για τελευταία φορά τον Ιούνιο του 2025, οπότε κρίθηκε ότι ο πληθωρισμός είχε επιστρέψει πλέον πλησίον του στόχου του 2%, ενώ οι σχετικές προβλέψεις των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος υποδείκνυαν ότι και το 2027 ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ θα διαμορφωνόταν στο 2%.

Στις υπόλοιπες συνεδριάσεις του εντός του 2025 που ήταν αφιερωμένες στην απόφαση για το επίπεδο των βασικών επιτοκίων, δηλαδή στα τέλη Ιουλίου, στις αρχές Σεπτεμβρίου, στα τέλη Οκτωβρίου και στα μέσα Δεκεμβρίου, το Διοικητικό Συμβούλιο θεώρησε ότι τα εν λόγω επιτόκια δεν έπρεπε να μεταβληθούν. Το Διοικητικό Συμβούλιο δικαιολόγησε την απόφασή του αυτή με βάση το γεγονός ότι αφενός ο ρυθμός του καταγραφόμενου πληθωρισμού κατ' ουσίαν παρέμεινε στο στόχο και αφετέρου οι εκλαμβανόμενες προοπτικές για την εξέλιξη του μεγέθους αυτού στο μέλλον ουσιαστικά δεν είχαν μεταβληθεί.

Η ανάλυση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ κατά το 2025 εστιάστηκε στις ακόλουθες εξελίξεις. Ο καταγραφόμενος πληθωρισμός συνέχισε να αποκλιμακώνεται. Ο ρυθμός ανόδου της

Πίνακας III.1 Βασικά επιτόκια του Ευρωσυστήματος

(ποσοστά % ετησίως)

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

Πηγή: ΕΚΤ.

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

1 Στο κεφάλαιο αυτό έχουν ληφθεί υπόψη στοιχεία και πληροφορίες που είχαν δημοσιευθεί έως τις 18.12.2025.

αμοιβής της εργασίας συγκρατήθηκε, τάση η οποία αναμένεται να συνεχιστεί με περαιτέρω υποχώρηση. Συνδυαζόμενη με την επιτευχθείσα ανάκαμψη της παραγωγικότητας της εργασίας, η επιβράδυνση των μισθολογικών αυξήσεων είχε ως αποτέλεσμα να υποχωρήσει ο ρυθμός αύξησης του μοναδιαίου κόστους εργασίας. Οι περισσότεροι δείκτες υποκείμενου πληθωρισμού υποδήλωναν ότι ο πληθωρισμός στη Νομισματική Ένωση θα κατευθυνόταν προς το μεσοπρόθεσμο στόχο του 2%, επίπεδο στο οποίο αναμενόταν ότι θα σταθεροποιηθεί. Τα δύο πρώτα τρίμηνα του 2025 ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ ανήλθε συνολικά στο 0,7% έναντι του τελευταίου τριμήνου του 2024, ενώ το γ' τρίμηνο ο εν λόγω ρυθμός διαμορφώθηκε στο 0,3%. Οι συνθήκες στις αγορές εργασίας παραμένουν ευνοϊκές, καθώς το ποσοστό ανεργίας βρίσκεται σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, ενώ η απασχόληση εξακολουθεί να μεγεθύνεται (αν και με επιβραδυνόμενο ρυθμό). Τέλος, σημειώθηκε σημαντική υποχώρηση των επιτοκίων των επιχειρηματικών δανείων παράλληλα με σταθεροποίηση των επιτοκίων στεγαστικής πίστης. Ο ρυθμός πιστωτικής επέκτασης τόσο προς τις επιχειρήσεις όσο και προς τα νοικοκυριά κατέγραψε ταχεία άνοδο.

Τέλος, τον Ιούνιο του 2025 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ δημοσίευσε τα αποτελέσματα από την τελευταία αξιολόγηση της στρατηγικής για τη νομισματική πολιτική του Ευρωσυστήματος, τα οποία συνοψίζονται στο Πλαίσιο III.1.

1 ΜΕΤΡΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Πολιτική επιτοκίων

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ δεσμεύεται να επιδιώκει τη διατηρήσιμη σταθεροποίηση του πληθωρισμού στο μεσοπρόθεσμο στόχο του 2%. Προκειμένου να εκπληρώσει αυτή τη δέσμευση, το Διοικητικό Συμβούλιο χαράζει την πολιτική επιτοκίων του Ευρωσυστήματος με βάση την εξέταση μεγάλου εύρους διαθέσιμων οικονομικών στοιχείων και πληροφοριών. Η πολιτική επιτοκίων έχει ως ορίζοντα το διάστημα μεταξύ διαδοχικών συνεδριάσεων του Διοικητικού Συμβουλίου: σε κάθε νέα συνεδριάσή του για λήψη απόφασης σχετικά με τα επιτόκια πολιτικής, το Διοικητικό Συμβούλιο προχωρεί σε νέα αξιολόγηση των εξελίξεων οι οποίες αφορούν την οικονομία της Νομισματικής Ένωσης με κριτήρια: α) τις προοπτικές του πληθωρισμού και τους κινδύνους οι οποίοι τις περιβάλλουν, β) τη δυναμική του υποκείμενου πληθωρισμού και γ) την έκταση στην οποία μπορεί να εξακριβωθεί ότι η επίδραση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής μεταδίδεται στην πραγματική οικονομία της ζώνης του ευρώ.

Το Διοικητικό Συμβούλιο διευκρίνιζε ότι δεν δεσμεύεται να τηρήσει προδιαγεγραμμένη μελλοντική πορεία για τα βασικά επιτόκια. Από το Μάρτιο μέχρι και τον Ιούνιο του 2025, υπογράμμισε ότι οι συνθήκες αυξημένης αβεβαιότητας που επικρατούσαν επιβεβαίωναν την αναγκαιότητα αυτής της τακτικής επαναξιολόγησης.

Οι μειώσεις των βασικών επιτοκίων του Ευρωσυστήματος, που είχαν ξεκινήσει τον Ιούνιο του 2024, εξακολούθησαν και κατά το πρώτο εξάμηνο του 2025 (βλ. Πίνακα III.1). Πράγματι, στα τέλη Ιανουαρίου του 2025 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ μείωσε τα βασικά επιτόκια κατά 25 μονάδες βάσης. Η μείωση δικαιολογήθηκε από το γεγονός ότι η διαδικασία αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού σημείωνε την αναμενόμενη πρόοδο: ο ρυθμός του καταγραφόμενου πληθωρισμού διαμορφωνόταν σύμφωνα με τις προβλέψεις των υπηρεσιών της ΕΚΤ και θεωρείτο ότι επρόκειτο να συγκλίνει στο στόχο εντός του 2025. Επιπλέον, οι περισσότεροι δείκτες υποκείμενου πληθωρισμού υποδήλωναν ότι η σύγκλιση αυτή δεν θα είναι παροδική. Το Διοικητικό Συμβούλιο επισήμανε ότι οι προηγηθείσες μειώσεις των επιτοκίων πολιτικής (από τον Ιούνιο του 2024 και εξής) είχαν επιτύχει αποκλιμάκωση του κόστους δανεισμού για τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά. Εντούτοις, οι συνθήκες χρηματοδότησης στη Νομισματική Ένωση παρέμεναν περιοριστικές, εν μέρει διότι κάποια δάνεια τα οποία έληγαν ανανεώνονταν με επιτόκια υψηλότερα από αυτά που ίσχυαν πριν από την εν λόγω λήξη. Το Διοικητικό Συμβούλιο τόνισε ότι είναι αποφασισμένο να εξασφαλίσει σταθεροποίηση, σε διατηρήσιμη βάση, του ρυθμού πληθωρισμού στο στόχο του 2%.

Στις αρχές Μαρτίου του 2025 τα βασικά επιτόκια αναπροσαρμόστηκαν και πάλι κατά 25 μονάδες βάσης προς τα κάτω. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ δικαιολόγησε αυτή την περαιτέρω μείωση των επιτοκίων με το σκεπτικό ότι ο πληθωρισμός εξελίχθηκε ακριβώς όπως αναμενόταν και ότι οι τότε πιο πρόσφατες μακροοικονομικές προβολές της ΕΚΤ (δηλαδή αυτές του Μαρτίου) ευθυγραμμίζονταν με την αξιολόγηση των προοπτικών του πληθωρισμού την οποία είχε πραγματοποιήσει. Το Διοικητικό Συμβούλιο επανέλαβε ότι, όπως υποδήλωναν οι περισσότεροι δείκτες υποκείμενου πληθωρισμού, ο πληθωρισμός επρόκειτο να σταθεροποιηθεί σε διατηρήσιμη βάση γύρω από το μεσοπρόθεσμο στόχο του 2%. Το Διοικητικό Συμβούλιο σημείωσε ότι ο εγχώριος πληθωρισμός διατηρείτο υψηλός, κυρίως επειδή οι μισθοί και οι τιμές σε ορισμένους τομείς οικονομικής δραστηριότητας αναπροσαρμόζονταν με καθυστέρηση στην παρελθούσα επιτάχυνση του πληθωρισμού. Το Διοικητικό Συμβούλιο επιχειρηματολόγησε ότι η ενιαία νομισματική πολιτική καθίστατο λιγότερο περιοριστική πλέον. Ενδεικτικά, το κόστος του νέου δανεισμού, για τις επιχειρήσεις κυρίως, υποχωρούσε και η πιστωτική επέκταση ενισχυόταν. Από την άλλη πλευρά, μερίδιο του αποθέματος των πιστώσεων επηρεαζόταν ακόμη από τις προγενέστερες αυξήσεις των επιτοκίων πολιτικής (κατά την περίοδο Ιουλίου 2022-Σεπτεμβρίου 2023), ενώ η πιστωτική επέκταση, αν και επιταχυνόμενη, παρέμενε συγκρατημένη.

Τα βασικά επιτόκια μειώθηκαν εκ νέου κατά 25 μονάδες βάσης τον Απρίλιο του 2025. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ υπογράμμισε ότι η διαδικασία αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού προχωρούσε κανονικά και ο πληθωρισμός εξελισσόταν κατά τα αναμενόμενα. Το Μάρτιο του 2025 είχε παρατηρηθεί επιβράδυνση τόσο του καταγραφόμενου όσο και του υποκείμενου πληθωρισμού, ενώ και ο ρυθμός αύξησης των τιμών των υπηρεσιών είχε αποκλιμακωθεί σημαντικά κατά τους προγενέστερους μήνες. Τονίστηκε ότι, σύμφωνα με τους περισσότερους δείκτες υποκείμενου πληθωρισμού, ο καταγραφόμενος πληθωρισμός επρόκειτο να σταθεροποιηθεί διατηρήσιμα στο μεσοπρόθεσμο στόχο του 2%. Αναφέρθηκε επίσης ότι οι μισθολογικές αυξήσεις ήταν συγκρατημένες και ότι, ούτως ή άλλως, η επίδρασή τους στις τιμές αναχαιτιζόταν καθώς τα περιθώρια κέρδους συρρικνώνονταν. Παράλληλα, οι προοπτικές για την οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ είχαν χειροτερεύσει, λόγω της κλιμάκωσης των εμπορικών εντάσεων. Η εντεινόμενη αβεβαιότητα θεωρείτο πιθανόν να οδηγήσει σε διάβρωση της εμπιστοσύνης των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων, ενώ η αύξηση της μεταβλητότητας και εν γένει οι δυσμενείς εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές προκαλούσαν αυστηροποίηση των συνθηκών χρηματοδότησης στη Νομισματική Ένωση.

Τέλος, τα βασικά επιτόκια μειώθηκαν κατά 25 μονάδες βάσης τον Ιούνιο του 2025, καθώς ο πληθωρισμός είχε διαμορφωθεί πλέον πλησίον του στόχου του 2%, ενώ οι σχετικές προβλέψεις των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος αναθεωρήθηκαν προς τα κάτω έναντι του προηγούμενου γύρου του Μαρτίου 2025 και υποδείκνυαν πλέον ότι και το 2027 ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ θα διαμορφωνόταν στο 2%.

Ως παράγοντες που οδήγησαν στη λήψη της απόφασης για μείωση των εν λόγω επιτοκίων τον Ιούνιο του 2025, το Διοικητικό Συμβούλιο ανέφερε επίσης την αποκλιμάκωση των μισθολογικών αυξήσεων που καταγραφόταν, το γεγονός ότι οι περισσότεροι δείκτες υποκείμενου πληθωρισμού υποδήλωναν ότι ο καταγραφόμενος πληθωρισμός προσέγγιζε το μεσοπρόθεσμο στόχο του 2% και ότι η εν λόγω προσέγγιση ήταν διατηρήσιμη. Επιπλέον, όπως επισημάνθηκε, είχαν υποχωρήσει οι φόβοι ότι οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες θα καθίσταντο αυστηρότερες εξαιτίας των έντονων διακυμάνσεων που παρουσίασαν οι χρηματοπιστωτικές αγορές τον Απρίλιο λόγω των εμπορικών τριβών.

Στις υπόλοιπες συνεδριάσεις του που ήταν αφιερωμένες στην απόφαση για το επίπεδο των βασικών επιτοκίων, δηλαδή στα τέλη Ιουλίου, στις αρχές Σεπτεμβρίου, στα τέλη Οκτωβρίου και στα μέσα Δεκεμβρίου του 2025, το Διοικητικό Συμβούλιο έκρινε ότι τα βασικά επιτόκια δεν έπρεπε να μεταβληθούν. Το Διοικητικό Συμβούλιο δικαιολόγησε την απόφασή του αυτή με το σκεπτικό ότι αφενός ο ρυθμός καταγραφόμενου πληθωρισμού παρέμενε στο στόχο και αφετέ-

ρου οι εκλαμβανόμενες προοπτικές για τη μελλοντική εξέλιξη του μεγέθους αυτού κατ' ουσίαν δεν είχαν μεταβληθεί.

Όπως και κατά τα προηγούμενα έτη, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ υπενθύμισε επανειλημμένως ότι είναι διατεθειμένο να αναπροσαρμόσει κατάλληλα όλα τα μέσα νομισματικής πολιτικής που προβλέπονται από το καταστατικό της ΕΚΤ, αν αυτό κριθεί αναγκαίο για να εξασφαλιστεί η επιστροφή του πληθωρισμού μεσοπρόθεσμα στο στόχο ή για να υποβοηθηθεί η αποτελεσματική λειτουργία του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής.

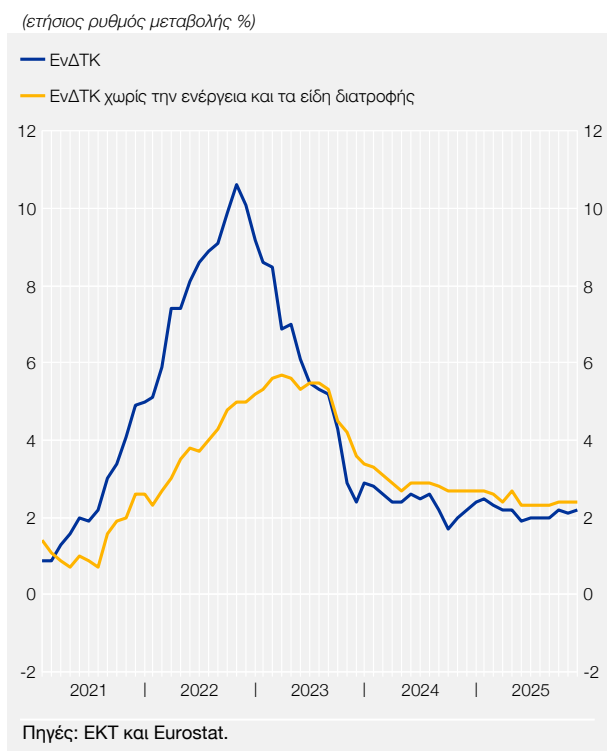
2 ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΕΚ ΜΕΡΟΥΣ ΤΟΥ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ ΤΗΣ ΕΚΤ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗΝ ΟΠΟΙΑ ΛΗΦΘΗΚΑΝ ΟΙ ΑΠΟΦΑΣΕΙΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Η ανάλυση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ κατά το 2025 εστιάστηκε στις ακόλουθες εξελίξεις:

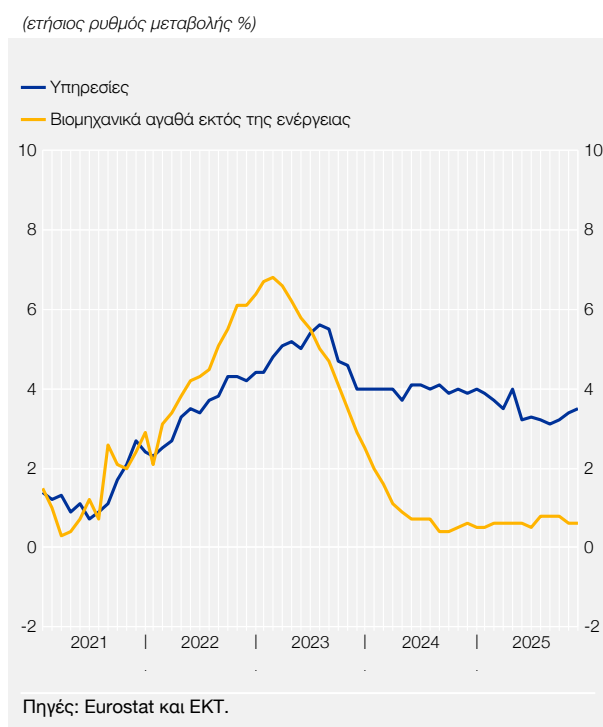
Εξέλιξη των τιμών και των πληθωριστικών προσδοκιών

Ο καταγραφόμενος πληθωρισμός συνέχισε να αποκλιμακώνεται. Αναλυτικότερα, ο ρυθμός πληθωρισμού των τιμών των αγαθών, συμπεριλαμβανομένων των ειδών διατροφής, σημείωσε μικρή υποχώρηση. Ο ρυθμός ανόδου των τιμών των υπηρεσιών περιορίστηκε (βλ. Διαγράμματα III.1 και III.2). Ο ρυθμός ανόδου της αμοιβής της εργασίας συγκρατήθηκε, τάση η οποία αναμένεται να συνεχιστεί με περαιτέρω υποχώρηση (βλ. Διάγραμμα III.3). Συνδυαζόμενη με την επιτευχθείσα ανάκαμψη της παραγωγικότητας της εργασίας, η επιβράδυνση των μισθολογικών αυξήσεων είχε ως αποτέλεσμα να υποχωρήσει ο ρυθμός αύξησης του μοναδιαίου κόστους εργασίας. Παρατηρήθηκε συγκράτηση της ανόδου της κερδοφορίας, καθώς για σημαντικό χρονικό διάστημα οι επιχειρήσεις απορροφούσαν σε κάποια έκταση τις μισθολογικές αυξήσεις χωρίς να αναπροσαρμόζουν αντίστοιχα τις τιμές των προϊόντων. Τελευταία, ωστόσο, το περιθώριο κέρδους άρχισε να διευρύνεται.

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



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

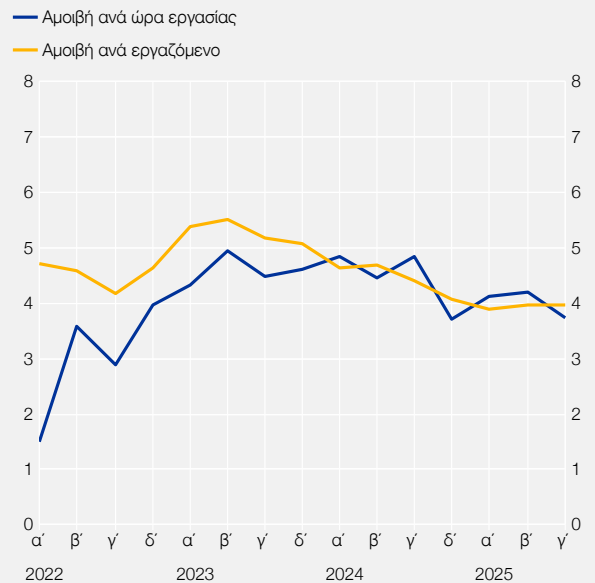


Μετά τις αρχές του 2025, το Διοικητικό Συμβούλιο δεν περιέγραφε πλέον τις εγχώριες πληθωριστικές πιέσεις ως ισχυρές. Αντίθετα, επισήμαινε ότι οι περισσότεροι δείκτες υποκείμενου πληθωρισμού υποδήλωναν ότι ο πληθωρισμός στη Νομισματική Ένωση θα κατευθυνόταν προς το μεσοπρόθεσμο στόχο του 2%, επίπεδο στο οποίο αναμενόταν ότι θα σταθεροποιηθεί. Από τον Ιούνιο του 2025 και εξής, το Διοικητικό Συμβούλιο επαναλαμβάνει ότι ο καταγραφόμενος πληθωρισμός κυμαίνεται πλέον πλησίον του μεσοπρόθεσμου στόχου του 2%, ενώ ο πυρήνας του πληθωρισμού παραμένει σε επίπεδα συνεπή με αυτή την εξέλιξη. Η επιβράδυνση των μισθολογικών αυξήσεων και η ανατίμηση του ευρώ θα ασκήσουν καθοδική πίεση στον πυρήνα του πληθωρισμού βραχυπρόθεσμα, ώστε το μέγεθος αυτό να αναμένεται να υποχωρήσει περαιτέρω κατά τα επόμενα έτη.

Οι περισσότεροι δείκτες μακροπρόθεσμων πληθωριστικών προσδοκιών διατηρήθηκαν γύρω στο 2%, γεγονός το οποίο ομοίως τονίστηκε ότι

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

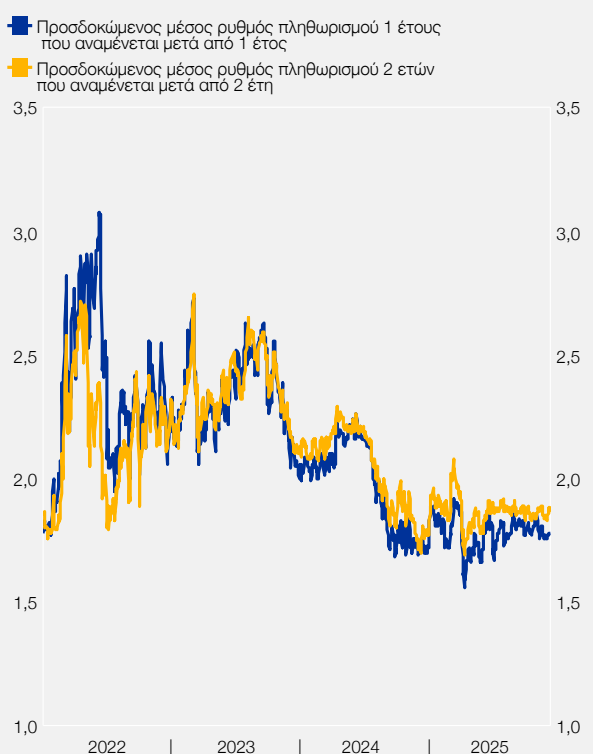
(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)



Πηγές: ΕΚΤ και Eurostat.

Διάγραμμα ΙΙΙ.4 Μεσοπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες στη ζώνη του ευρώ
(3 Ιανουαρίου 2022 - 10 Δεκεμβρίου 2025)

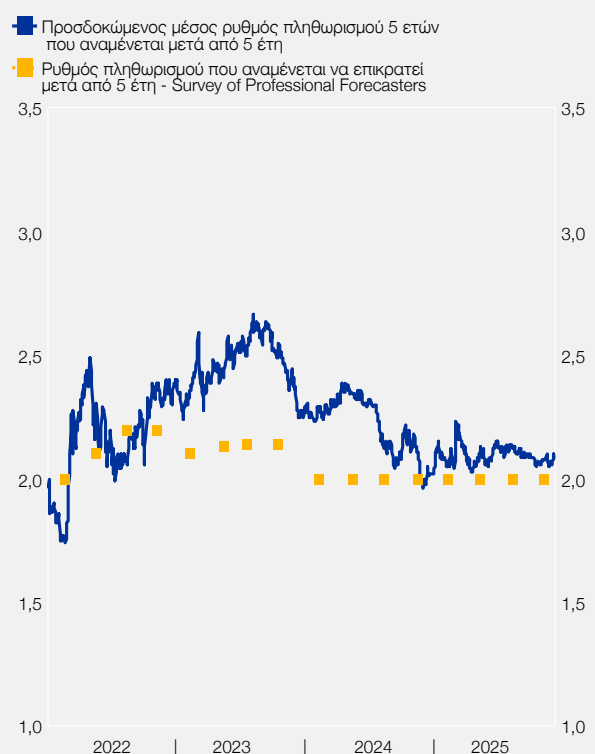
(ποσοστά % ετησίως)



Πηγές: ΕΚΤ και Refinitiv/Reuters Eikon.

Διάγραμμα ΙΙΙ.5 Μακροπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες στη ζώνη του ευρώ
(3 Ιανουαρίου 2022 - 10 Δεκεμβρίου 2025)

(ποσοστά % ετησίως)



Πηγές: ΕΚΤ και Refinitiv/Reuters Eikon.

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

(μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)

	Δεκέμβριος 2025				Σεπτέμβριος 2025				Ιούνιος 2025				Δεκέμβριος 2024			
	2025	2026	2027	2028	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027
ΕνΔΤΚ	2,1	1,9	1,8	2,0	2,4	2,1	1,7	1,9	2,4	2,0	1,6	2,0	2,4	2,1	1,9	2,1
ΕνΔΤΚ χωρίς ενέργεια και είδη διατροφής	2,4	2,2	1,9	2,0	2,8	2,4	1,9	1,8	2,8	2,4	1,9	1,9	2,9	2,3	1,9	1,9

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

υποστηρίζει τη διατηρήσιμη επιστροφή του καταγραφόμενου πληθωρισμού στο στόχο του Ευρωσυστήματος (βλ. Διαγράμματα III.4 και III.5). Από την άλλη πλευρά, στις αρχές του έτους επισημάνθηκε από το Διοικητικό Συμβούλιο κάποια έξαρση των βραχυπρόθεσμων ιδίως πληθωριστικών προσδοκιών (η οποία αποδείχθηκε παροδική) ως συνέπεια της επίδρασης των εμπορικών τριβών.

Μακροοικονομικές προβολές για τον πληθωρισμό

Σύμφωνα με τις πιο πρόσφατες μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων (Δεκέμβριος 2025), προβλέπεται καταγραφόμενος ρυθμός πληθωρισμού σε μέση ετήσια βάση 2,1% το 2025, 1,9% το 2026, 1,8% το 2027 και 2,0% το 2028. Ο πυρήνας του πληθωρισμού αναμένεται να διαμορφωθεί σε 2,4% το 2025, 2,2% το 2026, 1,9% το 2027 και 2,0% το 2028 (βλ. Πίνακα III.2).

Όσον αφορά τους ανοδικούς κινδύνους στους οποίους υπόκεινται οι προοπτικές του πληθωρισμού, μεταξύ άλλων το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έχει επισημάνει ότι οι τριβές στο διεθνές εμπόριο επιτείνουν την αβεβαιότητα. Από την άλλη πλευρά, έχει σημειώσει ότι η μείωση των διεθνών τιμών της ενέργειας και επιπλέον η πρόσφατη ενίσχυση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ προκαλούν καθοδικές πιέσεις στον πληθωρισμό στη Νομισματική Ένωση. Ομοίως προς την κατεύθυνση των ασθενέστερων πληθωριστικών πιέσεων συντελεί ο περιορισμός της εξωτερικής ζήτησης για εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ, όπως επίσης και η ανακατεύθυνση προς τη ζώνη του ευρώ προϊόντων εξαγόμενων από χώρες με πλεόνασμα παραγωγικού δυναμικού κατόπιν της αύξησης των δασμών από τις ΗΠΑ. Εξάλλου, αποδυνάμωση της εγχώριας ζήτησης και συνακόλουθα του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ ενδέχεται να επέφεραν οι δυσμενείς αντιδράσεις των χρηματοπιστωτικών αγορών στις εμπορικές διενέξεις, με αύξηση της μεταβλητότητας των τιμών των περιουσιακών στοιχείων και ενίσχυση της αποστροφής προς τον κίνδυνο.

Η κατάτμηση των παγκόσμιων εφοδιαστικών αλυσίδων λόγω της ενίσχυσης του προστατευτισμού θεωρήθηκε ικανή να συμβάλει προς την αντίθετη κατεύθυνση, δηλαδή σε αναζωπύρωση του εγχώριου πληθωρισμού στη Νομισματική Ένωση, αν επέφερε αύξηση των τιμών των εισαγομένων και επέτεινε τους περιορισμούς στο παραγωγικό δυναμικό της οικονομίας στη ζώνη του ευρώ. Η ενίσχυση των αμυντικών δαπανών όπως και των δημόσιων δαπανών για τη δημιουργία υποδομών θεωρείται επίσης δυνατόν να προκαλέσει μεσοπρόθεσμα πληθωριστικές πιέσεις. Τέλος, το Διοικητικό Συμβούλιο έχει υπογραμμίσει ότι τα ακραία καιρικά φαινόμενα στο πλαίσιο της υπό εξέλιξη κλιματικής κρίσης καθώς και η κρίση που αντιμετωπίζει γενικότερα η φύση είναι πιθανόν να οδηγήσουν σε αύξηση των τιμών των τροφίμων μεγαλύτερη από ό,τι ήδη προεξοφλείται.

Εξέλιξη της οικονομικής δραστηριότητας, της απασχόλησης και της ανεργίας

Επισημάνθηκε ότι το πρώτο εξάμηνο του 2025 ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ ανήλθε στο 0,7%, ενώ το γ' τρίμηνο ο εν λόγω ρυθμός διαμορφώθηκε στο 0,3%. Η οικονομία της ζώνης του ευρώ εξακολούθησε να αναπτύσσεται παρά τις προκλήσεις από το διεθνές περιβάλλον. Η μεταποιητική παραγωγή ενισχύθηκε στις αρχές του έτους, εν μέρει λόγω του ότι οι επιχειρηματίες έσπευσαν να αυξήσουν την παραγωγή εξαγωγίμων ώστε να προλάβουν να

πραγματοποιήσουν εξαγωγές πριν επιβληθούν νέοι δασμοί από τις ΗΠΑ. Ακολουθώντας, η επιτάχυνση της παραγωγής εξαγωγίμων αντιστράφηκε. Έτσι οι εξαγωγές αγαθών ακολούθησαν πτωτική πορεία την περίοδο Μαρτίου-Αυγούστου 2025, ενώ οι παραγγελίες για εξαγωγές μεταποιητικών προϊόντων υποδήλωναν περαιτέρω μειώσεις. Η δραστηριότητα στον τομέα των υπηρεσιών εξελίχθηκε ικανοποιητικά (βλ. Διάγραμμα ΙΙΙ.6). Προς τα τέλη του έτους η δραστηριότητα σε αυτόν τον τομέα ενισχύθηκε από τον τουρισμό και από τις προσπάθειες πολλών επιχειρήσεων να εκσυγχρονίσουν τις υποδομές πληροφορικής που διαθέτουν και να εισαγάγουν στις λειτουργίες τους την τεχνητή νοημοσύνη. Αναπτύσσεται κάποιος δυισμός — ο οποίος μάλιστα αναμενόταν να εξακολουθήσει στο εγγύς μέλλον — μεταξύ της εξέλιξης της εγχώριας ζήτησης, που ήταν ικανοποιητική στη ζώνη του ευρώ, και της εξωτερικής ζήτησης, η οποία επηρεάζεται αρνητικά από την αβεβαιότητα και την ανατίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ. Οι πρόσφατες εμπορικές συμφωνίες μεταξύ ΕΕ και ΗΠΑ και οι πρόσφατες διαπραγματεύσεις μεταξύ ΗΠΑ και Κίνας όπως και η συμφωνία κατάπαυσης του πυρός στη Μέση Ανατολή έχουν περιορίσει την αβεβαιότητα. Εντούτοις, θα χρειαστεί ακόμη χρόνος για να διαφανεί η συνολική επίπτωση στην οικονομία από τη μεταβολή του παγκόσμιου περιβάλλοντος όσον αφορά τις πολιτικές διεθνούς εμπορίου και τις εναπομένουσες γεωπολιτικές εντάσεις.

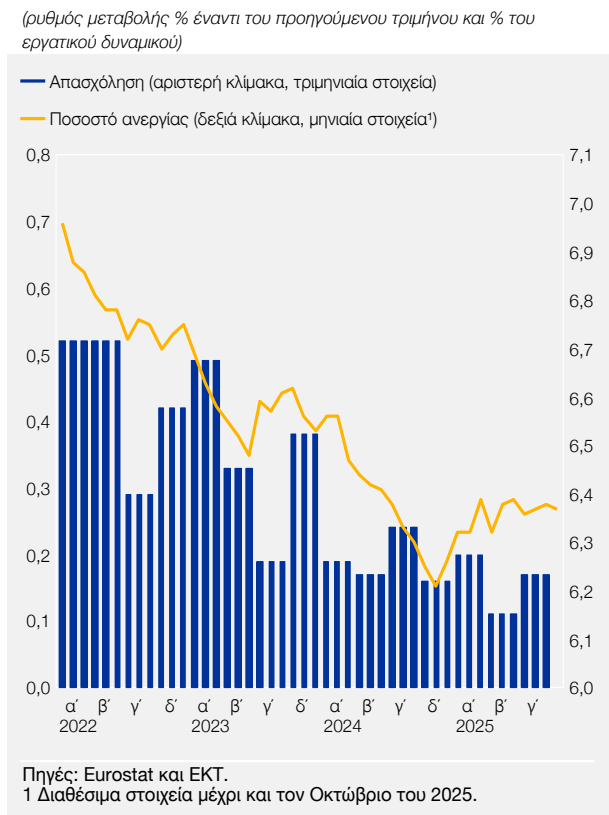
Διάγραμμα ΙΙΙ.6 ΑΕΠ και προστιθέμενη αξία σε βασικούς κλάδους στη ζώνη του ευρώ (α' τρίμηνο 2022 - γ' τρίμηνο 2025)



Ως προς τους κινδύνους που περιβάλλουν τη μελλοντική εξέλιξη της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ, αν υπάρξει εκ νέου επιδείνωση των διεθνών εμπορικών σχέσεων, η εξαγωγική δραστηριότητα θα πληγεί, εξέλιξη που είναι ικανή να συμπαρασύρει προς τα κάτω τις ιδιωτικές επενδύσεις και την ιδιωτική κατανάλωση. Όπως ήδη αναφέρθηκε, τυχόν εντάσεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές είναι πιθανόν να επιφέρουν αυστηροποίηση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών και ως εκ τούτου επιβράδυνση της οικονομικής ανόδου. Οι γεωπολιτικές εντάσεις που πηγάζαν από γεγονότα όπως η εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία και η τραγική σύγκρουση στη Μέση Ανατολή τροφοδότησαν σημαντικά το κλίμα αβεβαιότητας. Το Διοικητικό Συμβούλιο έχει επισημάνει εξάλλου ότι η κίνηση τόσο σε εθνικό επίπεδο όσο και σε επίπεδο ΕΕ για αναβάθμιση των αμυντικών δαπανών και αύξηση των επενδύσεων σε υποδομές θα οδηγήσει μεσοπρόθεσμα σε τόνωση της δραστηριότητας ιδίως στον τομέα της μεταποίησης. Αν μάλιστα οι δαπάνες για την άμυνα και τις υποδομές στη ζώνη του ευρώ αποβούν υψηλότερες από τις αναμενόμενες και αυτή η εξέλιξη συνδυαστεί με μεταρρυθμίσεις οι οποίες προάγουν την παραγωγικότητα, η ανάπτυξη θα επιταχυνθεί. Η εμπιστοσύνη επίσης θα ενισχυόταν, με θετικό αποτέλεσμα για την οικονομική δραστηριότητα, αν οι γεωπολιτικές εντάσεις υποχωρήσουν ή αν οι εμπορικές διαμάχες επιλυθούν ταχύτερα από ό,τι προσδοκάται.

Δεν πρέπει να παραβλέπεται βέβαια ότι η ανθεκτικότητα της οικονομίας της Νομισματικής Ένωσης στους εξωτερικούς κραδασμούς είναι πλέον μεγαλύτερη, στην έκταση που (1) οι συνθήκες στις αγορές εργασίας παραμένουν ευνοϊκές, καθώς το ποσοστό ανεργίας βρίσκεται σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, ενώ η απασχόληση εξακολουθεί να μεγαθύνεται (αν και με επιβραδυνόμενο ρυθμό, σε συνέπεια με το μετριασμό της ζήτησης για εργατικά χέρια, βλ. Διάγραμμα ΙΙΙ.7). Η

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



φαση για τα βασικά επιτόκια κατά το 2025, η ανάλυση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ περιστράφηκε γύρω από τις εξής νομισματοπιστωτικές εξελίξεις:

Πρώτον, σημειώθηκε η σημαντική υποχώρηση των επιτοκίων των επιχειρηματικών δανείων που χορηγούν οι τράπεζες, παράλληλα με τη σταθεροποίηση των επιτοκίων στεγαστικής πίστης (βλ. Διάγραμμα III.8). Το κόστος έκδοσης ομολόγων εκ μέρους των επιχειρήσεων στις αγορές παρουσίασε διακυμάνσεις χωρίς σημαντική συνολική μεταβολή.

Δεύτερον, ο ρυθμός τραπεζικής πιστωτικής επέκτασης τόσο προς τις επιχειρήσεις όσο και προς τα νοικοκυριά κατέγραψε ταχεία άνοδο (βλ. Διάγραμμα III.9), ενώ ο ρυθμός αύξησης των εκδοθέντων εταιρικών χρεογράφων αρχικά παρουσίασε μεταβλητότητα, αλλά κατά τους τελευταίους μήνες έβαινε ενισχυόμενος.

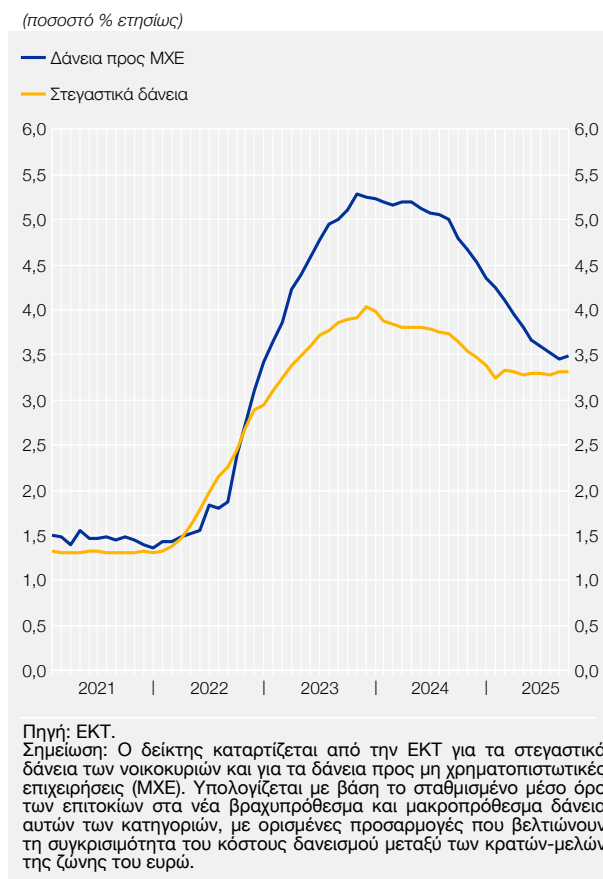
Σύμφωνα με την Έρευνα Τραπεζικών Χορηγήσεων στη ζώνη του ευρώ, το α' και το γ' τρίμηνο του 2025 τα πιστοδοτικά κριτήρια των τραπεζών

τάση αυτή θα συμβάλει σε ενίσχυση της κατανάλωσης ιδίως αν, όπως είναι πιθανό, παράλληλα μειωθεί η ροπή προς αποταμίευση, καθώς επί του παρόντος τα νοικοκυριά αποταμιεύουν ιδιαίτερα μεγάλο μέρος των εισοδημάτων τους, ώστε να υφίστανται σημαντικά περιθώρια για περαιτέρω αύξηση των δαπανών τους, και (2) επικρατούν ευνοϊκές χρηματοπιστωτικές συνθήκες συνεπεία της πρόσφατης μείωσης των επιτοκίων πολιτικής του Ευρωσυστήματος, η οποία εξασφαλίζει την ευρωστία των ισολογισμών στον ιδιωτικό τομέα. Όλες αυτές οι εξελίξεις επιτρέπουν στους καταναλωτές και στις επιχειρήσεις να αντεπεξέλθουν στις δυσχέρειες που δημιουργούνται από το διεθνές περιβάλλον. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ σημείωσε ότι η καταναλωτική δαπάνη των νοικοκυριών στη ζώνη του ευρώ θα υποστηριζόταν επίσης από την άνοδο των πραγματικών εισοδημάτων.

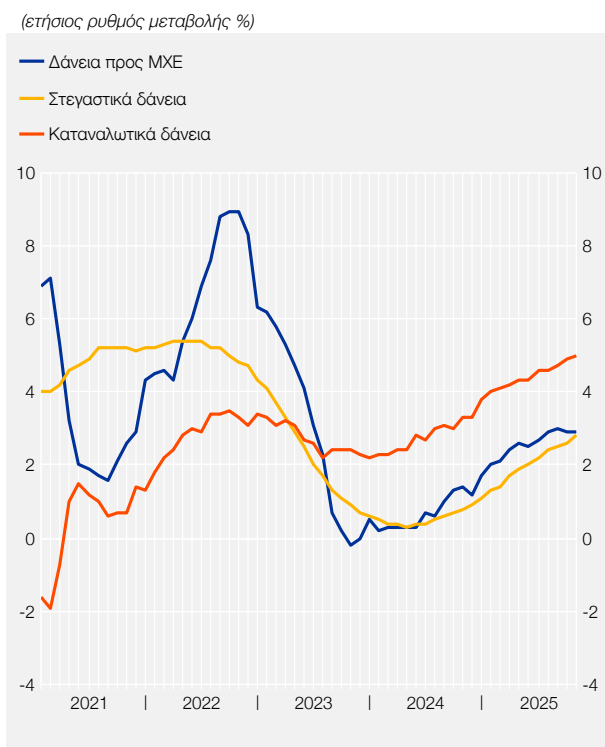
Νομισματικές και πιστωτικές εξελίξεις

Στις συνεδριάσεις του που συνδέονταν με τη νομισματική πολιτική και ειδικότερα με την από-

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



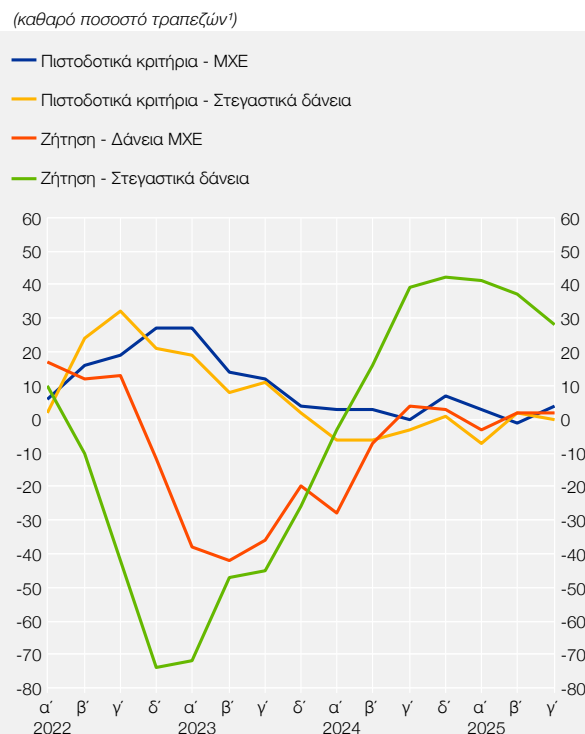
Διάγραμμα ΙΙΙ.9 Δάνεια προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά στη ζώνη του ευρώ¹
(Ιανουάριος 2021 - Οκτώβριος 2025)



Πηγή: ΕΚΤ.

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

Διάγραμμα ΙΙΙ.10 Μεταβολή στα πιστοδοτικά κριτήρια και τη ζήτηση δανείων στη ζώνη του ευρώ
(α' τρίμηνο 2022 - γ' τρίμηνο 2025)



Πηγή: ΕΚΤ.

¹ Ως καθαρό ποσοστό τραπεζών ορίζεται η διαφορά μεταξύ του ποσοστού των τραπεζών που απάντησαν ότι τα πιστοδοτικά κριτήρια αυστηροποιήθηκαν/η ζήτηση αυξήθηκε σημαντικά ή σε κάποιο βαθμό και εκείνου που απάντησε ότι τα πιστοδοτικά κριτήρια χαλάρωσαν/η ζήτηση μειώθηκε σημαντικά ή σε κάποιο βαθμό.

για τα επιχειρηματικά δάνεια αυστηροποιήθηκαν, επειδή οι τράπεζες ανησυχούσαν για τους κινδύνους που αντιμετωπίζουν οι πελάτες τους. Η ζήτηση τραπεζικής πίστης εκ μέρους των επιχειρήσεων επηρεάστηκε θετικά από τη μείωση των επιτοκίων, αλλά αρνητικά από το κλίμα αβεβαιότητας και εμπορικών διενέξεων που επικράτησε παγκοσμίως. Η έρευνα κατέγραψε οριακή υποχώρηση της ζήτησης τραπεζικών πιστώσεων εκ μέρους των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων κατά το α' τρίμηνο του 2025, αλλά αντίστοιχα μικρή αύξηση κατά το β' και το γ' τρίμηνο. Τα πιστοδοτικά κριτήρια για τα στεγαστικά δάνεια των νοικοκυριών κατέστησαν χαλαρότερα το α' τρίμηνο του 2025, αλλά αυστηροποιήθηκαν το β' τρίμηνο, ενώ δεν μεταβλήθηκαν το γ' τρίμηνο. Σημειώθηκε ισχυρή επέκταση της ζήτησης για στεγαστική πίστη και τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2025 (βλ. Διάγραμμα ΙΙΙ.10).

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ δεσμεύθηκε να εκσυγχρονίσει πλήρως και σε αρμονία με τις επιταγές της ψηφιακής εποχής το χρήμα κεντρικής τράπεζας τόσο στην αγορά λιανικής όσο και στην αγορά χονδρικής. Έτσι, αποφάσισε στα τέλη Οκτωβρίου του 2025 να προχωρήσει στην επόμενη φάση του έργου για το ψηφιακό ευρώ, κατά την οποία θα δημιουργηθεί η τεχνική ετοιμότητα για τη δυνητική έκδοσή του και θα υποστηριχθεί η νομισματική κυριαρχία της Ευρώπης στο πεδίο των ψηφιακών μέσων πληρωμών.

Συστάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ για τις λοιπές οικονομικές πολιτικές εκτός της νομισματικής

Επανειλημμένως το 2025 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ υποστήριξε ότι, υπό τις παρούσες συνθήκες έξαρσης της αβεβαιότητας και δεδομένων των γεωπολιτικών εξελίξεων, πρέπει απα-

ραιτήτως οι δημοσιονομικές και οι διαρθρωτικές πολιτικές των κρατών-μελών να προάγουν την παραγωγικότητα, την ανταγωνιστικότητα και την ανθεκτικότητα της οικονομίας στη ζώνη του ευρώ. Το Διοικητικό Συμβούλιο εξήρε τη σκοπιμότητα υιοθέτησης των προγραμμάτων δράσης και των προτάσεων (μεταξύ άλλων, αυτών που αφορούν την απλοποίηση των διαδικασιών και τη μείωση του διοικητικού βάρους των επιχειρήσεων) που περιλαμβάνονται στην Πυξίδα Ανταγωνιστικότητας της Ευρωπαϊκής Επιτροπής. Οι εν λόγω προτάσεις αφορούν και την ολοκλήρωση της ένωσης αποτεμιεύσεων και επενδύσεων βάσει σαφούς και φιλόδοξου χρονοδιαγράμματος. Η ένωση αποτεμιεύσεων και επενδύσεων θα συμβάλει σε διεύρυνση της διαθέσιμης ποικιλίας αποτεμιευτικών μέσων, προς όφελος των αποτεμιευτών. Ταυτόχρονα, θα διευκολύνει την πρόσβαση των επιχειρήσεων σε χρηματοδοτικούς πόρους, ιδιαίτερα σε κεφάλαια επιχειρηματικού κινδύνου. Επίσης, τις συστάσεις της έκθεσης Draghi σχετικά με το μέλλον της ευρωπαϊκής ανταγωνιστικότητας πρέπει να ακολουθήσουν συγκεκριμένα μέτρα, η εφαρμογή των οποίων πρέπει να επιταχυνθεί σε συμμόρφωση με τον Οδικό Χάρτη της Ευρωπαϊκής Επιτροπής. Το Διοικητικό Συμβούλιο θεωρούσε αναγκαίο να υιοθετηθεί ο κανονισμός για το ψηφιακό ευρώ. Εξάλλου, το Διοικητικό Συμβούλιο επανέλαβε ότι οι κυβερνήσεις στην ΕΕ πρέπει να εξασφαλίσουν τη διατηρησιμότητα των δημόσιων οικονομικών σε σύμπνοια με το πλαίσιο οικονομικής διακυβέρνησης και να δώσουν τη δέουσα προτεραιότητα σε διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις οι οποίες συντελούν σε ενίσχυση της οικονομικής ανάπτυξης, όπως επίσης και σε στρατηγικές επενδύσεις. Το Διοικητικό Συμβούλιο χαιρέτισε τη δέσμευση του Eurogroup να στοχεύσει σε βελτίωση της διάρθρωσης και της ποιότητας των δημόσιων δαπανών. Δήλωσε επίσης ότι υποστηρίζει τις προσπάθειες των ευρωπαϊκών αρχών να διατηρηθούν τα αμοιβαία οφέλη τα οποία απορρέουν από το διεθνές εμπόριο.

Πλαίσιο III.1

Η ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ (2025)

Τον Ιούνιο του 2025 το Διοικητικό Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) δημοσίευσε τα αποτελέσματα από την αξιολόγηση της στρατηγικής νομισματικής πολιτικής.^{1,2} Η στρατηγική νομισματικής πολιτικής περιλαμβάνει τις βασικές αρχές και τα εργαλεία για την εκπλήρωση της εντολής του Ευρωσυστήματος να διατηρεί τη σταθερότητα των τιμών σε μεσοπρόθεσμη βάση. Καθορίζει ένα συνεκτικό πλαίσιο ανάλυσης των εξελίξεων και προοπτικών για την οικονομία και τον πληθωρισμό, εντός του οποίου λαμβάνονται οι αποφάσεις νομισματικής πολιτικής. Η στρατηγική συμβάλλει επίσης στην καλύτερη κατανόηση της νομισματικής πολιτικής τόσο από τις αγορές όσο και από το ευρύ κοινό, παρέχοντας ένα σημείο αναφοράς για την πρόσδεση (anchoring) των πληθωριστικών προσδοκιών σε επίπεδα συνεπή με τη σταθερότητα των τιμών.

Η στρατηγική νομισματικής πολιτικής έχει επομένως κομβική σημασία, η οποία καθιστά αναγκαία την τακτική αναθεώρησή της, ώστε να προσαρμόζεται στις μεταβαλλόμενες οικονομικές συνθήκες. Έτσι, ήδη κατά την αναθεώρηση της στρατηγικής το 2020-21 λήφθηκε η απόφαση να διενεργηθεί νέα αξιολόγηση το 2025. Στόχος των τακτικών αξιολογήσεων είναι να διασφαλίζεται ότι η στρατηγική νομισματικής πολιτικής παραμένει κατάλληλη, τόσο στο παρόν όσο και στο μέλλον, για την επίτευξη του πρωταρχικού σκοπού του Ευρωσυστήματος. Στις εργασίες για την ολοκλήρωση της αξιολόγησης – οι οποίες έλαβαν χώρα μεταξύ Ιουλίου 2024 και Ιουνίου 2025 – συμμετείχαν στελέχη της ΕΚΤ και των εθνικών κεντρικών τραπεζών του Ευρωσυστήματος, συμπεριλαμβανομένης της Τράπεζας της Ελλάδος. Τα συμπεράσματα των εργασιών δημοσιεύθηκαν σε δύο Occasional Papers³ της

- 1 Βλ. ΕΚΤ, “[Δήλωση για τη στρατηγική νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ \(2025\)](#)”, και “[An overview of the ECB's monetary policy strategy – 2025](#)”, Ιούνιος.
- 2 Κατά τη διάρκεια του 2025 ολοκλήρωσε διαδικασίες αναθεώρησης της στρατηγικής νομισματικής πολιτικής και η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ.
- 3 Βλ. Workstream 1: Changing economic and inflation environment, “[A strategic view on the economic and inflation environment in the euro area](#)”, ECB Occasional Paper No. 371/2025, και Workstream 2: “[Report on monetary policy tools, strategy and communication](#)”, ECB Occasional Paper No. 372/2025.

ΕΚΤ, τα οποία κινούνται σε δύο κύριους θεματικούς άξονες: α) το μεταβαλλόμενο οικονομικό και πληθωριστικό περιβάλλον στη ζώνη του ευρώ και β) εργαλεία, στρατηγική και επικοινωνία της νομισματικής πολιτικής.

Τα συμπεράσματα από την εκτενή επανεξέταση της στρατηγικής νομισματικής πολιτικής το 2020-21⁴ αντανάκλουν ένα περιβάλλον που χαρακτηριζόταν από χαμηλό πληθωρισμό και πολύ χαμηλά επιτόκια. Ωστόσο, από τα μέσα του 2021 το Ευρωσύστημα βρέθηκε αντιμέτωπο με μια αιφνίδια και έντονη άνοδο του πληθωρισμού, σε ένα περιβάλλον υψηλής αβεβαιότητας και μεταβλητότητας. Οι ισχυρές πληθωριστικές πιέσεις που αναδύθηκαν στη ζώνη του ευρώ οφείλονταν κυρίως σε διαταραχές από την πλευρά της προσφοράς, που συνδέονταν με την επανεκκίνηση της οικονομίας μετά την πανδημία COVID-19 και με τον πόλεμο της Ρωσίας εναντίον της Ουκρανίας. Επιπροσθέτως, βαθιές παγκόσμιες αλλαγές έθεσαν νέες προκλήσεις για το Ευρωσύστημα, όπως οι γεωπολιτικές εντάσεις και ο συνακόλουθος γεωοικονομικός κατακερματισμός, καθώς και οι μεταβολές της εμπορικής πολιτικής των ΗΠΑ. Παράλληλα, οι συνεχιζόμενες διαρθρωτικές αλλαγές, όπως διαμορφώνονται από τον ψηφιακό μετασχηματισμό και τις επιπτώσεις της κλιματικής κρίσης, και οι εξελίξεις στο διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα επιτείνουν την αβεβαιότητα. Τέλος, το πραγματικό φυσικό επιτόκιο της ζώνης του ευρώ (r^*), που συμβαδίζει με πληθωρισμό στο στόχο και επίπεδο προϊόντος συμβατό με το δυνητικό προϊόν της οικονομίας, εκτιμάται ότι έχει αυξηθεί από την προηγούμενη αναθεώρηση της στρατηγικής. Ωστόσο, παραμένει σε σημαντικά χαμηλότερο επίπεδο συγκριτικά με την περίοδο πριν από την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση.

Όλοι αυτοί οι παράγοντες ασκούν επιδράσεις στον πληθωρισμό, τόσο ως προς το επίπεδο του όσο και ως προς τη μεταβλητότητά του. Αυτό σημαίνει ότι οι αποκλίσεις από το στόχο ενδέχεται να είναι μεγαλύτερες και προς τις δύο κατευθύνσεις, δημιουργώντας σημαντικές προκλήσεις για την πρόβλεψη της πορείας του πληθωρισμού και συνεπώς για την αποτελεσματική άσκηση της νομισματικής πολιτικής. Έτσι, κατά την αξιολόγηση του 2025, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επικεντρώθηκε στα διδάγματα για τη στρατηγική νομισματικής πολιτικής, όπως αυτά προέκυψαν από το μεταβαλλόμενο οικονομικό περιβάλλον στο διάστημα από τα μέσα του 2021 έως τα μέσα του 2025.

Η επικαιροποιημένη στρατηγική νομισματικής πολιτικής

Η αξιολόγηση του 2025 διατήρησε τα βασικά στοιχεία της προηγούμενης αναθεώρησης της στρατηγικής (2020-21):

- Ο στόχος πληθωρισμού στο επίπεδο 2% σε μεσοπρόθεσμη βάση θεωρήθηκε δεδομένος, καθώς έχει λειτουργήσει ως σταθερό σημείο αναφοράς για τις πληθωριστικές προσδοκίες – κάτι που είναι καθοριστικής σημασίας για τη διασφάλιση της σταθερότητας των τιμών. Το Διοικητικό Συμβούλιο παραμένει προσηλωμένο στον εν λόγω στόχο με συμμετρικό τρόπο, υπό την έννοια ότι τόσο οι αρνητικές όσο και οι θετικές αποκλίσεις από το στόχο θεωρούνται εξίσου ανεπιθύμητες.
- Επιπλέον, επιβεβαιώθηκε ο μεσοπρόθεσμος προσανατολισμός της στρατηγικής νομισματικής πολιτικής. Αυτός αφήνει περιθώρια για αναπόφευκτες βραχυπρόθεσμες αποκλίσεις του πληθωρισμού από το στόχο του 2%, αναγνωρίζοντας χρονικές υστερήσεις και αβεβαιότητες στη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής στην οικονομία και τον πληθωρισμό. Ο μεσοπρόθεσμος προσανατολισμός παρέχει ευελιξία, λαμβάνοντας υπόψη ότι η ενδεδειγμένη αντίδραση της νομισματικής πολιτικής σε μια απόκλιση του πληθωρισμού από το στόχο εξαρτάται από τις εκάστοτε συνθήκες, καθώς και από την προέλευση, το μέγεθος και το βαθμό επιμονής της ίδιας της απόκλισης.

Εν όψει όμως του νέου περιβάλλοντος και των μακροοικονομικών συνθηκών που απορρέουν από αυτό, το Διοικητικό Συμβούλιο έκρινε αναγκαίο να προσαρμόσει ορισμένες πτυχές της στρατηγικής. Οι κυριότερες προσαρμογές είναι οι εξής:

4 Η αρχική στρατηγική νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ διαμορφώθηκε το 1998 και αναθεωρήθηκε για πρώτη φορά το 2003. Εκτενής επανεξέταση της στρατηγικής πραγματοποιήθηκε μεταξύ 2020 και 2021, ενώ η τελευταία αξιολόγηση ολοκληρώθηκε τον Ιούνιο του 2025.

Σε ένα περιβάλλον όπου οι αποκλίσεις του πληθωρισμού από το στόχο μπορεί να είναι είτε προς τα πάνω είτε προς τα κάτω, είναι σημαντικό να διασφαλιστεί ότι, και στη μία περίπτωση και στην άλλη, το Διοικητικό Συμβούλιο θα εκπληρώνει την κύρια εντολή του για σταθερότητα των τιμών. Σε συνέπεια με τη συμμετρία του στόχου για τον πληθωρισμό, το Διοικητικό Συμβούλιο αναγνωρίζει ότι μεγάλου μεγέθους και διάρκειας αποκλίσεις του πληθωρισμού από το στόχο, προς οποιαδήποτε κατεύθυνση, επιβάλλουν μια – σε κατάλληλο βαθμό – σθεναρή (forceful) ή επίμονη (persistent) αντίδραση της νομισματικής πολιτικής, έτσι ώστε να μην παγιωθούν οι αποκλίσεις αυτές.

- Σε περίπτωση σημαντικών καθοδικών αποκλίσεων του πληθωρισμού από το στόχο, πρέπει να λαμβάνεται υπόψη ο περιορισμός που θέτει το κατώτατο όριο των ονομαστικών επιτοκίων (effective lower bound). Η σθεναρή και χωρίς καθυστέρηση δράση βοηθά να μειωθεί η χρονική διάρκεια κατά την οποία τα επιτόκια παραμένουν στο κατώτατο όριο και να αποτραπεί η αποσταθεροποίηση των προσδοκιών για τον πληθωρισμό.
- Σε περίπτωση σημαντικών ανοδικών αποκλίσεων του πληθωρισμού από το στόχο, πρέπει να λαμβάνονται υπόψη πιθανές πιο σύνθετες, μη γραμμικές σχέσεις στη διαδικασία καθορισμού των τιμών και των μισθών. Επιπλέον, σε κάποιες περιπτώσεις θεωρείται σκόπιμο η αντίδραση της νομισματικής πολιτικής, καθώς προχωρεί ο κύκλος αύξησης των επιτοκίων, να μετατραπεί σταδιακά από σθεναρή σε επίμονη, διατηρώντας την περιοριστική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής για μεγαλύτερο διάστημα αντί περαιτέρω αυξήσεων των επιτοκίων. Με αυτόν τον τρόπο, επιτυγχάνεται η σταθερότητα των τιμών, αλλά με χαμηλότερο οικονομικό κόστος και μικρότερους κινδύνους για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα σε σύγκριση με τη συνεχή αύξηση των επιτοκίων.

Τα ευρήματα που παρουσιάζονται στην επικαιροποιημένη αξιολόγηση της στρατηγικής επιβεβαιώνουν το μοναδικό ρόλο που διαδραματίζει κάθε εργαλείο νομισματικής πολιτικής στην εργαλειοθήκη του Ευρωσυστήματος. Πρωτεύοντα ρόλο μεταξύ αυτών εξακολουθούν να έχουν τα βασικά επιτόκια πολιτικής. Επίσης, τα εργαλεία διαφοροποιούνται όσον αφορά δύο λειτουργίες: α) τη διαμόρφωση της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής όταν τα ονομαστικά επιτόκια βρίσκονται στο κατώτατο όριο και β) τη διασφάλιση της ομαλής μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής. Κάποια εργαλεία, όπως οι πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης και τα προγράμματα αγοράς στοιχείων ενεργητικού, συνδυάζουν και τις δύο λειτουργίες. Το Διοικητικό Συμβούλιο δήλωσε ότι θα συνεχίσει να αντιδρά με ευελιξία σε νέες προκλήσεις όταν αυτές εκδηλώνονται και θα εξετάζει το ενδεχόμενο, εφόσον χρειαστεί, να εισαγάγει και νέα εργαλεία πολιτικής κατά την επιδίωξη του στόχου του για σταθερότητα των τιμών.

Στο νέο ευμετάβλητο περιβάλλον, όπως και κατά το παρελθόν, η μελλοντική επιλογή, ο σχεδιασμός, η εφαρμογή και η προσαρμογή των εργαλείων θα βασίζονται σε μια ολοκληρωμένη αξιολόγηση αναλογικότητας, η οποία θα σταθμίζει τα οφέλη και τις πιθανές τους παρενέργειες, καθώς και τις αλληλεπιδράσεις τους. Όταν τα βασικά επιτόκια βρίσκονται κοντά στο κατώτατο δυνατό επίπεδο των ονομαστικών επιτοκίων, αντί της εντατικής χρήσης ενός μόνο εργαλείου είναι προτιμότερος ένας συνδυασμός εργαλείων, ο οποίος οδηγεί σε μεγαλύτερη συνολική αποδοτικότητα. Επιπλέον, με την εντατική χρήση ενός μεμονωμένου εργαλείου μπορεί να μειώνεται η οριακή του αποτελεσματικότητα, ενώ οι παρενέργειες τείνουν να αυξάνονται. Η αξιολόγηση της αναλογικότητας είναι λοιπόν σημαντικό στοιχείο που θα καθορίσει τόσο την ένταση με την οποία εφαρμόζονται τα μέτρα νομισματικής πολιτικής όσο και το σχεδιασμό τους κατά τρόπο ώστε να περιορίζονται οι παρενέργειες.

Κατά την υπό εξέταση περίοδο, οι παρενέργειες των εργαλείων νομισματικής πολιτικής γενικώς ήταν περιορισμένες. Περισσότερο εμφανείς, και πιο σοβαρές από ό,τι αναμενόταν το 2021, ήταν οι παρενέργειες στην κερδοφορία των κεντρικών τραπεζών, καθώς η αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής, που ήταν απαραίτητη για την αντιμετώπιση της έξαρσης του πληθωρισμού, οδήγησε κάποιες εθνικές κεντρικές τράπεζες στην καταγραφή σημαντικών ζημιών. Σε κάθε περίπτωση, οι ζημίες αυτές δεν υπονομεύουν την ικανότητα του Ευρωσυστήματος να εκπληρώνει τον πρωταρχικό σκοπό της διατήρησης της σταθερότητας των τιμών. Είναι επίσης σημαντικό οι εν λόγω ζημίες να αξιολογηθούν μέσα σε ένα γενικότερο πλαίσιο, καθώς συγκεκριμένα εργαλεία νομισματικής πολιτικής, όπως οι αγορές στοιχείων ενεργητικού, οδήγησαν σε βελτίωση των μακροοικονομικών μεγεθών. Στο μέλλον, όταν κρίνεται ότι δύο εναλλακτικά εργαλεία παρέχουν την ίδια αποτελεσματικότητα όσον αφορά τη σταθερότητα των τιμών, θα πρέπει να προτιμάται εκείνο που είναι περισσότερο αποδοτικό, αφού συ-

νεκτιμηθούν όλες οι συναφείς παράμετροι, συμπεριλαμβανομένου του αποτυπώματός του στα (προβλεπόμενα) έσοδα των κεντρικών τραπεζών. Επιπλέον, τα εργαλεία νομισματικής πολιτικής θα σχεδιάζονται με τέτοιο τρόπο ώστε να είναι δυνατή η ταχεία και ευέλικτη προσαρμογή τους σε αλλαγές του οικονομικού περιβάλλοντος.

Το Διοικητικό Συμβούλιο βασίζει τις αποφάσεις νομισματικής πολιτικής του σε μια σφαιρική αξιολόγηση όλων των συναφών παραγόντων. Ειδικότερα, λαμβάνει υπόψη τόσο την πιο πιθανή πορεία του πληθωρισμού και της οικονομίας – όπως περιγράφεται στο βασικό σενάριο των μακροοικονομικών προβολών – όσο και την τακτική αξιολόγηση των κινδύνων. Μέσω της κατάλληλης χρήσης αναλύσεων σεναρίων και ευαισθησίας, το Διοικητικό Συμβούλιο αξιολογεί κατά περίπτωση τους σχετικούς κινδύνους και τους παράγοντες αβεβαιότητας με συστηματικό τρόπο προκειμένου να καθορίζει την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής. Η προσέγγιση αυτή περιλαμβάνει και την ανάλυση ευαισθησίας των προβλέψεων σε αλλαγές των τεχνικών παραδοχών και των παραμέτρων των οικονομετρικών υποδειγμάτων, καθώς και την εξέταση ενός φάσματος εναλλακτικών σεναρίων εκτός από το βασικό σενάριο, ιδίως σε σχέση με πιθανά γεγονότα κινδύνου. Στο τρέχον περιβάλλον αβεβαιότητας η χρήση σεναρίων βοηθά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων και διασφαλίζει την καλύτερη επικοινωνία με το ευρύ κοινό.

Το Ευρωσύστημα έχει ήδη προσαρμόσει την εξωτερική του επικοινωνία, στο πλαίσιο της επιδίωξής του για ευθυγραμμισμένες με το στόχο πληθωριστικές προσδοκίες. Αρχικά, τον Ιούνιο του 2022, το Διοικητικό Συμβούλιο δήλωσε ότι ακολουθεί μια προσέγγιση βασισμένη στα εκάστοτε διαθέσιμα στοιχεία και λαμβάνει αποφάσεις από συνεδρίαση σε συνεδρίαση για τον καθορισμό της κατάλληλης κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής. Στη συνέχεια, το Διοικητικό Συμβούλιο κατέστησε σαφές (για πρώτη φορά το Μάρτιο του 2023) ότι οι αποφάσεις νομισματικής πολιτικής βασίζονται στα εξής τρία κριτήρια: τις προοπτικές του πληθωρισμού, τη δυναμική του υποκείμενου πληθωρισμού και την ένταση με την οποία μεταδίδεται η νομισματική πολιτική. Πιο πρόσφατα, τον Ιούλιο του 2025, προσέθεσε ότι η αξιολόγηση θα λαμβάνει υπόψη και τους κινδύνους που περιβάλλουν τις προοπτικές του πληθωρισμού. Με αυτόν τον τρόπο, το Διοικητικό Συμβούλιο αποσαφηνίζει τη σύνθετη διαδικασία λήψης αποφάσεων, δηλαδή τη συνάρτηση αντίδρασής του.

Επιπλέον, στην πρόσφατη αξιολόγηση της στρατηγικής νομισματικής πολιτικής έγινε σαφής αναφορά και σε άλλη μία παράμετρο που σχετίζεται με την επιδίωξη της σταθερότητας των τιμών. Συγκεκριμένα, αναγνωρίστηκε ότι η αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής, στο διαρκώς μεταβαλλόμενο περιβάλλον, μπορεί να ενισχυθεί από ένα πιο ανθεκτικό χρηματοπιστωτικό σύστημα σε επίπεδο ευρωζώνης και ΕΕ – υποβοηθούμενο από την πρόοδο στη δημιουργία ένωσης αποταμιεύσεων και επενδύσεων, την ολοκλήρωση της τραπεζικής ένωσης και την εισαγωγή του ψηφιακού ευρώ. Αυτό μπορεί να συμβάλει στην αποτελεσματική αντιμετώπιση των διαρθρωτικών αλλαγών στην οικονομία, που δημιουργούν αβέβαιες και πιο ευμετάβλητες συνθήκες για τον πληθωρισμό.

Όσον αφορά την κλιματική αλλαγή, επιβεβαιώθηκαν οι διαπιστώσεις της προηγούμενης αναθεώρησης. Πιο συγκεκριμένα, η κλιματική αλλαγή, ιδιαίτερα μέσω των επιπτώσεων από ακραία καιρικά φαινόμενα, καθώς και μέσω της διαδικασίας προσαρμογής του χρηματοπιστωτικού συστήματος, έχει σημαντικές συνέπειες για τη σταθερότητα των τιμών, καθώς επιδρά στη δομή και στις κυκλικές παραμέτρους της οικονομίας και του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Για το λόγο αυτό, το Ευρωσύστημα λαμβάνει πλήρως υπόψη τις συνέπειες της κλιματικής αλλαγής, αλλά και της υποβάθμισης του φυσικού περιβάλλοντος, στη νομισματική πολιτική και τις λοιπές δραστηριότητές του.

Σε έναν ταχέως μεταβαλλόμενο κόσμο, η στρατηγική νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος θα πρέπει να επανεξετάζεται και να προσαρμόζεται τακτικά. Ενώ κάποιες αλλαγές είναι δύσκολο να προβλεφθούν, υπάρχουν τομείς στους οποίους οι εξελίξεις τα επόμενα χρόνια είναι προβλέψιμες και μπορούν να μεταβάλουν το οικονομικό και χρηματοπιστωτικό τοπίο στο οποίο λειτουργεί η νομισματική πολιτική. Το Διοικητικό Συμβούλιο σκοπεύει να αξιολογεί περιοδικά την καταλληλότητα της στρατηγικής νομισματικής πολιτικής του, με την επόμενη αξιολόγηση να αναμένεται το 2030.

IV ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Η οικονομική δραστηριότητα συνέχισε να αναπτύσσεται το πρώτο εννεάμηνο του 2025 (2,0% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2024), υπερβαίνοντας το μέσο ρυθμό ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ (1,5%). Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλαν κυρίως η ιδιωτική κατανάλωση και οι καθαρές εξαγωγές, καθώς οι εξαγωγές των αγαθών και κυρίως των υπηρεσιών αυξήθηκαν ενώ οι εισαγωγές μειώθηκαν. Η συμβολή των επενδύσεων στην ανάπτυξη ήταν θετική, λόγω της ενίσχυσης των πάγιων επενδύσεων τόσο σε παραγωγικό εξοπλισμό όσο και σε κατασκευές, ειδικά το β' και γ' τρίμηνο του έτους. Σύμφωνα με τους περισσότερους βραχυχρόνιους δείκτες, η δραστηριότητα στη βιομηχανία, στον αγροτικό τομέα και στις υπηρεσίες παρέμεινε σε θετικό έδαφος. Οι προσδοκίες των επιχειρήσεων διατηρούν το δυναμισμό τους, σε αντίθεση με την εμπιστοσύνη των καταναλωτών, η οποία εξακολουθεί να βρίσκεται, με διακυμάνσεις, σε χαμηλό επίπεδο.

Ο γενικός πληθωρισμός κινήθηκε, με διακυμάνσεις, στον ίδιο περίπου ρυθμό όπως το προηγούμενο έτος. Η εμμονή του πληθωρισμού των υπηρεσιών, ο οποίος τους οκτώ πρώτους μήνες του έτους κατέγραψε έντονα αυξητικές τάσεις, εμπόδισε την αποκλιμάκωση του μέσου ετήσιου ρυθμού πληθωρισμού.

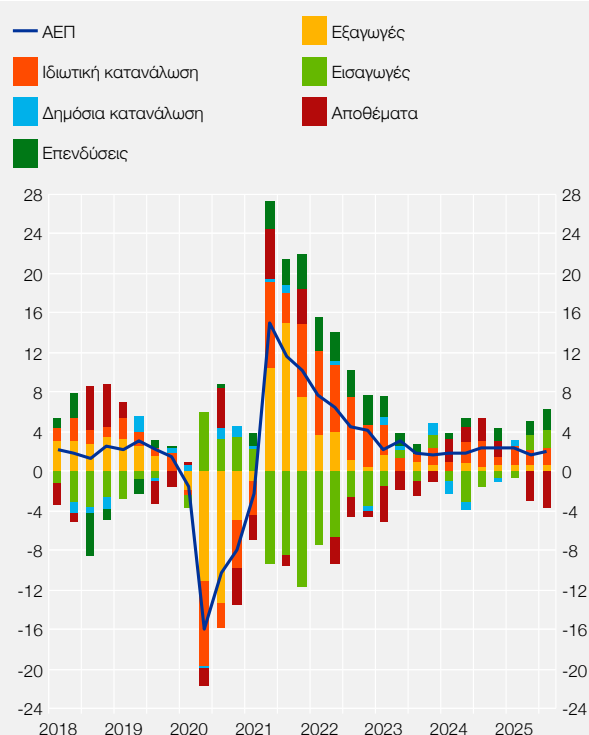
Η ελληνική αγορά ακινήτων εξακολούθησε να προσελκύει επενδυτικό ενδιαφέρον και στη διάρκεια του 2025, τόσο εγχώριο όσο και από το εξωτερικό. Οι τιμές των κατοικιών κατέγραψαν περαιτέρω αυξήσεις, με την προσφορά νέων κατοικιών να είναι περιορισμένη καθώς η εκκίνηση κατασκευαστικών έργων επηρεάστηκε από τις εκκρεμότητες στο ρυθμιστικό πλαίσιο. Παράλληλα, το ζήτημα της προσιτότητας της στέγασης βρίσκεται στο επίκεντρο τόσο του κοινωνικού ενδιαφέροντος όσο και των κυβερνητικών πρωτοβουλιών.

Στην αγορά εργασίας, η απασχόληση κατέγραψε και το πρώτο εννεάμηνο του 2025 θετικό – αν και επιβραδυνόμενο – ετήσιο ρυθμό μεταβολής και το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε περαιτέρω. Η στενότητα στην αγορά εργασίας η οποία χαρακτηρίζει σημαντικούς κλάδους της οικονομίας, όπως ο τουρισμός, οι κατασκευές, η μεταποίηση και ο πρωτογενής τομέας, φαίνεται ότι αποκλιμακώνεται ελαφρώς, αλλά παραμένει, όπως και οι δημογραφικές εξελίξεις, σημαντική πρόκληση για την οικονομία.

Όπως προκύπτει από τα πλέον πρόσφατα στοιχεία των εθνικών λογαριασμών, το πρώτο εννεάμηνο του 2025 καταγράφηκε σημαντική επιβράδυνση στην αύξηση του κόστους εργασίας, ενώ η παραγωγικότητα της εργασίας παρέμεινε στα ίδια επίπεδα. Κατά συνέπεια, ο ρυθμός ανόδου του

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

(συμβολές σε ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ.

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

μοναδιαίου κόστους εργασίας υποχώρησε και κινήθηκε σε χαμηλότερο επίπεδο στην Ελλάδα σε σύγκριση με το μέσο όρο της ευρωζώνης.

Με βάση τα έως τώρα διαθέσιμα στοιχεία β' τριμήνου 2025, η κερδοφορία των ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων διατηρήθηκε σε υψηλά επίπεδα σε σύγκριση με την προ πανδημίας περίοδο.

Σε ό,τι αφορά την ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας, οι έως τώρα συναλλαγματικές εξελίξεις για το 2025, σε συνδυασμό με την πορεία του πληθωρισμού, επιδείνωσαν ελαφρώς την ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας, η οποία ωστόσο από το 2010 και μετά έχει καταγράψει μεγάλη σωρευτική βελτίωση έναντι των ευρωπαϊκών ανταγωνιστικών οικονομιών.

Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών συρρικνώθηκε το πρώτο εννεάμηνο του 2025 σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2024, λόγω της βελτίωσης κυρίως στα ισοζύγια αγαθών και πρωτογενών εισοδημάτων και, σε μικρότερο βαθμό, στο ισοζύγιο υπηρεσιών, ενώ επιδείνωσε κατέγραψε το ισοζύγιο δευτερογενών εισοδημάτων.

Η ελληνική οικονομία προβλέπεται ότι θα αναπτυχθεί με ρυθμό 2,1% το 2025, 2,1% το 2026 και 2,1% το 2027, ενώ ο πληθωρισμός θα διαμορφωθεί σε 2,8%, 2,1% και 2,2% αντίστοιχα. Οι κίνδυνοι που περιβάλλουν την πρόβλεψη για το ΑΕΠ παραμένουν κυρίως καθοδικοί και αντανakλούν παράγοντες όπως η αβεβαιότητα από τις διεθνείς γεωπολιτικές εντάσεις και τις πολιτικές προστατευτισμού, η εμμονή των πληθωριστικών πιέσεων, η στενότητα στην αγορά εργασίας και ενδεχόμενες μισθολογικές πιέσεις, οι δημογραφικές εξελίξεις, η εκδήλωση καταστροφικών φαινομένων που απορρέουν κυρίως από την κλιματική κρίση και η βραδύτερη του αναμενομένου υλοποίηση των απαραίτητων μεταρρυθμίσεων, με δυσμενείς επιδράσεις στην παραγωγικότητα της ελληνικής οικονομίας.

1 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑ¹

1.1 Εξελίξεις στο ΑΕΠ και στις συνιστώσες του

Η οικονομική δραστηριότητα συνέχισε να αναπτύσσεται με ικανοποιητικούς ρυθμούς το πρώτο εννεάμηνο του 2025 (2,0% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2024), υπερβαίνοντας το μέσο ρυθμό ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ (1,5%). Βασικές συνιστώσες της ανάπτυξης ήταν η ιδιωτική κατανάλωση και οι καθαρές εξαγωγές, λόγω της αύξησης των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών και της παράλληλης μείωσης των εισαγωγών. Θετική ήταν και η συμβολή των επενδύσεων στην ανάπτυξη, λόγω της ενίσχυσης των πάγιων επενδύσεων τόσο σε παραγωγικό εξοπλισμό όσο και σε κατασκευές το β' και γ' τρίμηνο του έτους (βλ. Διάγραμμα IV.1 και Πίνακα IV.1). Οι δείκτες οικονομικής δραστηριότητας (βλ. Διάγραμμα IV.2 και Πίνακα IV.2) καταδεικνύουν συνέχιση της αναπτυξιακής δυναμικής το δ' τρίμηνο του 2025.

1.1.1 Κατανάλωση

Η πραγματική ιδιωτική κατανάλωση παρέμεινε η βασική συνιστώσα της ανάπτυξης το πρώτο εννεάμηνο του 2025 καταγράφοντας άνοδο (2,5%, έναντι 2,6% την αντίστοιχη περίοδο του 2024), καθώς υποστηρίχθηκε από την ενίσχυση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών. Σύμφωνα με τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία των τριμηνιαίων μη χρηματοοικονομικών λογαριασμών των θεσμικών τομέων που καταρτίζει η ΕΛΣΤΑΤ, το ονομαστικό διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών και των μη κερδοσκοπικών ιδρυμάτων που εξυπηρετούν τα νοικοκυριά (ΜΚΙΕΝ) αυξήθηκε κατά μέσο όρο κατά 4,9% το πρώτο εξάμηνο του 2025, κυρίως λόγω της θετικής συμβολής του εισοδήματος από εργασία (πρωτίστως του εισοδήματος εξαρτημένης εργασίας και δευτερευόντως του εισοδήματος αυτοαπασχολούμενων), καθώς και λόγω της θετικής

¹ Στο κεφάλαιο αυτό έχουν ληφθεί υπόψη στοιχεία και πληροφορίες που είχαν δημοσιευθεί έως τις 18.12.2025.

Πίνακας IV.1 Ζήτηση και ΑΕΠ (2022 - γ' τρίμηνο 2025)

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

	2022	2023	2024	2024 (δ' τρίμ.)	2025 (α' τρίμ.)	2025 (β' τρίμ.)	2025 (γ' τρίμ.)
Ιδιωτική κατανάλωση	9,3 (6,5)	2,3 (1,7)	2,4 (1,7)	1,4 (1,0)	2,6 (1,9)	2,4 (1,7)	2,4 (1,7)
Δημόσια κατανάλωση	0,0 (0,0)	2,8 (0,6)	-2,6 (-0,6)	-2,0 (-0,4)	3,5 (0,7)	0,9 (0,2)	1,0 (0,2)
Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	22,1 (3,1)	6,5 (1,1)	4,5 (0,7)	6,9 (1,1)	-1,1 (-0,2)	7,6 (1,3)	12,8 (2,1)
Επενδύσεις σε κατοικίες	60,1 (0,8)	22,1 (0,5)	12,9 (0,3)	40,1 (0,9)	0,4 (0,0)	15,9 (0,4)	25,4 (0,7)
Εγχώρια τελική ζήτηση ¹	9,0 (9,5)	3,0 (3,4)	1,8 (1,9)	1,6 (1,8)	2,2 (2,3)	2,9 (3,2)	3,8 (4,1)
Αποθέματα και στατιστικές διαφορές (% του ΑΕΠ)	0,8%	-1,2%	0,7%	1,3%	-0,1%	-2,4%	-2,4%
Εγχώρια ζήτηση	7,4 (8,1)	1,3 (1,4)	3,6 (3,8)	2,3 (2,5)	2,3 (2,5)	-0,3 (-0,3)	-0,4 (-0,4)
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	6,2 (2,3)	2,2 (0,9)	1,0 (0,3)	1,3 (0,5)	1,7 (0,6)	1,3 (0,5)	1,7 (0,6)
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	10,9 (-4,8)	0,0 (-0,1)	4,8 (-2,0)	1,6 (-0,7)	1,7 (-0,7)	-3,3 (1,5)	-4,0 (1,8)
Εξωτερική ζήτηση	... (-2,4)	... (0,8)	... (-1,7)	... (-0,2)	... (-0,1)	... (2,0)	... (2,4)
Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν σε τιμές αγοράς	5,5	2,1	2,1	2,3	2,4	1,6	2,0

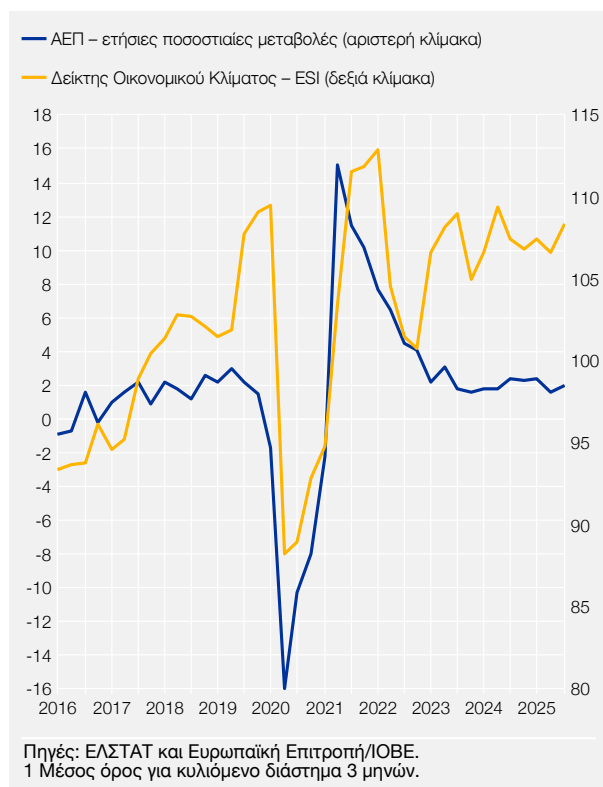
Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, τριμηνιαίοι εθνικοί λογαριασμοί, 5.12.2025. Τα ετήσια στοιχεία είναι μη εποχικώς διορθωμένα. Τα τριμηνιαία στοιχεία είναι εποχικώς διορθωμένα.

Σημείωση: Εντός παρενθέσεως, συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες.

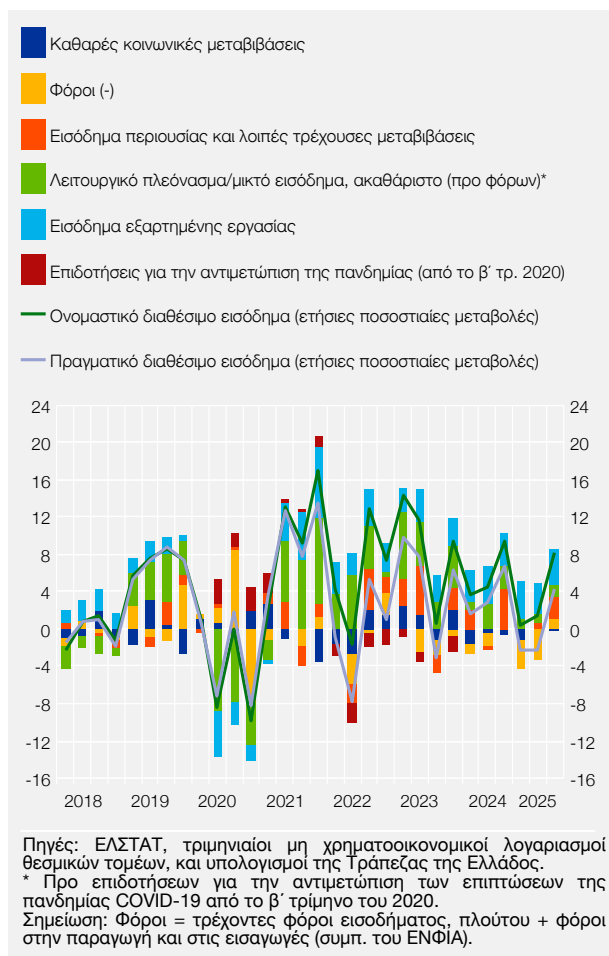
1 Δεν περιλαμβάνονται αποθέματα και στατιστικές διαφορές.

επίδρασης του εισοδήματος από περιουσία (βλ. Διάγραμμα IV.3). Η θετική εξέλιξη του εισοδήματος εξαρτημένης εργασίας είχε καθοριστική συμβολή στην ενίσχυση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών. Τα στοιχεία των εθνικών λογαριασμών για το πρώτο εννεάμηνο του 2025 καταδεικνύουν ότι το ονομαστικό εισόδημα εξαρτημένης εργασίας συνέχισε να αυξάνεται (6,9%, έναντι 7,2% την αντίστοιχη περίοδο του 2024), καθώς υποστηρίχθηκε τόσο από την άνοδο των αμοιβών ανά μισθωτό (4,0%) όσο και από την αύξηση του αριθμού των απασχολούμενων μισθωτών (2,8%). Η άνοδος αυτή αντανάκλα τις θετικές εξελίξεις στην αγορά εργασίας και την αύξηση των μισθών ιδίως στο κάτω άκρο της κατανομής. Στην ενίσχυση των εισοδημάτων των νοικοκυριών σημαντική συμβολή είχαν τα μέτρα της κυβέρνησης, όπως η αύξηση του κατώτατου μισθού, οι ενεργητικές πολιτικές απασχόλησης και τα στοχευμένα μέτρα στήριξης των ευάλωτων κοινωνικών ομάδων. Το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα αυξήθηκε το πρώτο εξάμηνο του 2025 κατά 1,0% συνεπεία του πληθωρισμού.

Η άνοδος της καταναλωτικής ζήτησης, παρά τη μείωση της αγοραστικής δύναμης των νοικοκυ-

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

Διάγραμμα IV.3 Συμβολές στη μεταβολή του διαθέσιμου εισοδήματος (α' τρίμηνο 2018 - β' τρίμηνο 2025)



ριών συνεπεία του πληθωρισμού, είχε ως αποτέλεσμα τη μείωση των αποταμιεύσεων των νοικοκυριών. Ο μέσος όρος του ποσοστού αποταμίευσης των νοικοκυριών (που ορίζεται ως η ακαθάριστη αποταμίευση προς το ακαθάριστο διαθέσιμο εισόδημα) για κυλιόμενο διάστημα τεσσάρων τριμήνων καταδεικνύει ότι τα υψηλά ποσοστά αποταμίευσης που παρατηρήθηκαν την περίοδο της πανδημίας (4,6% το 2021) μειώθηκαν στο διάστημα 2022-25 και επανήλθαν στα προ πανδημίας επίπεδα (-3,2% το β' τρίμηνο του 2025, βλ. Διάγραμμα IV.4).

Η ιδιωτική κατανάλωση αναμένεται να παραμείνει βασική συνιστώσα μεγέθυνσης της οικονομικής δραστηριότητας για το σύνολο του 2025 και το 2026, υποστηριζόμενη από την ενίσχυση του εισοδήματος των νοικοκυριών, καθώς προβλέπεται ότι η απασχόληση θα συνεχίσει να ανακάμπτει, οι μισθοί θα αυξάνονται και ο πληθωρισμός θα υποχωρεί σταδιακά. Παράλληλα, σημαντική αναμένεται να είναι η επίδραση των νέων μόνιμων επεκτατικών δημοσιονομικών μέτρων με στόχο την ενίσχυση του διαθέσιμου εισοδήματος, όπως η επιστροφή ενός ενοικίου ετησίως, η κοινωνική ενίσχυση των χαμηλοσυνταξιούχων, από το 2025, και η μείωση του φορολογικού βάρους για τη μεσαία τάξη, τις οικογένειες με παιδιά και τους νέους εργαζόμενους, από το 2026. Οι κίνδυνοι που περιβάλλουν την περαιτέρω ενίσχυση της ιδιωτικής κατανάλωσης συνδέονται με την άνοδο της αβεβαιότητας, η οποία αντανακλάται στα χα-

μηλά επίπεδα του δείκτη εμπιστοσύνης των καταναλωτών (βλ. Διάγραμμα IV.5), κυρίως λόγω της αβεβαιότητας των καταναλωτών συνεπεία των διεθνών πολιτικών προστατευτισμού και των γεωπολιτικών εξελίξεων που ενδέχεται να πλήξουν την παγκόσμια ανάπτυξη.

Η δημόσια κατανάλωση αυξήθηκε το πρώτο εννεάμηνο του έτους, συμβάλλοντας θετικά στην εξέλιξη του ΑΕΠ (βλ. Πίνακα IV.1).

1.1.2 Επενδύσεις

Το πρώτο εννεάμηνο του 2025 οι επενδύσεις σημείωσαν άνοδο, καθώς όλες οι μεγάλες κατηγορίες παγίων σημείωσαν αύξηση. Πιο συγκεκριμένα, ο ακαθάριστος σχηματισμός πάγιου κεφαλαίου αυξήθηκε κατά 6,4%, έναντι αύξησης κατά 3,1% το πρώτο εννεάμηνο του 2024. Θετική συμβολή σε αυτή την εξέλιξη είχαν οι επενδύσεις σε "Μεταφορικό εξοπλισμό" (18,1%), σε "Μηχανολογικό εξοπλισμό και οπτικά συστήματα" (2,5%), σε "Κατοικίες" (14,5%) και σε "Άλλες κατασκευές" (7,8%). Οριακή αύξηση σημείωσαν οι επενδύσεις σε "Άλλα προϊόντα" (1,8%). Αντίθετα, οι επενδύσεις σε "Εξοπλισμό ΤΠΕ" σημείωσαν σημαντική υποχώρηση κατά 7,4%.

Το β' τρίμηνο του 2025² η συνολική χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα αυξήθηκε σε 16,1% του ΑΕΠ έναντι 14,6% το 2024, λόγω της δυναμικής αύξησης της εξωτερικής χρηματοδότησης,

2 Η παρούσα ανάλυση γίνεται με βάση το κυλιόμενο άθροισμα τεσσάρων τριμήνων.

Πίνακας IV.2 Δείκτες καταναλωτικής και επενδυτικής ζήτησης (2022-2025)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)¹

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

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

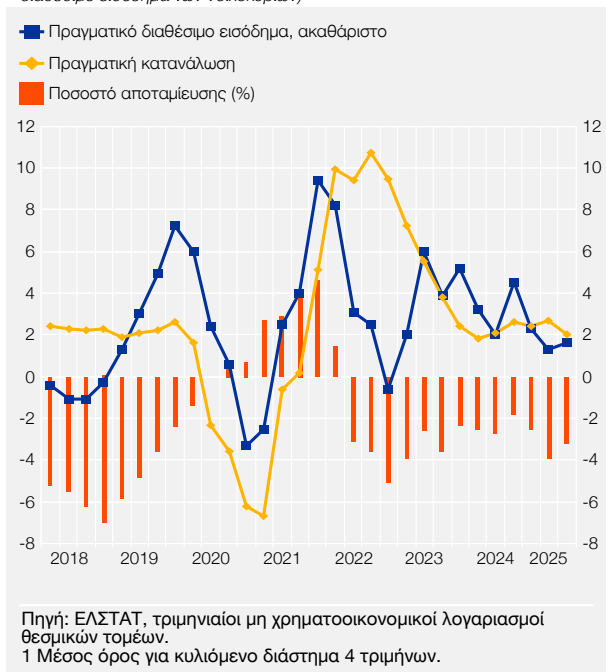
1 Με εξαίρεση το δείκτη εμπιστοσύνης καταναλωτών (διαφορά σταθμισμένων ποσοστών θετικών και αρνητικών απαντήσεων) και το βαθμό χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία παραγωγής κεφαλαιακών αγαθών (ποσοστά %).

2 Αποπληθωρισμένα με το Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕΛΣΤΑΤ).

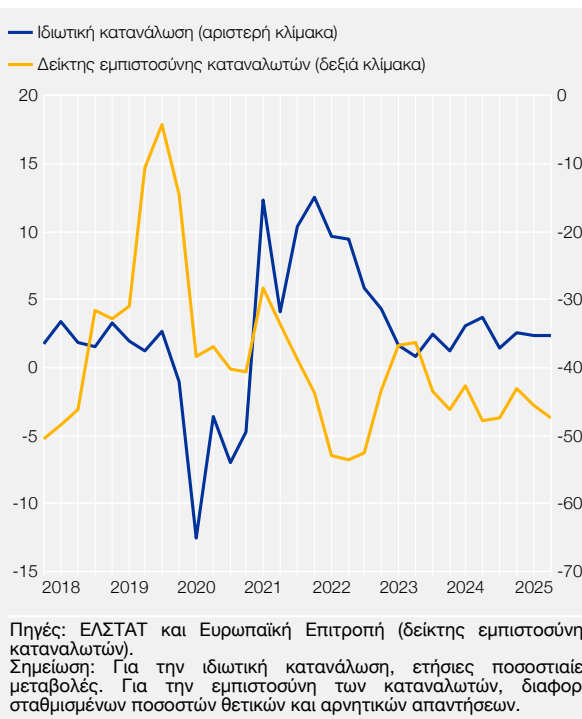
3 Οι ρυθμοί προκύπτουν από τις μεταβολές των υπολοίπων διορθωμένες ως προς διαγραφές δανείων, απομειώσεις αξίας χρεογράφων, συναλλαγματικές διαφορές και αναταξινόμησης.

Διάγραμμα IV.4 Ιδιωτική κατανάλωση, διαθέσιμο εισόδημα νοικοκυριών και ποσοστό αποταμίευσης¹ (α' τρίμηνο 2018 - β' τρίμηνο 2025)

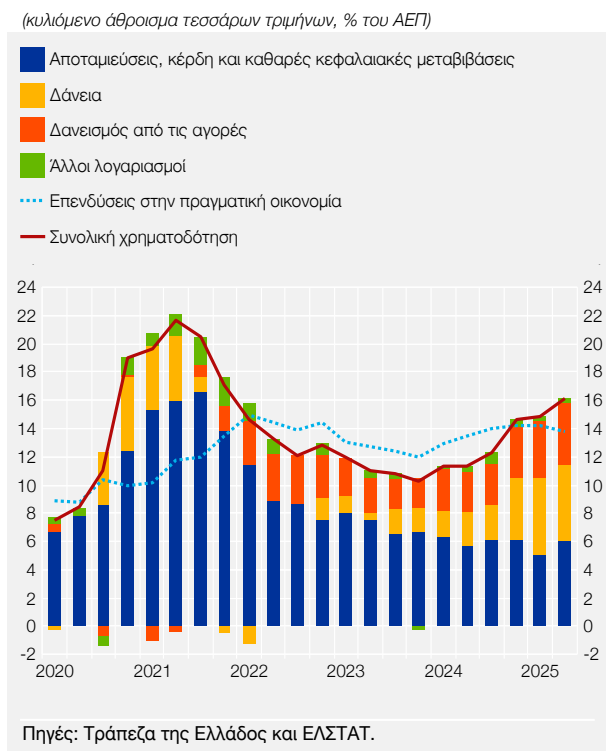
(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές για την ιδιωτική κατανάλωση και το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών)



Διάγραμμα IV.5 Ιδιωτική κατανάλωση και εμπιστοσύνη των καταναλωτών (α' τρίμηνο 2018 - γ' τρίμηνο 2025)



Διάγραμμα IV.6 Πηγές χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα και πραγματικές επενδύσεις (α' τρίμηνο 2020 - β' τρίμηνο 2025)



ενώ η εσωτερική χρηματοδότηση³ (ιδιωτικοί αποταμιευτικοί πόροι) υποχώρησε ελαφρά (βλ. Διάγραμμα IV.6). Πιο συγκεκριμένα, το β' τρίμηνο του έτους οι ιδιωτικοί αποταμιευτικοί πόροι που ήταν διαθέσιμοι για επενδύσεις μειώθηκαν σε 6,0% του ΑΕΠ, έναντι 6,1% το 2024.

Το β' τρίμηνο του 2025 η αποταμίευση των νοικοκυριών έγινε λίγο πιο αρνητική (-1,7% του ΑΕΠ) συγκριτικά με το 2024 (-1,5% του ΑΕΠ), καθώς ο ρυθμός ανόδου του διαθέσιμου εισοδήματος, με βάση το κυλιόμενο άθροισμα τεσσάρων τριμήνων (4,9%), υπολείπεται από αυτόν της κατανάλωσης (5,2%). Η εύρωστη καταναλωτική δαπάνη, η απόσυρση των μέτρων στήριξης για την αντιμετώπιση της ενεργειακής κρίσης, η άνοδος των τιμών και η αποπληρωμή των φορολογικών υποχρεώσεων συνέχισαν να επιβαρύνουν τις αποταμιεύσεις των νοικοκυριών και να τις διατηρούν σε αρνητικό επίπεδο, αν και ελαφρά βελτιωμένες συγκριτικά με το μέσο αρνητικό επίπεδο (-2,2%) της προ πανδημίας περιόδου (2016-19). Υπογραμμίζεται επίσης ότι η άνοδος του καθαρού χρηματοοικονομικού πλούτου των νοικοκυριών σε υψηλό 25ετία (268,5 δισεκ. ευρώ) το β' τρίμηνο του 2025, συνδυαστικά με

ένα σταθερό μακροοικονομικό και πολιτικό περιβάλλον,⁴ παρείχε στήριξη στην κατανάλωση και κατά συνέπεια ενθάρρυνε την περαιτέρω μείωση της αποταμίευσης.

Παράλληλα, η αποταμίευση των επιχειρήσεων (παρακρατηθέντα κέρδη) ενισχύθηκε σε 7,7% του ΑΕΠ το β' τρίμηνο του 2025, από 7,6% το 2024, και παρέμεινε κοντά στα προ πανδημίας επίπεδα (7,8%) της περιόδου 2016-19. Η ανθεκτικότητα αυτή της αποταμίευσης των επιχειρήσεων αντανάκλασε τις καλές επιδόσεις του βιομηχανικού, κατασκευαστικού και τουριστικού τομέα και της οικονομίας γενικότερα, τα υψηλά επίπεδα πληθωρισμού και την καταναλωτική ζήτηση, συνδυαστικά με τις επιχορηγήσεις του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF). Αντίθετα, η απόσυρση των κυβερνητικών μέτρων στήριξης για την αντιμετώπιση της ενεργειακής κρίσης μετρίασαν εν μέρει μόνο τη δυναμική της αποταμίευσης των επιχειρήσεων.

Το β' τρίμηνο του 2025 οι ακαθάριστες επενδύσεις κεφαλαίου του ιδιωτικού τομέα στην πραγματική οικονομία ανήλθαν σε 13,8% του ΑΕΠ (ή 33,5 δισεκ. ευρώ). Σημειώνεται ότι ο καθαρός σχηματισμός κεφαλαίου από τις επιχειρήσεις, ο οποίος αντανάκλα την επέκταση της παραγωγικής κεφαλαιακής τους βάσης, το β' τρίμηνο του 2025 ανήλθε σε 4,4% του ΑΕΠ, έναντι 4,8% το 2024.

Το β' τρίμηνο του 2025 η εσωτερική αποταμίευση του ιδιωτικού τομέα συνέχισε να μην καλύπτει το επίπεδο επενδύσεων στην πραγματική οικονομία και έτσι σημειώθηκε χρηματοδοτικό έλ-

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

4 Σύμφωνα με πρόσφατη ερευνητική μελέτη, η μακροοικονομική και πολιτική σταθερότητα διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στην ενίσχυση της καταναλωτικής δαπάνης των νοικοκυριών στη ζώνη του ευρώ (Manou, K. and E. Papapetrou (2025), "Does uncertainty matter for household consumption? A mean and a two tails approach", *Journal of Economics and Finance*, Volume 49, 909-941).

λειμμα, το οποίο ανήλθε σε 7,8% του ΑΕΠ, μικρότερο συγκριτικά με το 2024 (8,1% του ΑΕΠ). Αυτό συνίστατο σε έλλειμμα 5,8% του ΑΕΠ για τα νοικοκυριά και 2,1% για τις επιχειρήσεις.

Σημαντική πηγή νέων επενδυτικών σχεδίων αποτελούν και οι ιδιωτικοποιήσεις δημόσιων επιχειρήσεων και υποδομών, καθώς η πλήρης αξιοποίησή τους προϋποθέτει σημαντικές επενδύσεις για την ανάπτυξη νέων δραστηριοτήτων και τον εκσυγχρονισμό των υπαρχουσών εγκαταστάσεων. Η ιδιωτικοποίηση από την οποία θα προέλθουν οι μεγαλύτερες επενδύσεις είναι το Ελληνικό, όπου οι συνολικές επενδύσεις για την ολοκλήρωση του έργου εκτιμάται ότι θα ανέλθουν σε 8 δισεκ. ευρώ. Σημαντικά επενδυτικά έργα έχουν υλοποιηθεί ή προγραμματιστεί για τον ΟΛΠ (οι υποχρεωτικές επενδύσεις με βάση τη σύμβαση παραχώρησης ανέρχονται σε 293,8 εκατ. ευρώ και οι επιπρόσθετες οικειοθελείς επενδύσεις σε 167 εκατ. ευρώ), για τον ΟΛΘ (οι υποχρεωτικές επενδύσεις σε έργα υποδομής και εξοπλισμού με βάση τη σύμβαση παραχώρησης ανέρχονται σε 180 εκατ. ευρώ), για τα 14 περιφερειακά αεροδρόμια (το ύψος των επενδύσεων με βάση τη σύμβαση παραχώρησης διαμορφώθηκε σε 440 εκατ. ευρώ τα 4 πρώτα έτη της παραχώρησης, ενώ το ποσό των επενδύσεων για το σύνολο των 40 ετών της περιόδου παραχώρησης εκτιμάται σε 1,4 δισεκ. ευρώ), για τον ΔΕΣΦΑ (ο προϋπολογισμός προγράμματος ανάπτυξης του Εθνικού Συστήματος Φυσικού Αερίου ΔΠΑ 2024-2033 ανέρχεται σε 1,37 δισεκ. ευρώ) και για την Εγνατία Οδό (επενδύσεις άνω των 420 εκατ. ευρώ για την ανάταξη του οδικού άξονα και την αναβάθμιση των κάθετων αξόνων). Παράλληλα, σημαντικά επενδυτικά σχέδια έχουν εκπονηθεί και για μικρότερες ιδιωτικοποιήσεις, όπως τα υπόλοιπα λιμάνια και οι μαρίνες. Σύμφωνα με τον Προϋπολογισμό για το 2026, τα έσοδα από ιδιωτικοποιήσεις ανήλθαν το 2025 σε 1.561,4 εκατ. ευρώ, που προήλθαν κυρίως από τη μακροχρόνια παραχώρηση (35 έτη) της Εγνατίας Οδού (1.350 εκατ. ευρώ), ενώ για το 2026 αναμένονται έσοδα ύψους 322,1 εκατ. ευρώ.

1.1.3 Καθαρές εξαγωγές

Οι καθαρές εξαγωγές είχαν σημαντική θετική συμβολή στην άνοδο του ΑΕΠ το πρώτο εννεάμηνο του έτους. Αυτό αποδίδεται αφενός στην αύξηση των εξαγωγών αγαθών (1,4%) και των υπηρεσιών (1,1%) λόγω της επίδοσης του τουρισμού και αφετέρου στη μείωση των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών (-1,9%).

1.2 Εξελίξεις στους τομείς της οικονομίας

Η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία της οικονομίας διατήρησε τη θετική της δυναμική το πρώτο εννεάμηνο του 2025, χάρη στην καλή επίδοση όλων των τομέων οικονομικής δραστηριότητας. Η υψηλότερη συμβολή στο προϊόν της οικονομίας προήλθε από τον τομέα των υπηρεσιών. Παράλληλα, το προϊόν της βιομηχανίας, συμπεριλαμβανομένης της ενέργειας, συνέχισε να αυξάνεται, αλλά με επιβραδυνόμενο ρυθμό, ενώ άνοδο κατέγραψε και ο τομέας των κατασκευών. Αξιοσημείωτη ήταν η ανάκαμψη του προϊόντος του αγροτικού τομέα, με αποτέλεσμα τη θετική συμβολή του στη διαμόρφωση της συνολικής ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας της οικονομίας (βλ. Πίνακα IV.3).

1.2.1 Βιομηχανία και κατασκευές

Το προϊόν της βιομηχανίας, συμπεριλαμβανομένης της ενέργειας, αυξήθηκε το πρώτο εννεάμηνο του 2025 (1,8%), αλλά με χαμηλότερο ρυθμό σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2024 (11,3%). Η ηπιότερη ανάπτυξη του βιομηχανικού τομέα επιβεβαιώνεται από την πορεία του δείκτη βιομηχανικής παραγωγής, ο οποίος αυξήθηκε το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2025 με επιβραδυνόμενο ρυθμό σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2024, κυρίως λόγω της χαμηλότερης ανόδου της μεταποιητικής παραγωγής και της παραγωγής ηλεκτρικού ρεύματος. Η επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου της μεταποιητικής παραγωγής σε μεγάλο βαθμό μπορεί να αποδοθεί στη σημαντική μείωση της παραγωγής πετρελαιοειδών και στην υποχώρηση της παραγωγής φαρμακευτικών προϊόντων. Ωστόσο, δυναμικοί μεταποιητικοί κλάδοι, όπως η βιομηχανία τροφίμων, η παραγωγή βασικών μετάλλων και η κατασκευή μηχανημάτων και ειδών εξοπλισμού, συνέχισαν να καταγράφουν θετικές επιδόσεις. Παράλληλα, ο δείκτης PMI υποδεικνύει ισχυρή άνοδο της μεταποιητικής παραγωγής την περίοδο Ιανουαρίου-

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

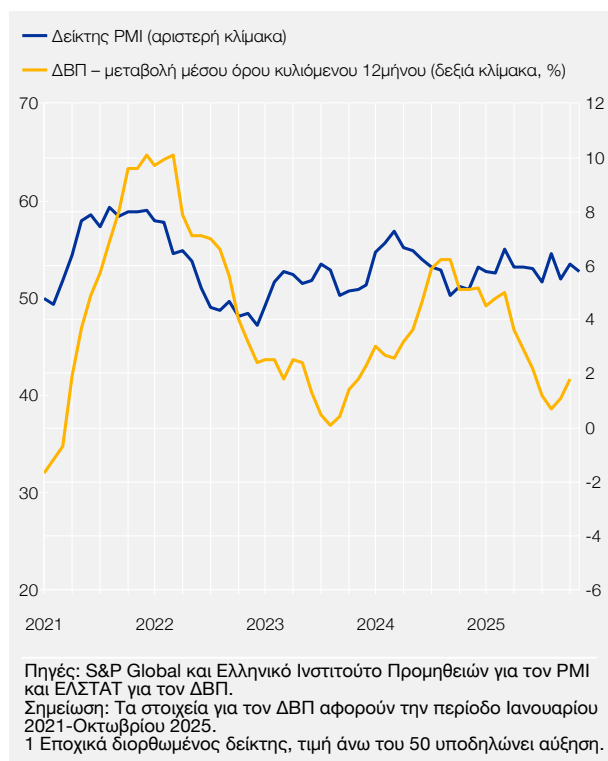
(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές και συμβολές ανά κλάδο, σε σταθερές τιμές έτους 2020)

	2022	2023	2024	2024 (δ' τρίμ.)	2025 (α' τρίμ.)	2025 (β' τρίμ.)	2025 (γ' τρίμ.)
Γεωργία, δασοκομία και αλιεία	14,6 (0,6)	-14,1 (-0,6)	0,5 (0,0)	10,8 (0,4)	9,6 (0,3)	5,1 (0,2)	3,1 (0,1)
Δευτερογενής τομέας	2,0 (0,4)	2,9 (0,5)	10,1 (1,7)	7,7 (1,3)	2,0 (0,3)	1,6 (0,3)	4,6 (0,8)
Βιομηχανία συμπεριλαμβανομένης της ενέργειας	0,7 (0,1)	2,3 (0,3)	10,6 (1,5)	8,5 (1,3)	3,6 (0,5)	0,2 (0,0)	1,7 (0,3)
Κατασκευές	12,0 (0,2)	7,0 (0,1)	6,4 (0,1)	2,7 (0,1)	-8,3 (-0,2)	11,8 (0,3)	25,6 (0,6)
Τριτογενής τομέας	5,2 (4,2)	3,1 (2,5)	0,0 (0,0)	0,1 (0,0)	0,4 (0,3)	0,7 (0,5)	1,1 (0,8)
Εμπόριο, ξενοδοχεία και εστιατόρια, μεταφορές και αποθήκευση	7,7 (1,8)	1,4 (0,4)	0,9 (0,2)	1,7 (0,4)	-0,4 (-0,1)	-0,9 (-0,2)	-0,2 (-0,1)
Ενημέρωση και επικοινωνία	14,3 (0,5)	2,6 (0,1)	8,1 (0,3)	7,5 (0,3)	0,7 (0,0)	2,2 (0,1)	3,3 (0,1)
Χρηματοπιστωτικές και ασφαλιστικές δραστηριότητες	-1,0 (-0,1)	9,7 (0,5)	-1,6 (-0,1)	-1,4 (-0,1)	2,6 (0,1)	4,5 (0,2)	5,9 (0,3)
Δραστηριότητες σχετικές με την ακίνητη περιουσία	1,7 (0,3)	5,1 (0,9)	-4,1 (-0,7)	-5,1 (-0,9)	0,4 (0,1)	0,5 (0,1)	0,5 (0,1)
Επαγγελματικές, επιστημονικές και τεχνικές δραστηριότητες	16,0 (0,9)	7,8 (0,5)	-1,2 (-0,1)	-2,8 (-0,2)	1,8 (0,1)	2,5 (0,2)	-3,4 (-0,2)
Δημόσια διοίκηση και άμυνα	1,5 (0,3)	-0,4 (-0,1)	1,0 (0,2)	2,2 (0,4)	0,0 (0,0)	-0,2 (0,0)	2,7 (0,5)
Τέχνες, διασκέδαση και ψυχαγωγία	8,3 (0,3)	6,5 (0,2)	3,3 (0,1)	2,0 (0,1)	1,3 (0,0)	5,6 (0,2)	2,5 (0,1)
Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές	5,1	2,3	1,7	1,8	1,2	1,1	1,6

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, τριμηνιαίοι εθνικοί λογαριασμοί, 5.12.2025. Τα ετήσια στοιχεία είναι μη εποχικώς διορθωμένα. Τα τριμηνιαία στοιχεία είναι εποχικώς διορθωμένα.

Σημείωση: Εντός παρενθέσεως, συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες.

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



Νοεμβρίου 2025 και συνεχίζει να καταγράφει καλύτερη επίδοση σε σχέση με τη ζώνη του ευρώ (βλ. Διάγραμμα IV.7).

Το προϊόν του κατασκευαστικού τομέα κατέγραψε άνοδο κατά 9,2% το πρώτο εννεάμηνο του 2025, έναντι αύξησης κατά 8,1% την αντίστοιχη περίοδο του 2024. Η θετική επίδοση του κατασκευαστικού τομέα αντανακλάται στην εξέλιξη του δείκτη παραγωγής στις κατασκευές, ενώ ο δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές και ο όγκος οικοδομικών αδειών, που αποτελούν πρόδρομους δείκτες δραστηριότητας, υποδηλώνουν διατήρηση της ανόδου της κατασκευαστικής δραστηριότητας. Σημειώνεται ότι ο όγκος οικοδομικών αδειών καταγράφει ισχυρούς ρυθμούς ανόδου από το Μάιο του 2025 και η αρνητική του εξέλιξη την περίοδο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2025 συνδέεται με την αβεβαιότητα ως προς την εφαρμογή του Νέου Οικοδομικού Κανονισμού τους πρώτους μήνες του έτους (βλ. Πίνακα IV.2 και Ενότητα IV.4).

1.2.2 Υπηρεσίες

Κατά το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2025 το προϊόν του τομέα των υπηρεσιών αυξή-

θηκε κατά 0,7% έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2024, συμβάλλοντας κατά 0,5 ποσοστιαία μονάδα στη μεταβολή του συνολικού προϊόντος. Αν και το προϊόν των κλάδων που σχετίζονται με τον τουρισμό – δηλαδή το χονδρικό και λιανικό εμπόριο, οι υπηρεσίες παροχής καταλύματος και εστίασης και οι μεταφορές – μειώθηκε κατά 0,5%, οι λοιποί κλάδοι υπηρεσιών κατέγραψαν άνοδο 1,2%. Τα έως τώρα διαθέσιμα στοιχεία για τον κύκλο εργασιών στις υπηρεσίες σε τρέχουσες τιμές για το 2025 επιβεβαιώνουν τη θετική πορεία των περισσότερων κλάδων των υπηρεσιών (βλ. Πίνακα IV.4). Παράλληλα, σύμφωνα με τα πλέον πρόσφατα στοιχεία της Eurostat,⁵ η Ελλάδα κατέγραψε το Σεπτέμβριο του 2025 τη μεγαλύτερη αύξηση στην παραγωγή υπηρεσιών στην ΕΕ με ετήσιο ρυθμό 18,9%, έναντι 2,8% στην ΕΕ και 2,7% στην ευρωζώνη. Η εντυπωσιακή αυτή επίδοση οφείλεται κυρίως στην ενίσχυση του κλάδου καταλυμάτων και εστίασης, όπου η παραγωγή υπηρεσιών αυξήθηκε το Σεπτέμβριο του 2025 κατά 63,8% σε σχέση με το Σεπτέμβριο του 2024, έναντι μόλις 1,5% στην ΕΕ.

Σύμφωνα με μελέτη της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (2025),⁶ οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις (ΜΜΕ) που δραστηριοποιούνται στον τομέα των υπηρεσιών στην Ελλάδα το 2024 αντιπροσωπεύουν σχεδόν το ήμισυ του συνολικού αριθμού ΜΜΕ της χώρας, το 48,8% του συνολικού προϊόντος που παράγουν οι ΜΜΕ και το 48,0% της απασχόλησης. Συγκριτικά με το μέσο όρο της ΕΕ-27, το μερίδιο της απασχόλησης σε ΜΜΕ του τριτογενούς τομέα στην Ελλάδα είναι υψηλότερο κατά 3,8 ποσοστιαίες μονάδες, ενώ η συμβολή τους στο προϊόν είναι μεγαλύτερη κατά 5,6 ποσοστιαίες μονάδες. Αναφορικά με τον κλάδο του εμπορίου, οι ΜΜΕ στην Ελλάδα έχουν μεγαλύτερη συμβολή συγκριτικά με τον ευρωπαϊκό μέσο όρο, τόσο ως προς το προϊόν (27,1% έναντι 22,3%) όσο και σε όρους αριθμού επιχειρήσεων (31,6% έναντι 22,4%) και απασχόλησης (31,2% έναντι 22,9%). Η χρήση τεχνητής νοημοσύνης από τις ΜΜΕ εμφανίζεται εντονότερη στους κλάδους των υπηρεσιών, όπου εφαρμόζεται από το 40% των επιχειρήσεων, έναντι περίπου 30% στους κλάδους της βιομηχανίας και του εμπορίου.⁷ Επιπλέον, το 57% των ΜΜΕ του τομέα των υπηρεσιών δηλώνει πρόθεση να πραγματοποιήσει επενδύσεις την επόμενη τριετία, ποσοστό ελαφρώς αυξημένο σε σύγκριση με το 55% της προηγούμενης τριετίας. Κύριο κίνητρο επένδυσης για τις επιχειρήσεις αυτές παραμένει η απόκτηση εξοπλισμού, στόχο που θέτει το 37% των ΜΜΕ οι οποίες προγραμματίζουν επενδυτική δραστηριότητα.

Όσον αφορά τα μεγέθη του τουρισμού, παρατηρείται ότι ο εισερχόμενος τουρισμός διατήρησε τη δυναμική του κατά το πρώτο εννεάμηνο του 2025. Έτσι, οι ταξιδιωτικές εισπράξεις (συμπεριλαμβανομένης της κρουαζιέρας) ανήλθαν σε 20,1 δισεκ. ευρώ, αυξημένες κατά 9% σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του 2024 (18,5 δισεκ. ευρώ), ενώ οι αφίξεις μη κατοίκων διαμορφώθηκαν σε 31,6 εκατομμύρια, σημειώνοντας άνοδο κατά 4,0% σε ετήσια βάση. Ιδιαίτερη συμβολή στα θετικά αποτελέσματα του τουριστικού κλάδου έχει και η οικονομία διαμοιρασμού. Συγκεκριμένα, κατά το πρώτο εξάμηνο του 2025 οι διανυκτερεύσεις αλλοδαπών σε καταλύματα που διατίθενται από διαδικτυακές πλατφόρμες μέσω της οικονομίας διαμοιρασμού υπερέβησαν τις αντίστοιχες διανυκτερεύσεις του 2024 κατά 18%.⁸

Οι προοπτικές για την πορεία του ελληνικού τουρισμού τους επόμενους μήνες παραμένουν θετικές. Η ελκυστικότητα της Ελλάδος για τους διεθνείς ταξιδιώτες υπερβαίνει τον ευρωπαϊκό μέσο όρο για τα μακρινά ταξίδια αυτό το φθινόπωρο.⁹ Για το διάστημα από το Σεπτέμβριο έως το Δεκέμβριο του 2025, η Ελλάδα αντιπροσωπεύει κατά μέσο όρο το 14% των προτιμήσεων σε όλες τις αγορές (έναντι 12% πέρυσι), επιβεβαιώνοντας τη σταθερή αυξητική τάση του ελληνικού του-

5 Ο δείκτης παραγωγής υπηρεσιών της Eurostat είναι ένας μηνιαίος δείκτης που μετράει τις μεταβολές στον όγκο του κλάδου των υπηρεσιών, εξαιρουμένων των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών και του δημόσιου τομέα.

6 European Commission (2025), *Annual Report on European SMEs 2024/2025*, *SME Performance Review 2024/2025*.

7 Βλ. Εθνική Τράπεζα/ Διεύθυνση Οικονομικής Ανάλυσης (2025), "Μικρομεσαίες Επιχειρήσεις: Επενδυτική διάθεση και στρατηγικές. Α' Εξάμηνο 2025".

8 Βλ. Eurostat, *Short-stay accommodation offered via collaborative economy platforms by months and residence of the guest – experimental statistics*.

9 Βλ. European Travel Commission (2025), *Long-Haul Travel Barometer 3/2025*, *Travel horizon September-December 2025*.

Πίνακας IV.4 Δείκτες δραστηριότητας στον τομέα των υπηρεσιών (2022-2025)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2022	2023	2024	2025 (διαθέσιμη περίοδος)
1. Εμπόριο				
Χονδρικό εμπόριο	21,4	-2,2	-7,2	1,8 (Ιαν.-Σεπτ.)
Λιανικό εμπόριο	12,4	3,7	1,6	2,6 (Ιαν.-Σεπτ.)
Εμπορία και επισκευή αυτοκινήτων-μοτοσικλετών	15,8	21,2	7,0	2,5 (Ιαν.-Σεπτ.)
2. Τηλεπικοινωνίες και μεταφορές				
Τηλεπικοινωνίες	5,8	5,5	-0,5	-0,2 (Ιαν.-Σεπτ.)
Χερσαίες μεταφορές	21,3	15,8	7,7	4,7 (Ιαν.-Σεπτ.)
Θαλάσσιες και ακτοπλοϊκές μεταφορές	32,9	1,7	5,3	3,3 (Ιαν.-Σεπτ.)
Αεροπορικές μεταφορές	94,2	22,6	48,2	-1,8 (Ιαν.-Σεπτ.)
Αποθήκευση και υποστηρικτικές προς τις μεταφορές δραστηριότητες	23,2	-2,7	4,1	0,5 (Ιαν.-Σεπτ.)
3. Ξενοδοχεία και εστιατόρια και ταξιδιωτικά πρακτορεία				
Υπηρεσίες παροχής καταλύματος και εστίασης	50,6	9,8	7,5	33,7 (Ιαν.-Σεπτ.)
Ταξιδιωτικά πρακτορεία και συναφείς δραστηριότητες	96,6	24,1	10,5	3,1 (Ιαν.-Σεπτ.)
4. Επαγγελματικές-επιστημονικές-τεχνικές δραστηριότητες				
Νομικές-λογιστικές δραστηριότητες και υπηρεσίες παροχής συμβουλών διαχείρισης	22,2	6,9	4,6	10,3 (Ιαν.-Σεπτ.)
Δραστηριότητες αρχιτεκτόνων-μηχανικών	8,8	12,1	-4,4	45,2 (Ιαν.-Σεπτ.)
Υπηρεσίες διαφήμισης και έρευνας αγοράς	11,5	11,6	15,7	16,0 (Ιαν.-Σεπτ.)

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ (δείκτες κύκλου εργασιών στις υπηρεσίες).

ρισμού. Επιπλέον, η επιβατική κίνηση τόσο στο αεροδρόμιο της Αθήνας όσο και στα περιφερειακά αεροδρόμια παραμένει σε ανοδική τροχιά. Αναλυτικά, οι διεθνείς αφίξεις στο αεροδρόμιο της Αθήνας ανήλθαν σε 22,7 εκατομμύρια το πρώτο ενδεκάμηνο του 2025, σημειώνοντας αύξηση κατά 8,5% σε σύγκριση με το αντίστοιχο διάστημα του 2024. Στα περιφερειακά αεροδρόμια, οι διεθνείς επιβάτες αυξήθηκαν κατά 3,6% σε ετήσια βάση έως τα τέλη Νοεμβρίου. Η διεθνής επιβατική κίνηση στο αεροδρόμιο της Αθήνας κατέγραψε ετήσια άνοδο κατά 11,5% το Νοέμβριο, ενώ στα περιφερειακά αεροδρόμια κατά 9,6%.

Παρά τις θετικές εξελίξεις, ο ελληνικός τουρισμός αναμένεται να αντιμετωπίσει σημαντικές προκλήσεις μεσοπρόθεσμα, κυρίως σε ό,τι αφορά την πράσινη μετάβαση, τον ψηφιακό μετασχηματισμό και την ενίσχυση της βιωσιμότητας του τομέα. Η αξιοποίηση των πόρων του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF) είναι κρίσιμη για τη διατήρηση της ανταγωνιστικότητας του ελληνικού τουριστικού προϊόντος. Το Σχέδιο “Ελλάδα 2.0” περιλαμβάνει έργα υποδομών που στοχεύουν στην αναβάθμιση του τουριστικού προϊόντος, την ανάδειξη νέων προορισμών και την επιμήκυνση της τουριστικής περιόδου. Σύμφωνα με δύο πρόσφατες μελέτες του Ινστιτούτου Τουριστικών Ερευνών και Προβλέψεων (ΙΤΕΠ),¹⁰ τα ελληνικά ξενοδοχεία στρέφονται σταδιακά προς ένα πιο βιώσιμο μοντέλο λειτουργίας, με αυξανόμενο βαθμό ενσωμάτωσης νέων τεχνολογιών. Από το σύνολο των επενδύσεων ύψους περίπου 1 δισεκ. ευρώ που πραγματοποιήθηκαν το 2024, ποσοστό της τάξεως του 20% κατευθύνθηκε σε δράσεις που σχετίζονται με τη βιωσιμότητα. Οι επενδύσεις αυτές προήλθαν κυρίως από μεγάλες και υψηλής κατηγορίας ξενοδοχειακές μονάδες, γεγονός που αναδεικνύει την ανάγκη ενίσχυσης των κινήτρων προς τις μικρότερες επιχειρήσεις του κλάδου. Παράλληλα, το 34% των ξενοδοχειακών επιχειρήσεων κάνει ήδη χρήση εφαρμογών τεχνητής νοημοσύνης, ενώ ένα επιπλέον 10% δηλώνει πρόθεση να τις υιοθετήσει

10 ΙΤΕΠ (2025), “Βιώσιμη Φιλοξενία: Μετρήσεις και Προκλήσεις στα Ελληνικά Ξενοδοχεία” και “Η Χρήση της Τεχνητής Νοημοσύνης στην λειτουργία των Ελληνικών Ξενοδοχείων. Έρευνα σε ευρωπαϊκό επίπεδο σε συνεργασία με το Πανεπιστήμιο της Ελβετίας”, Μάιος.

στο άμεσο μέλλον. Τέλος, ένα από τα σημαντικότερα ζητήματα που εξακολουθεί να αντιμετωπίζει ο κλάδος της φιλοξενίας είναι η έλλειψη κατάλληλου ανθρώπινου δυναμικού. Ειδικότερα, το πρώτο εξάμηνο του 2025 οι δραστηριότητες παροχής καταλύματος και εστίασης συγκαταλέγονται μεταξύ των κλάδων με τα υψηλότερα ποσοστά κενών θέσεων εργασίας.¹¹

2 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

Κατά τη διάρκεια του 2025 η ελληνική αγορά ακινήτων συνέχισε να προσελκύει το επενδυτικό ενδιαφέρον, τόσο το εγχώριο όσο και από το εξωτερικό, ειδικά για τους τομείς της κατοικίας, της φιλοξενίας, αλλά και των γραφείων υψηλών προδιαγραφών με βιοκλιματικά χαρακτηριστικά. Οι τιμές των κατοικιών κατέγραψαν περαιτέρω αύξηση, η προσφορά ωστόσο νέων κατοικιών παρέμεινε περιορισμένη, καθώς η εκκίνηση νέων κατασκευαστικών έργων επηρεάστηκε από τις εκκρεμότητες στο ρυθμιστικό πλαίσιο¹² και το αυξημένο κόστος κατασκευής. Το ζήτημα της στεγαστικής προσιτότητας τίθεται με ιδιαίτερη έμφαση κατά την τρέχουσα περίοδο, εξαιτίας των αυξήσεων όχι μόνο των αγοραίων αξιών των κατοικιών, αλλά και των μισθωμάτων, ιδιαίτερα στα μεγάλα αστικά κέντρα. Για την αντιμετώπιση του ζητήματος, η πολιτεία έχει ήδη υλοποιήσει ή εξαγγείλει πρωτοβουλίες όπως τα προγράμματα “Σπίτι μου I και II”, την επιδότηση ενοικίου, τη μείωση της φορολογίας για κύριες κατοικίες σε μικρούς οικισμούς και την αξιοποίηση δημόσιων ακινήτων για κοινωνική κατοικία. Παράλληλα, η δέση μέτρων που ανακοινώθηκε στο τέλος του έτους και θα εξειδικευθεί εντός του 2026 προσανατολίζεται, μεταξύ άλλων, στη στήριξη της προσφοράς κατοικίας, δίνοντας έμφαση στη δυνατότητα οικιστικής αξιοποίησης σε ανενεργά επαγγελματικής χρήσης ακίνητα και στην αναβάθμιση υφιστάμενων παλαιότερων κατοικιών. Αν και οι παρεμβάσεις αυτές συνιστούν βήματα προς τη σωστή κατεύθυνση, ενδέχεται να έχουν περιορισμένη βραχυπρόθεσμη αποτελεσματικότητα, καθώς ορισμένες από αυτές τείνουν να ενισχύουν τη ζήτηση, ενώ άλλες προϋποθέτουν μακρό χρονικό ορίζοντα υλοποίησης.

Στην αγορά κατοικιών, σημαντικοί ετήσιοι ρυθμοί αύξησης στις τιμές των διαμερισμάτων συνέχισαν να καταγράφονται σε επίπεδο χώρας έως και το γ' τρίμηνο του 2025, ωστόσο με σημαντική επιβράδυνση έναντι των αντίστοιχων τριμήνων του προηγούμενου έτους (βλ. Διάγραμμα IV.8). Με βάση τα στοιχεία εκτιμήσεων που συλλέγονται από την Τράπεζα της Ελλάδος, το εννέαμηνο του 2025 οι τιμές των διαμερισμάτων (σε ονομαστικούς όρους) αυξήθηκαν κατά 7,5%, έναντι αύξησης κατά 9,7% το αντίστοιχο διάστημα του 2024. Κατά παλαιότητα, η αύξηση των τιμών για τα παλαιά διαμερίσματα, δηλ. ηλικίας άνω των 5 ετών, ήταν εντονότερη (7,7%) έναντι των νέων διαμερισμάτων (7,3%). Στους επιμέρους δείκτες κατά γεωγραφική περιοχή, αισθητά υψηλότερους ρυθμούς αύξησης σε σχέση με το μέσο ετήσιο ρυθμό για το σύνολο της Ελλάδος καταγράφηκαν στη Θεσσαλονίκη, στις άλλες μεγάλες πόλεις και στις λοιπές περιοχές της χώρας (9,7%, 8,5% και 8,9% αντίστοιχα), ενώ η Αθήνα κατέγραψε ηπιότερο μέσο ετήσιο ρυθμό (6,1%).

Παρά την αύξηση που σημειώνεται στις αξίες των διαμερισμάτων, μικτές τάσεις καταγράφονται στους συναφείς δείκτες της αγοράς κατοικίας. Πιο συγκεκριμένα, ελαφρώς συγκρατημένο παρατηρείται το επενδυτικό ενδιαφέρον από το εξωτερικό σε σχέση με πέρυσι, σύμφωνα με τα πιο πρόσφατα δημοσιευμένα στοιχεία του προγράμματος Golden Visa,¹³ καθώς και των καθαρών εισπράξεων από ξένες άμεσες επενδύσεις για αγοραπωλησίες ακινήτων.¹⁴ Η οικοδομική δρα-

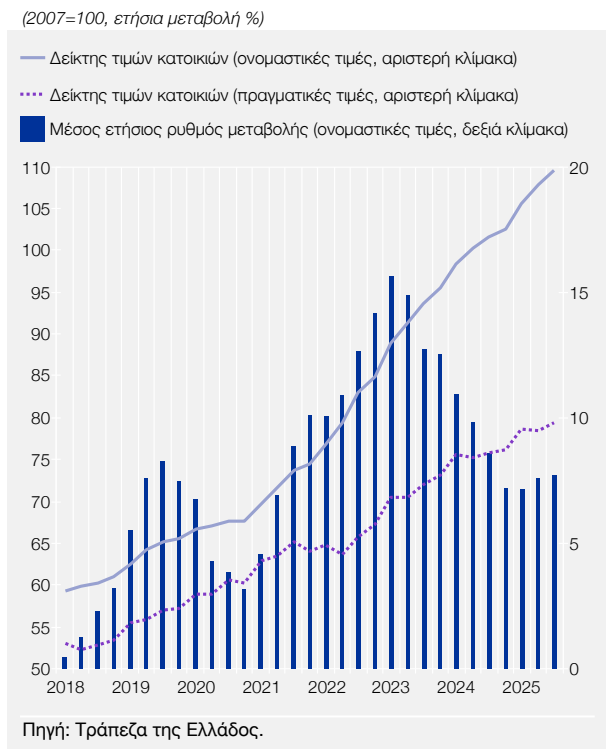
11 Βλ. Eurostat, *Job vacancy statistics by NACE Rev. 2 activity – quarterly data (from 2001 onwards)*.

12 Βλ. Απόφαση 146/2025 της Ολομέλειας του Συμβουλίου της Επικρατείας (ΣτΕ) περί αντισυνταγματικότητας κινήτρων του Νέου Οικοδομικού Κανονισμού (Ν.Ο.Κ.) και υπ' αριθμ. 94 Προεδρικό Διάταγμα (ΦΕΚ Α' 196/11.11.2025) περί Ειδικού Σχεδίου Περιβαλλοντικού Ισοδυνάμου Αναβάθμισης Πόλεων για την αντιστάθμιση της χρήσης κινήτρων του Ν.Ο.Κ.

13 Σύμφωνα με τα στοιχεία του προγράμματος Golden Visa (Οκτώβριος 2025), τα αιτήματα (εκδοθείσες και εκκρεμείς άδειες διαμονής) κατά το πρώτο δεκάμηνο του 2025 ανήλθαν σε 6.205, έναντι 7.028 αιτημάτων την αντίστοιχη περίοδο του 2024, σημειώνοντας υποχώρηση, σε ετήσια βάση, κατά 11,7%.

14 Οι καθαρές εισπράξεις από τις ξένες άμεσες επενδύσεις για την αγορά ακινήτων (στοιχεία Τράπεζας της Ελλάδος) τους πρώτους εννέα μήνες του 2025 ανήλθαν σε 1.465,7 εκατ. ευρώ, σημειώνοντας υποχώρηση κατά 23,9% έναντι του αντίστοιχου επιπέδου εισπράξεων την ίδια περίοδο του 2024 (1.925,8 εκατ. ευρώ).

Διάγραμμα IV.8 Δείκτης τιμών κατοικιών
(α' τρίμηνο 2018 - γ' τρίμηνο 2025)



στηριότητα για κατοικίες σε επίπεδο χώρας (στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ) την περίοδο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2025 κατέγραψε υποχώρηση στους ετήσιους ρυθμούς μεταβολής της, τόσο ως προς τον αριθμό των νέων αδειών όσο και ως προς το δομήσιμο όγκο (-24,5% και -25,6% αντίστοιχα). Παράλληλα, το πρώτο εννεάμηνο του 2025 το συνολικό κόστος κατασκευής νέων κτιρίων κατοικιών συνέχισε να αυξάνεται σε ετήσια βάση, αν και με βραδύτερο ρυθμό (2,9%). Επίσης, τους πρώτους δέκα μήνες του 2025 καταγράφηκε αύξηση στο συνολικό ύψος των νέων στεγαστικών δανείων (σε ετήσια βάση 45,8%), ωστόσο η τραπεζική χρηματοδότηση παραμένει σε χαμηλά επίπεδα. Σύμφωνα με τα στοιχεία της Έρευνας Τραπεζικών Χορηγήσεων (γ' τρίμηνο 2025), παρατηρείται μείωση της ζήτησης στεγαστικών δανείων για δεύτερο συνεχές τρίμηνο, έναντι έντονης αύξησης που είχε καταγραφεί το α' τρίμηνο του 2025. Αντίθετα, θετικές εξελίξεις καταγράφονται στις επενδύσεις σε κατοικίες (εποχικώς διορθωμένα στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ, σε σταθερές τιμές), οι οποίες σημείωσαν το πρώτο εννεάμηνο του 2025 ετήσιο ρυθμό ανόδου 14,5% (2,8% ως ποσοστό του ΑΕΠ). Τέλος, οι θετικές επιχειρηματικές προσδοκίες για την κα-

τασκευή κατοικιών (στοιχεία IOBE) ενισχύονται περαιτέρω το ενδεκάμηνο του 2025 (7,6% σε ετήσια βάση).

Στον κλάδο των επαγγελματικών ακινήτων, με βάση τους δείκτες που δημοσιεύει η Τράπεζα της Ελλάδος, το πρώτο εξάμηνο του 2025 οι τιμές των γραφείων και των καταστημάτων υψηλών προδιαγραφών σε επίπεδο χώρας κατέγραψαν επιβράδυνση, με τους ρυθμούς αύξησης να εκτιμώνται σε 0,5% και 1,1%, αντίστοιχα, σε σχέση με το αμέσως προηγούμενο εξάμηνο. Στην Αθήνα οι ρυθμοί αύξησης των τιμών επαγγελματικών ακινήτων υψηλών προδιαγραφών ήταν ελαφρώς υψηλότεροι και συγκεκριμένα 0,9% για τα γραφεία και 1,5% για τα καταστήματα. Περιορισμένες αυξήσεις καταγράφηκαν και στα μισθώματα γραφείων και καταστημάτων όλων των κατηγοριών, σε σύγκριση με το δεύτερο εξάμηνο του 2024, οι οποίες ανήλθαν σε 0,3% και 0,4% αντίστοιχα, σε επίπεδο χώρας.

Το πρώτο οκτάμηνο του 2025 η κατασκευαστική δραστηριότητα για ακίνητα επαγγελματικής χρήσης (στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ) κατέγραψε μείωση στον αριθμό νέων αδειών, σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους, και αύξηση σε όρους δομήσιμου όγκου (-12,5% και 7,6% αντίστοιχα). Στις επιμέρους επενδυτικές επαγγελματικές χρήσεις οι τάσεις ήταν μικτές. Συγκεκριμένα, οι νέες οικοδομικές άδειες γραφείων σημείωσαν αύξηση 36,0%, ενώ σε όρους δομήσιμου όγκου καταγράφηκε μείωση (-48,3%). Ο αριθμός νέων αδειών για καταστήματα κατά την ίδια περίοδο μειώθηκε (-6,7%), ενώ αντίθετα ο όγκος (σε κυβικά μέτρα) αυξήθηκε κατά 42,5%. Τέλος, οι νέες άδειες για ξενοδοχεία υποχώρησαν τόσο σε αριθμό όσο και σε συνολικό δομήσιμο όγκο, κατά 45,6% και 22,4% αντίστοιχα.

Με βάση τα στοιχεία που συγκεντρώνει η Τράπεζα της Ελλάδος και τα αποτελέσματα της Έρευνας Αγοράς Επαγγελματικών Ακινήτων,¹⁵ στη διάρκεια του πρώτου εξαμήνου του 2025 τα κε-

15 Βλ. Έρευνα Αγοράς Επαγγελματικών Ακινήτων – Α' εξάμηνο 2025.

φάλαια των Ανώνυμων Εταιριών Επενδύσεων Ακίνητης Περιουσίας (ΑΕΕΑΠ), άλλων επενδυτικών χαρτοφυλακίων και εταιριών ανάπτυξης ακινήτων κατευθύνθηκαν στην πλειοψηφία τους στην αγορά ή και ανάπτυξη γραφείων βιοκλιματικών χαρακτηριστικών υψηλών προδιαγραφών, ενώ σημαντικές επενδύσεις καταγράφηκαν σε ειδικές οικιστικές χρήσεις υψηλών αποδόσεων. Οι ελάχιστες αποδόσεις των γραφείων υψηλών προδιαγραφών στο επιχειρηματικό κέντρο (Central Business District – CBD) της πρωτεύουσας κυμάνθηκαν μεταξύ 5,4% και 6,6%, οριακά χαμηλότερες σε σχέση με το προηγούμενο εξάμηνο, ενώ οι ελάχιστες αποδόσεις καταστημάτων υψηλών προδιαγραφών στις εμπορικότερες θέσεις του κέντρου της Αθήνας κυμάνθηκαν μεταξύ 5,0% και 6,0%.

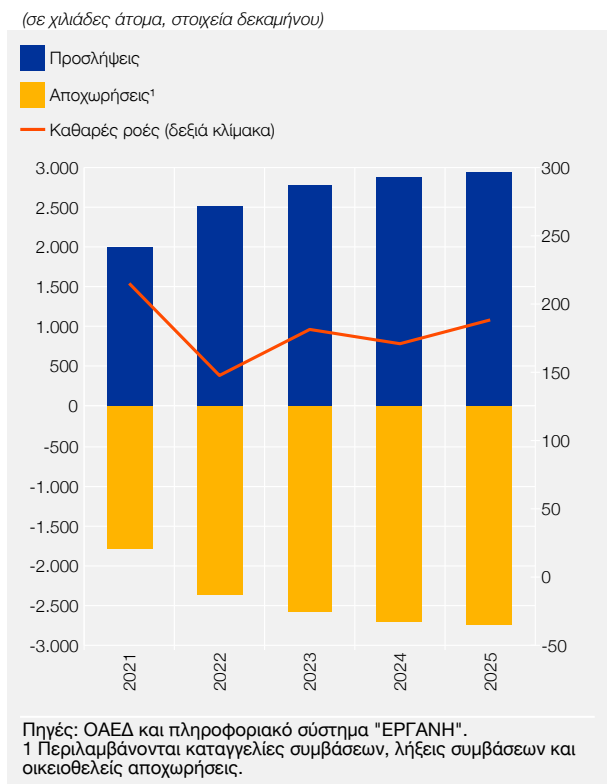
Το επενδυτικό ενδιαφέρον όπως και οι ανοδικές τάσεις των τιμών στην αγορά ακινήτων αναμένεται να συνεχιστούν και το επόμενο διάστημα, αλλά με ηπιότερους ρυθμούς, υπό την προϋπόθεση ότι η ζήτηση δεν θα επηρεαστεί από διεθνείς μακροοικονομικές και γεωπολιτικές εξελίξεις. Ειδικά για το υψηλότερων προδιαγραφών τμήμα της αγοράς εκτιμάται ότι η πορεία του θα συνεχίσει να είναι θετική, με τη δυναμική να τροφοδοτείται από το ενδιαφέρον ξένων αγοραστών και επενδυτών, την καλή επίδοση του τουρισμού, τη βελτίωση των μακροοικονομικών δεικτών, αλλά και τη σταδιακή αναβάθμιση των υποδομών της χώρας. Σημειώνεται ωστόσο ότι παρά τις θετικές εξελίξεις, η ελληνική αγορά ακινήτων συνεχίζει να περιορίζεται από γραφειοκρατικές διαδικασίες και θεσμικές και διοικητικές καθυστερήσεις. Για τη διατήρηση του ενδιαφέροντος και των θετικών προοπτικών απαιτούνται περαιτέρω βήματα με στόχο την απλοποίηση των διαδικασιών σε όλα τα στάδια της αξιοποίησης της ακίνητης περιουσίας, ώστε να αποδεδειχθούν ακίνητα και επενδύσεις που θα δώσουν λύση στο ζήτημα της περιορισμένης προσφοράς και θα επιτρέψουν την ανάπτυξη σε τοπικό επίπεδο αλλά και σε επίπεδο χώρας. Τέλος, εκτιμάται ότι θα πρέπει να δοθεί ιδιαίτερη προσοχή στη διαχείριση των νέων συνθηκών που δημιουργούνται ειδικά στην ευρύτερη περιοχή της Αθήνας, όπου συγκεντρώνεται σημαντικό μέρος του πληθυσμού της χώρας, αλλά και της επενδυτικής δραστηριότητας. Αφενός ο βόρειος άξονας της πόλης, ο οποίος συγκεντρώνει τη συντριπτική πλειοψηφία των νέων “πράσινων” γραφειακών χώρων, όπως και χρήσεις αναψυχής, συνεδρίων και εμπορικών κέντρων, και αφετέρου ο υπερτοπικός πόλος του Ελληνικού στα νότια προάστια αναμένεται να μεταβάλουν σημαντικά τη ζήτηση ακινήτων. Με τη σταδιακή διαμόρφωση νέων τοπικών θυλάκων ισχυρού επενδυτικού και επιχειρηματικού ενδιαφέροντος, εκτιμάται ότι θα απαιτηθούν άμεσα περαιτέρω επενδύσεις σε υποδομές, ώστε η ανάπτυξη στο λεκανοπέδιο της Αττικής να είναι βιώσιμη μακροπρόθεσμα.

3 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΑΝΕΡΓΙΑΣ

Η αγορά εργασίας συνέχισε την αναπτυξιακή της πορεία και το πρώτο εννέαμηνο του 2025, αν και με επιβραδυνόμενο ρυθμό σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2024, παρά τις σημαντικές προκλήσεις που προκαλούν η στενότητα στην αγορά εργασίας και η αυξανόμενη δυσκολία των επιχειρήσεων να προσλάβουν το απαραίτητο προσωπικό. Πιο συγκεκριμένα, η συνολική απασχόληση αυξήθηκε κατά 1,4% το πρώτο εννέαμηνο του 2025 (έναντι 1,9% το πρώτο εννέαμηνο του 2024), ενώ το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε στο 9,0% (από 10,3%). Αντίστοιχα, η μισθωτή απασχόληση, σύμφωνα με το ισοζύγιο ροών μισθωτής απασχόλησης του πληροφοριακού συστήματος ΕΡΓΑΝΗ, κινήθηκε το πρώτο δεκάμηνο του 2025 σε υψηλότερα επίπεδα σε σχέση με την αντίστοιχη περσινή περίοδο, λόγω των προσλήψεων στον τουριστικό κλάδο. Παρ’ όλα αυτά, οι προκλήσεις που αντιμετωπίζει η αγορά εργασίας είναι σημαντικές, καθώς η υπογεννητικότητα και η γήρανση του πληθυσμού θα προκαλέσουν σημαντική μείωση του εργατικού δυναμικού μεσοπρόθεσμα.

Σύμφωνα με τα στοιχεία του πληροφοριακού συστήματος ΕΡΓΑΝΗ, οι εξελίξεις στην αγορά εργασίας παρέμειναν ευνοϊκές, καθώς το ισοζύγιο των ροών μισθωτής απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα το πρώτο δεκάμηνο του 2025 ήταν θετικό, ενώ κυμάνθηκε σε υψηλότερα επίπεδα έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2024. Συγκεκριμένα, το δεκάμηνο του 2025 δημιουργήθηκαν 188.086 νέες θέσεις εργασίας, έναντι 171.253 το αντίστοιχο διάστημα του 2024 (βλ. Διάγραμμα

Διάγραμμα IV.9 Ροές μισθωτής απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα (2021-2025)



θετα, μείωση παρατηρήθηκε στη γεωργία (-14,2%), στις σχετικές με τον τουρισμό δραστηριότητες (-1,0%), στις δραστηριότητες ανθρώπινης υγείας (-2,2%) και στη δημόσια διοίκηση και άμυνα (-0,9%) (βλ. Διάγραμμα IV.10).

Με βάση την ανάλυση ανά φύλο, η αύξηση της απασχόλησης το πρώτο εννεάμηνο του 2025 σε σχέση με το πρώτο εννεάμηνο του 2024 ήταν μεγαλύτερη στις γυναίκες από ό,τι στους άνδρες (2,6% και 0,5% αντίστοιχα). Όσον αφορά τις ετήσιες μεταβολές ανά ηλικιακή ομάδα, στις ηλικίες 45-64 ετών, που έχουν τη μεγαλύτερη συμβολή στη συνολική απασχόληση, σημειώθηκε αύξηση 2,9%, ενώ στις ηλικίες 30-44 ετών, με τη δεύτερη μεγαλύτερη συμβολή στη συνολική απασχόληση, παρατηρήθηκε επίσης θετική ετήσια μεταβολή (0,5%). Την ίδια περίοδο, το ποσοστό μερικής απασχόλησης υποχώρησε στο 5,5% του συνόλου των απασχολούμενων (6,9% το πρώτο εννεάμηνο του 2024).

Το ποσοστό ανεργίας το πρώτο εννεάμηνο του 2025 αποκλιμακώθηκε σε 9,0%. Υποχώρηση του ποσοστού ανεργίας παρατηρήθηκε τόσο στους άνδρες όσο και στις γυναίκες, αν και το πο-

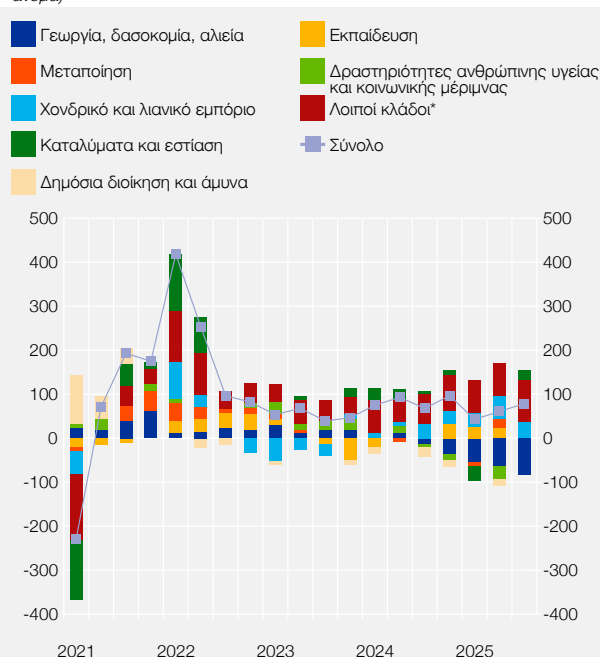
IV.9). Ως προς τους επιμέρους κλάδους οικονομικής δραστηριότητας, η μεγαλύτερη αύξηση προσλήψεων καταγράφηκε στις σχετικές με τον τουρισμό δραστηριότητες.

Ο αριθμός των απασχολούμενων το πρώτο εννεάμηνο του 2025, σύμφωνα με τα στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού (ΕΕΔ) της ΕΛΣΤΑΤ, παρουσίασε άνοδο κατά 1,4% σε σχέση με το πρώτο εννεάμηνο του 2024. Αντίστοιχα, η μισθωτή απασχόληση αυξήθηκε κατά 5,5%, ο δε αριθμός των λοιπών απασχολούμενων μειώθηκε κατά -7,7%, αντανakλώντας κυρίως τη σημαντική μείωση των αυτοαπασχολούμενων χωρίς προσωπικό και των βοηθών στην οικογενειακή επιχείρηση, ενώ μικρή αύξηση κατέγραψαν και οι αυτοαπασχολούμενοι με προσωπικό.

Η αύξηση της απασχόλησης την ίδια περίοδο προήλθε από την αύξηση του αριθμού των απασχολούμενων στο εμπόριο (5,8%), στην εκπαίδευση (4,4%), στις επαγγελματικές, επιστημονικές και τεχνικές δραστηριότητες (11,0%), στις κατασκευές (9,1%) και στις διοικητικές και υποστηρικτικές δραστηριότητες (11,1%). Αντί-

Διάγραμμα IV.10 Μεταβολές του αριθμού των απασχολούμενων: σύνολο και ανά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας (α' τρίμηνο 2021 - γ' τρίμηνο 2025)

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



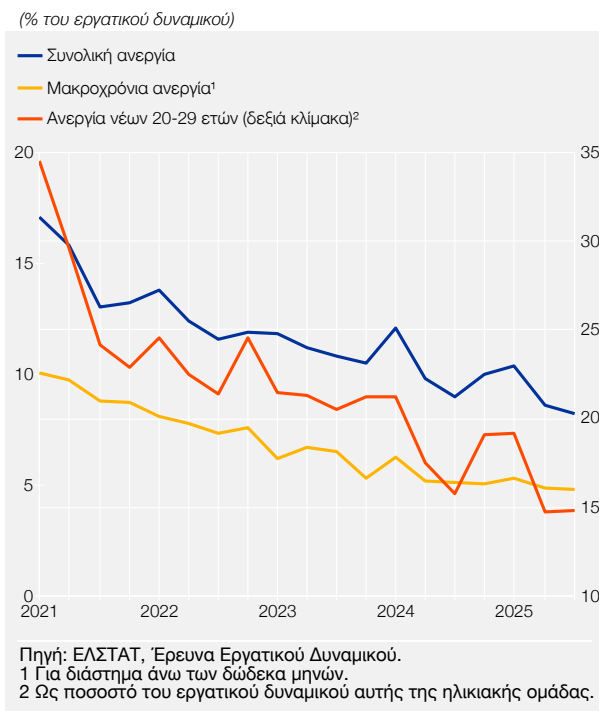
Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Έρευνα Εργατικού Δυναμικού.

* Περιλαμβάνονται οι κλάδοι με ποσοστό συμμετοχής στη συνολική απασχόληση κάτω του 6%.

ποσοτό ανεργίας των γυναικών (11,3%) παρέμεινε σημαντικά υψηλότερο από αυτό των ανδρών (7,3%). Παράλληλα, μειώθηκαν το ποσοστό ανεργίας των νέων ηλικίας 20-29 ετών και το ποσοστό μακροχρόνιας ανεργίας σε 16,2% και 5,0% αντίστοιχα (βλ. Διάγραμμα IV.11). Η απασχόληση, η αύξηση της κινητικότητας και η συμμετοχή των νέων στην αγορά εργασίας προϋποθέτουν την ενδυνάμωση της ζήτησης σε κλάδους και εργασίες με υψηλή προστιθέμενη αξία, την προσέλκυση ξένων άμεσων επενδύσεων και την ενίσχυση της εξωστρέφειας της ελληνικής οικονομίας (βλ. Πλαίσιο IV.1).

Οι βραχυπρόθεσμες προοπτικές απασχόλησης (έρευνες συγκυρίας IOBE και Ευρωπαϊκής Επιτροπής) το πρώτο ενδεκάμηνο του 2025 σημείωσαν βελτίωση στις κατασκευές, στο εμπόριο και κυρίως στη μεταποίηση, ενώ στις υπηρεσίες οι προοπτικές απασχόλησης, αν και κινήθηκαν σε θετικό επίπεδο, κατέγραψαν καθοδική πορεία. Ο σταθμισμένος δείκτης των προσδοκιών απασχόλησης κυμάνθηκε σε οριακά χαμηλότερα επίπεδα σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους.

Διάγραμμα IV.11 Ποσοστά ανεργίας (α' τρίμηνο 2021 - γ' τρίμηνο 2025)



Η στενότητα στην αγορά εργασίας (labour market tightness), η οποία αντανακλά το γεγονός ότι ο αριθμός των κενών θέσεων εργασίας υπερβαίνει τον αριθμό όσων αναζητούν εργασία και εκφράζεται από το ποσοστό κενών θέσεων εργασίας, τα τελευταία τρίμηνα του 2024 και τα δύο πρώτα τρίμηνα του 2025 παρουσίασε σημάδια χαλάρωσης. Ειδικότερα, το β' τρίμηνο του 2025 σημειώθηκε υποχώρηση του ποσοστού κενών θέσεων εργασίας σε 1,6% από 2,5% το β' τρίμηνο του 2024. Ειδικότερα, ανά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας, τα υψηλότερα ποσοστά κενών θέσεων εργασίας σημείωσαν οι κατασκευές (3,9%), οι επαγγελματικές, επιστημονικές και τεχνικές δραστηριότητες (2,6%), ο κλάδος του εμπορίου, καταλυμάτων και εστίασης (1,7%), καθώς και η μεταποίηση (1,6%). Αντίθετα, οι χρηματοπιστωτικές και ασφαλιστικές δραστηριότητες, καθώς και ο κλάδος της πληροφορικής και των επικοινωνιών κατέγραψαν τα χαμηλότερα ποσοστά κενών θέσεων εργασίας.

Σε θεσμικό επίπεδο, στο νέο εργασιακό νόμο¹⁶ περιλαμβάνονται διατάξεις που στοχεύουν στον εκσυγχρονισμό των εργατικών διατάξεων, στις εύκολες και γρήγορες προσλήψεις, στη μείωση της γραφειοκρατίας, στην ενίσχυση της υγείας και ασφάλειας στην εργασία, στην ενίσχυση της Επιθεώρησης Εργασίας και στην εναρμόνιση με τις Διεθνείς Συμβάσεις του Διεθνούς Οργανισμού Εργασίας (ILO) για την εργασία, καθώς και διάφορες κοινωνικοασφαλιστικές διατάξεις. Ειδικότερα, μεταξύ άλλων, προβλέπονται: α) η επέκταση της δυνατότητας των εργαζομένων για 13ωρη απασχόληση σε έναν εργοδότη και η νομιμοποίηση υπερωριών στην εκ περιτροπής εργασία με προσαύξηση 40% στο καταβαλλόμενο ωρομίσθιο, β) η απλοποίηση των διαδικασιών πρόσληψης και η κατάργηση εντύπων τα οποία περιέχουν πληροφορίες που έχουν ήδη υποβληθεί, ενώ δίνεται η δυνατότητα ταχείας πρόσληψης για επείγουσες ανάγκες της επιχείρησης για εργασία έως 2 ημερών, γ) η ελεύθερη επιλογή τετραήμερης εργασίας για εργαζόμενους γονείς για όλο το χρόνο και κατανομής της ετήσιας άδειας, αφορολόγητο και ακατάσχετο επίδομα γονικής άδειας, η ενιαία αναγνώριση ασφαλιστικού χρόνου για επίδομα κυοφορίας και λοχείας και η επέκταση

16 Ν. 5239/2025 "Δίκαιη Εργασία για Όλους: Απλοποίηση της Νομοθεσίας – Στήριξη στον Εργαζόμενο – Προστασία στην Πράξη".

της χορήγησης της άδειας μητρότητας και σε ανάδοχες μητέρες, δ) η απαγόρευση μείωσης των αποδοχών μετά την εφαρμογή της ψηφιακής κάρτας εργασίας, ε) η βελτιστοποίηση της λειτουργίας της επιθεώρησης εργασίας και η αυστηροποίηση ποινικών κυρώσεων για πράξεις βίας ή παρεμπόδισης του ελέγχου από την Επιθεώρηση Εργασίας και στ) η επέκταση της απαλλαγής προσαυξήσεων από ασφαλιστικές εισφορές, ενώ για τους εργαζόμενους συνταξιούχους η επιπλέον παροχή δεν αυξάνει το συντελεστή εισφοράς αλληλεγγύης συνταξιούχων.

Για την αύξηση της κάλυψης εργαζομένων από συλλογικές συμβάσεις εργασίας (ΣΣΕ), υπεγράφη κοινωνική συμφωνία μεταξύ κυβέρνησης και εθνικών κοινωνικών εταίρων.¹⁷ Βασικοί άξονες της συμφωνίας είναι η διευκόλυνση στην επέκταση των ΣΣΕ, η πλήρης προστασία των εργαζομένων μετά τη λήξη τους και η επιτάχυνση των διαδικασιών επίλυσης διαφορών μέσω του οργανισμού μεσολάβησης και διαιτησίας (Ο.ΜΕ.Δ). Αναλυτικότερα, το απαιτούμενο ποσοστό κάλυψης των εργαζομένων του κλάδου ή του επαγγέλματος μειώνεται από 50% σε 40%, ενώ το ποσοτικό κριτήριο του 40% δεν θα εξετάζεται καθόλου όταν τη ΣΣΕ συνυπογράφουν εθνικοί κοινωνικοί εταίροι. Παράλληλα, εξακολουθούν να ισχύουν όλοι οι όροι της ΣΣΕ μέχρι τη σύναψη νέας συλλογικής ή ατομικής σύμβασης εργασίας.

Η αγορά εργασίας, παρά τη διαρκή ανάπτυξη τα τελευταία χρόνια, αντιμετωπίζει σημαντικές προκλήσεις τόσο βραχυπρόθεσμα όσο και μακροπρόθεσμα. Βραχυπρόθεσμα, η σημαντική υποχώρηση του ποσοστού ανεργίας έχει μειώσει σημαντικά τη δυνατότητα εύρεσης εργαζομένων από τις επιχειρήσεις, καθώς έχει αυξήσει τη στενότητα στην αγορά εργασίας. Ως αποτέλεσμα, οι επιχειρήσεις δυσκολεύονται να προσλάβουν το απαραίτητο προσωπικό, με συνέπεια είτε να μη μπορούν να φθάσουν στο μέγιστο της παραγωγικής τους ικανότητας είτε να αναγκάζονται να προσφέρουν υψηλότερους μισθούς για να προσελκύσουν ή να διατηρήσουν τους εργαζομένους. Η αύξηση του κόστους εργασίας με υψηλότερους ρυθμούς σε σχέση με την αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση του μοναδιαίου κόστους εργασίας, η οποία ενδέχεται να οδηγήσει στην επιδείνωση της ανταγωνιστικότητας της οικονομίας (βλ. Πλαίσιο IV.2). Γι' αυτό το λόγο, η αύξηση των αμοιβών πρέπει να είναι ισορροπημένη ώστε να μην προκαλεί υπέρμετρη αύξηση του μοναδιαίου κόστους εργασίας, που θα επιδεινώσει τις προοπτικές της οικονομίας. Παράλληλα, θα πρέπει να συνεχιστεί η λήψη μέτρων για την αύξηση του ποσοστού συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό των γυναικών, των νέων και των συνταξιούχων, αλλά και για τον επαναπατρισμό των Ελλήνων του εξωτερικού με υψηλές δεξιότητες (brain regain). Μακροπρόθεσμα, η υπογεννητικότητα και η γήρανση του πληθυσμού θα επιφέρουν σημαντική μείωση του εργατικού δυναμικού, με σοβαρές επιπτώσεις τόσο στην οικονομική ανάπτυξη όσο και στη βιωσιμότητα του ασφαλιστικού συστήματος. Είναι λοιπόν επιτακτική η ανάγκη χάραξης μιας ολοκληρωμένης στρατηγικής για τη στήριξη της οικογένειας και την αύξηση των γεννήσεων. Παράλληλα, η ραγδαία εξέλιξη της τεχνητής νοημοσύνης αναμένεται να προκαλέσει δομικές αλλαγές στην αγορά εργασίας, καθώς πολλές θέσεις εργασίας είτε θα καταργηθούν είτε θα υποκατασταθούν από αυτοματοποιημένες τεχνολογίες. Θα πρέπει τόσο οι υφιστάμενοι εργαζόμενοι όσο και αυτοί που θα εισέλθουν στην αγορά εργασίας να αποκτήσουν τις απαραίτητες δεξιότητες που θα τους βοηθήσουν να εκμεταλλευθούν τις δυνατότητες της τεχνητής νοημοσύνης για αύξηση της παραγωγικότητας της οικονομίας, ώστε η Ελλάδα να μη μείνει ουραγός στις νέες εξελίξεις.

17 Δελτίο Τύπου Υπουργείου Εργασίας και Κοινωνικής Ασφάλισης, 26.11.2025.

Πλαίσιο IV.1

Η ΚΙΝΗΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΟΥ ΕΡΓΑΤΙΚΟΥ ΔΥΝΑΜΙΚΟΥ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Η αγορά εργασίας έχει αναπτυχθεί σημαντικά τα τελευταία χρόνια ως αποτέλεσμα της υλοποίησης διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, που δημιούργησαν ένα πιο ευέλικτο πλαίσιο με λιγότερες στρεβλώσεις. Ταυτόχρονα, η πρόοδος

της οικονομίας που σημειώθηκε τα τελευταία έτη συνοδεύθηκε από σταθερή αύξηση της απασχόλησης και διαρκή υποχώρηση του ποσοστού ανεργίας. Η μείωση του ποσοστού ανεργίας έχει περιορίσει σημαντικά τη δεξαμενή του διαθέσιμου προς πρόσληψη προσωπικού. Η στενότητα στην αγορά εργασίας αυξήθηκε σημαντικά μετά την πανδημία και η τάση αυτή διατηρήθηκε το 2024 και στις αρχές του 2025, με τις επιχειρήσεις να δυσκολεύονται να βρουν προσωπικό για να καλύψουν τις ανάγκες τους.¹ Παράλληλα, βελτιώθηκαν οι παράγοντες που επηρέαζαν τη δυναμική της αγοράς εργασίας, καθώς αυξήθηκε σημαντικά η κινητικότητα του πληθυσμού που βρίσκεται σε ηλικία εργασίας ανάμεσα στις τρεις πιθανές καταστάσεις: την απασχόληση, την ανεργία και τη μη συμμετοχή στο εργατικό δυναμικό.

Σκοπός του παρόντος πλαισίου είναι να μελετήσει την κινητικότητα του πληθυσμού ηλικίας 15-74 ετών, εξετάζοντας τις ροές ανάμεσα στην απασχόληση, την ανεργία και τη μη συμμετοχή στο εργατικό δυναμικό το διάστημα 2010-25, με ιδιαίτερη έμφαση στην περίοδο μετά την πανδημία COVID-19. Η διερεύνηση αυτών των ροών επιτρέπει τον εντοπισμό των σημείων παρέμβασης, ώστε να σχεδιαστούν και να εφαρμοστούν στοχευμένες πολιτικές που ενισχύουν τη δυναμική της αγοράς εργασίας και συμβάλλουν στην αύξηση του ποσοστού απασχόλησης. Εντούτοις, θα πρέπει να σημειωθεί ότι η διατήρηση υψηλών ρυθμών αύξησης της απασχόλησης αποτελεί σημαντική πρόκληση, καθώς η υπογεννητικότητα και η γήρανση του πληθυσμού οδηγούν σε διαρκή μείωση του πληθυσμού σε ηλικία εργασίας, που μπορεί να επηρεάσει δυσμενώς τη λειτουργία της αγοράς εργασίας και να υπονομεύσει τη μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα του ασφαλιστικού συστήματος και την κοινωνική συνοχή. Η ενίσχυση της κινητικότητας στην αγορά εργασίας αποφέρει πολλαπλά οφέλη για την οικονομική ανάπτυξη, καθώς διευκολύνει την ανακατανομή του εργατικού δυναμικού προς κλάδους υψηλότερης προστιθέμενης αξίας. Η διαδικασία αυτή συμβάλλει, μεταξύ άλλων, στην αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας και στη βελτίωση των αμοιβών των εργαζομένων.²

Μεθοδολογία για την κινητικότητα της εργασίας

Για τη διερεύνηση της κινητικότητας του πληθυσμού μεταξύ των τριών καταστάσεων στην αγορά εργασίας αξιοποιούνται δεδομένα από την Έρευνα Εργατικού Δυναμικού (ΕΕΔ) της ΕΛΣΤΑΤ για την περίοδο από το 2010 έως και το β' τρίμηνο του 2025. Κατά τη διάρκεια της περιόδου μελέτης, τα άτομα μπορούν είτε να παραμείνουν στην ίδια κατάσταση που ήταν την προηγούμενη περίοδο είτε να μετακινηθούν σε μία διαφορετική κατάσταση. Το ποσοστό μετάβασης μεταξύ δύο καταστάσεων στην αγορά εργασίας υπολογίζεται ως ο λόγος των ατόμων που μετακινήθηκαν κατά τη διάρκεια μιας περιόδου από τη μία κατάσταση σε μία άλλη προς το σύνολο των ατόμων που την προηγούμενη περίοδο βρίσκονταν στην αρχική κατάσταση.³

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.

2 Βλ. α) Directorate-General for Employment, Social Affairs and Inclusion (2025), *Estimating labour market transitions and skills investment needs of the green transition – a new approach*, Publications Office of the European Union: αύξηση της κινητικότητας του εργατικού δυναμικού στο δευτερογενή τομέα και ιδιαίτερα στις "πράσινες" επιχειρήσεις τα τελευταία χρόνια στην ΕΕ, με εξαίρεση τους πιο ρυπογόνους κλάδους όπως οι εξορυκτικές δραστηριότητες. β) Braunerhjelm, P., D. Ding and P. Thulin (2020), "[Labour market mobility, knowledge diffusion and innovation](#)", *European Economic Review*, 123, 103386: θετική σχέση ανάμεσα στην κινητικότητα εξειδικευμένου προσωπικού και την παραγωγή καινοτομίας από τις επιχειρήσεις, όπως μετρείται από τις αιτήσεις διπλωμάτων ευρεσιτεχνίας. γ) Bai, J.J., A. Eldemire and M. Serfling (2024), "[The effect of labor mobility on corporate investment and performance over the business cycle](#)", *Journal of Banking and Finance*, 166, 107258: θετική σχέση μεταξύ της κινητικότητας του εργατικού δυναμικού και της αύξησης των εταιρικών επενδύσεων σε περιόδους ανάπτυξης.

3 Για παράδειγμα, το ποσοστό μετάβασης για τη ροή $P(U_{t-1} E_t)$ από κατάσταση ανεργίας την προηγούμενη περίοδο (U_{t-1}) σε κατάσταση απασχόλησης την τρέχουσα περίοδο (E_t) σύμφωνα με τον ορισμό της Eurostat υπολογίζεται ως εξής:

$$P(U_{t-1} E_t) = 100 \frac{U_{t-1} E_t}{U_{t-1} E_t + U_{t-1} U_t + U_{t-1} I_t} = 100 \frac{U_{t-1} E_t}{U_{t-1}}$$

όπου $U_{t-1} E_t$ είναι ο αριθμός των ανέργων της αρχικής περιόδου που βρίσκουν απασχόληση την επόμενη περίοδο, $U_{t-1} I_t$ είναι ο αριθμός των ανέργων της αρχικής περιόδου που βρίσκονται εκτός εργατικού δυναμικού την επόμενη περίοδο, $U_{t-1} U_t$ είναι ο αριθμός των ανέργων της αρχικής περιόδου που παραμένουν άνεργοι και την επόμενη περίοδο και U_{t-1} είναι ο συνολικός αριθμός των ανέργων της αρχικής περιόδου.

Μεταβολές στην κατάσταση των ατόμων στην αγορά εργασίας της Ελλάδος (2024)

(πληθυσμός ηλικίας 15-74 ως ποσοστό της αρχικής κατάστασης το 2023)

		Τελική κατάσταση 2024		
		Απασχόληση	Ανεργία	Εκτός εργατικού δυναμικού
Αρχική κατάσταση 2023	Απασχόληση	96,2%	1,7%	2,1%
	Ανεργία	21,3%	49,2%	29,5%
	Εκτός εργατικού δυναμικού	4,2%	5,0%	90,9%

Πηγή: Eurostat.

Στον Πίνακα εμφανίζονται οι πιθανότητες μετάβασης⁴ μεταξύ των διαφορετικών καταστάσεων την περίοδο 2023-24. Τόσο για τους απασχολούμενους όσο και για τα άτομα εκτός εργατικού δυναμικού, η πιθανότητα να παραμείνουν στην ίδια κατάσταση είναι άνω του 90%. Ωστόσο, επισημαίνεται ότι η πιθανότητα ένας εργαζόμενος να παραμείνει απασχολούμενος είναι ισχυρή (96,2%) καθώς οι συνθήκες στην αγορά εργασίας συνεχίζουν να βελτιώνονται. Αντίθετα, η πιθανότητα ένας άνεργος να παραμείνει άνεργος ανέρχεται στο 49,2%, γεγονός που σημαίνει ότι περίπου οι μισοί άνεργοι του 2023 είτε βρήκαν εργασία είτε έπαψαν να αναζητούν εργασία και βγήκαν εκτός εργατικού δυναμικού.

Διαχρονική εξέλιξη της κινητικότητας στην αγορά εργασίας**Διαχρονική εξέλιξη της κινητικότητας από την απασχόληση**

Η εξέταση της διαχρονικής εξέλιξης της κινητικότητας από την απασχόληση δείχνει ότι η πιθανότητα παραμονής στην απασχόληση παραμένει άνω του 95% σε όλη τη διάρκεια της περιόδου ανάλυσης,⁵ ακόμη και την περίοδο της οικονομικής κρίσης. Η πιθανότητα μετάβασης στην ανεργία μειώνεται διαχρονικά, καθώς από τα επίπεδα του 2-3% το 2011 έχει περιοριστεί στα επίπεδα του 1-1,5% τα τελευταία έξι τρίμηνα. Αντίστοιχα, η πιθανότητα μετάβασης εκτός εργατικού δυναμικού έχει αυξηθεί από το 0,8%, που ήταν η μέση τριμηνιαία πιθανότητα την περίοδο 2011-19, σε 1,5% την περίοδο 2020-β' τρίμηνο 2025 (βλ. Διάγραμμα Α). Σε σύγκριση με την Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ), η πιθανότητα μετάβασης από την απασχόληση στην ανεργία είναι σχεδόν ίση, ενώ αντίθετα η πιθανότητα μετάβασης από την απασχόληση στο μη οικονομικά ενεργό πληθυσμό είναι πολύ υψηλότερη στην ΕΕ, αν και τα τελευταία έτη παρατηρείται κάποια σύγκλιση. Τα στοιχεία δείχνουν ένα πολύ υψηλό ποσοστό παραμονής στην απασχόληση για όσους ήδη εργάζονται.

Διαχρονική εξέλιξη της κινητικότητας από την ανεργία

Από την εξέταση της διαχρονικής εξέλιξης της κινητικότητας από την ανεργία προκύπτει ότι η πιθανότητα μετάβασης προς την απασχόληση αυξάνεται διαχρονικά, ιδίως μετά το 2012, κυρίως λόγω της υλοποίησης διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και της ομαλοποίησης της οικονομικής κατάστασης.⁶ Όσον αφορά τη μετάβαση εκτός του εργατικού δυναμικού, η πιθανότητα ήταν μικρή μέχρι το 2020, ενώ από το 2021 αυξάνεται σημαντικά (βλ. Διάγραμμα Β). Η αύξηση της πιθανότητας μετάβασης τόσο προς την απασχόληση όσο και εκτός εργατικού δυναμικού είχε ως αποτέλεσμα τη συνεχή υποχώρηση του ποσοστού ανεργίας. Σε σύγκριση με την ΕΕ, και οι δύο πιθανότητες μετάβασης είναι χαμηλότερες στην Ελλάδα, γεγονός που αναδεικνύει τη δυσκολία των ανέργων να αλλάξουν κατάσταση παρά τη σαφή βελτίωση των συνθηκών στην αγορά εργασίας τα τελευταία έτη, πιθανώς λόγω έλλειψης των απαιτούμενων δεξιοτήτων. Ως εκ τούτου, είναι επιτακτική η ανάγκη διαμόρφωσης πολιτικών που θα αυξάνουν την πιθανότητα μετάβασης από την ανεργία στην απασχόληση.

4 Το ποσοστό μετάβασης μπορεί επίσης να οριστεί και ως πιθανότητα μετάβασης, δεδομένου ότι, όταν ένα άτομο βρίσκεται σε μια συγκεκριμένη κατάσταση στην αγορά εργασίας κατά την αρχική περίοδο, οι εκροές που εκφράζονται σε ποσοστό αναφέρονται στην πιθανότητα, με όλες τις άλλες παραμέτρους σταθερές, το άτομο να βρίσκεται σε μια συγκεκριμένη κατάσταση στην αγορά εργασίας κατά την τελική περίοδο.

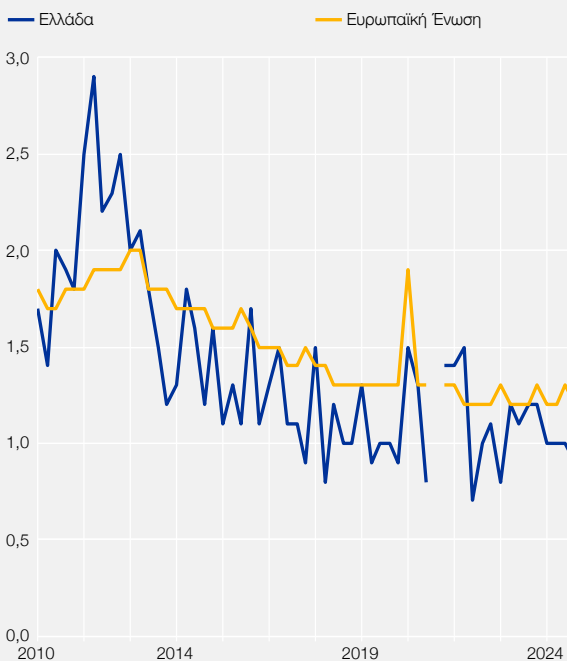
5 Τα δεδομένα για το α' τρίμηνο του 2021 απουσιάζουν από το δείγμα λόγω αλλαγής της μεθοδολογίας από τη Eurostat, καθώς από το 2021 η συλλογή των στοιχείων βασίζεται στον Κανονισμό (ΕΕ) 2019/1700 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 10ης Οκτωβρίου 2019 για τη θέσπιση κοινού πλαισίου για τις ευρωπαϊκές στατιστικές σχετικά με τα άτομα και τα νοικοκυριά.

6 Βλ. Ειδικό θέμα IV.1 "Οι προσδιοριστικοί παράγοντες της δυναμικής της ανεργίας και η καμπύλη Beveridge στην Ελλάδα", Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2015*, σελ. 74-80.

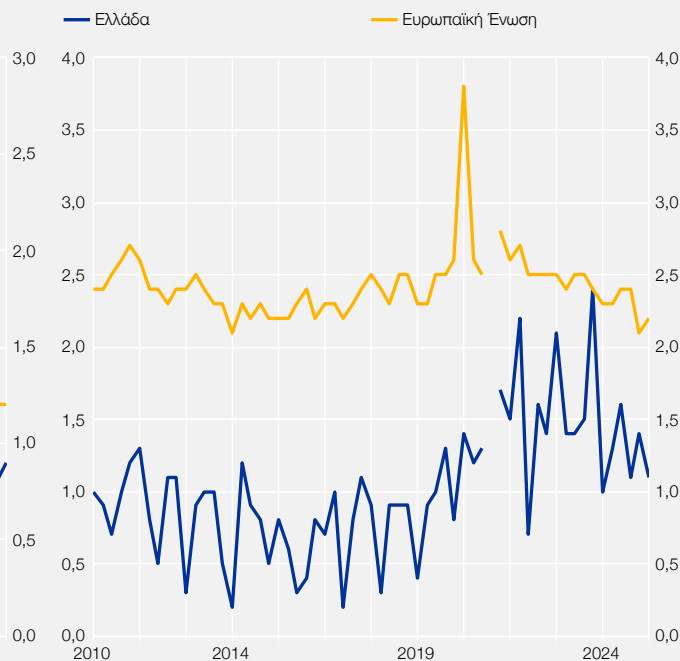
Διάγραμμα Α Κινητικότητα από την απασχόληση: Ελλάδα και Ευρωπαϊκή Ένωση (2010 - β' τρίμηνο 2025)

(πληθυσμός ηλικίας 15-74 ως ποσοστό της απασχόλησης κατά το αρχικό τρίμηνο)

Από απασχόληση σε ανεργία



Από απασχόληση σε εκτός εργατικού δυναμικού

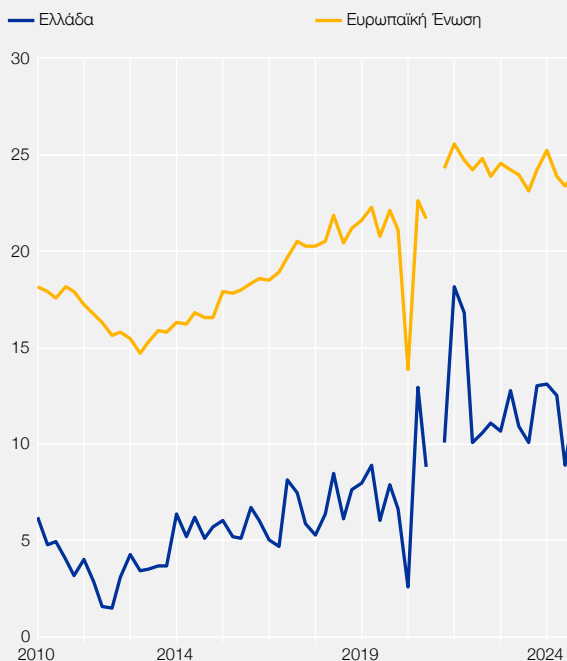


Πηγή: Eurostat.

Διάγραμμα Β Κινητικότητα από την ανεργία: Ελλάδα και Ευρωπαϊκή Ένωση (2010 - β' τρίμηνο 2025)

(πληθυσμός ηλικίας 15-74 ως ποσοστό των ανέργων κατά το αρχικό τρίμηνο)

Από ανεργία σε απασχόληση



Από ανεργία σε εκτός εργατικού δυναμικού

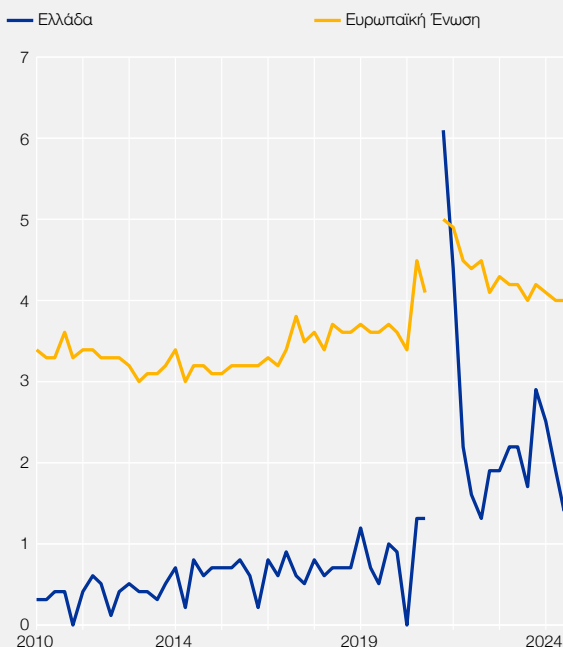


Πηγή: Eurostat.

Διάγραμμα Γ Κινητικότητα από κατάσταση εκτός εργατικού δυναμικού: Ελλάδα και Ευρωπαϊκή Ένωση (2010 - β' τρίμηνο 2025)

(πληθυσμός ηλικίας 15-74 ως ποσοστό των εκτός εργατικού δυναμικού κατά το αρχικό τρίμηνο)

Από εκτός εργατικού δυναμικού σε απασχόληση



Από εκτός εργατικού δυναμικού σε ανεργία



Πηγή: Eurostat.

Διαχρονική εξέλιξη της κινητικότητας από τη μη συμμετοχή στο εργατικό δυναμικό

Με βάση την εξέταση της διαχρονικής εξέλιξης της κινητικότητας από την εκτός του εργατικού δυναμικού κατάσταση, παρατηρείται αύξηση της πιθανότητας μετάβασης τόσο προς την απασχόληση όσο και προς την ανεργία. Ειδικότερα για τη μετάβαση προς την ανεργία, καταγράφεται σημαντική αύξηση της πιθανότητας μετά το 2021, αντίστοιχη με την αντίστροφη πορεία όσον αφορά τη μετάβαση από την ανεργία (βλ. Διάγραμμα Γ). Κατά συνέπεια, από το 2021 και έπειτα παρατηρείται έντονη κινητικότητα μεταξύ ανεργίας και εκτός εργατικού δυναμικού και από τις δύο κατευθύνσεις. Σε σχέση με την προ της πανδημίας περίοδο, τα στοιχεία δείχνουν υψηλότερη τάση των ατόμων εκτός εργατικού δυναμικού να εισέλθουν στην αγορά εργασίας, ανεξαρτήτως του αν έχουν βρει εργασία ή είναι στο στάδιο της ενεργού αναζήτησης. Συνάγεται ότι μία από τις βασικές δεξαμενές ενίσχυσης του εργατικού δυναμικού είναι ο μη οικονομικά ενεργός πληθυσμός, που βρίσκεται στις παρυφές της αγοράς εργασίας. Αυτός μπορεί να συμβάλει ουσιαστικά στην αύξηση του ποσοστού συμμετοχής και στη διεύρυνση της προσφοράς εργασίας. Σημαντική επίσης είναι και η συμβολή των συνταξιούχων που εισέρχονται στην αγορά εργασίας, μετά την κατάργηση της περικοπής του 30% της σύνταξης και τη θέσπιση αντ' αυτής ενός μη ανταποδοτικού πόρου υπέρ του e-ΕΦΚΑ.

Ποιοτικά χαρακτηριστικά της κινητικότητας από την ανεργία στην απασχόληση

Η ανεργία υπονομεύει τις μεσομακροπρόθεσμες προοπτικές της οικονομίας, απαξιώνει το ανθρώπινο κεφάλαιο και αποδυναμώνει το σύστημα κοινωνικής ασφάλισης και την κοινωνική συνοχή. Προκειμένου να επιτευχθεί μια σφαιρική κατανόηση του θέματος, η παρούσα ενότητα διερευνά επιμέρους χαρακτηριστικά των ροών που αφορούν τη μετάβαση από την ανεργία στην απασχόληση. Τα χαρακτηριστικά αφορούν το φύλο, την ηλικιακή ομάδα, τη διάρκεια της ανεργίας και την προηγούμενη εργασιακή εμπειρία. Εξετάζεται η περίοδος 2021-24, όπου χρησιμοποιείται ο μέσος όρος των ετήσιων δεδομένων (βλ. Διάγραμμα Δ).

Αναφορικά με το φύλο, οι άνδρες άνεργοι έχουν μεγαλύτερες πιθανότητες να βρουν εργασία (13,8%, έναντι 10,3% για τις γυναίκες), παρότι το ποσοστό ανεργίας των γυναικών είναι σταθερά υψηλότερο από ό,τι των ανδρών. Η χαμηλότερη πιθανότητα πρόσβασης στην απασχόληση για τις γυναίκες αντανακλά τις αυξημένες δυσκολίες για

να ενταχθούν ως απασχολούμενες. Το γεγονός αυτό επιβεβαιώνεται από τη συνεχιζόμενη απόκλιση στα ποσοστά ανεργίας μεταξύ των δύο φύλων. Για τη γεφύρωση αυτού του χάσματος απαιτούνται στοχευμένες πολιτικές που θα διασφαλίζουν, μεταξύ άλλων, ίσες ευκαιρίες στις γυναίκες και θα διευκολύνουν την εναρμόνιση επαγγελματικής και οικογενειακής ζωής.

Αναφορικά με την ηλικιακή ομάδα, οι μεγαλύτεροι σε ηλικία άνεργοι (55-74 ετών) έχουν μικρότερη πιθανότητα να βρουν εργασία (8,8%) σε σύγκριση με τους νεότερους, καθώς αντιμετωπίζουν αυξημένες δυσκολίες επανένταξης στην απασχόληση, λόγω της σχετικής υστέρησης σε δεξιότητες που είναι περισσότερο ανεπτυγμένες στους νεότερους ανέργους. Η ηλικιακή διάσταση της ανεργίας αναδεικνύει την ανάγκη για στοχευμένες πολιτικές επανακατάρτισης και διά βίου μάθησης. Η άρση των ανικινητρών για τους εργαζόμενους συνταξιούχους είναι προς τη σωστή κατεύθυνση, ενώ χρειάζονται και στοχευμένα μέτρα για την ανάπτυξη των δεξιοτήτων των μεγαλύτερων σε ηλικία ανέργων ώστε να ανταποκριθούν στις σύγχρονες απαιτήσεις της αγοράς.

Αναφορικά με τη διάρκεια της ανεργίας, υπάρχει σαφής αντίστροφη σχέση μεταξύ διάρκειας της ανεργίας και πιθανότητας εύρεσης εργασίας. Οι βραχυχρόνια άνεργοι έχουν πιθανότητα μετάβασης στην απασχόληση 21,8%, έναντι 5,3% για τους μακροχρόνια ανέργους. Η πιθανότητα είναι ακόμη μικρότερη (3,8%) για όσους είναι άνεργοι πάνω από 2 έτη, γεγονός που καταδεικνύει την αναγκαιότητα εφαρμογής ενεργητικών πολιτικών απασχόλησης που θα είναι στοχευμένες στους μακροχρόνια ανέργους.

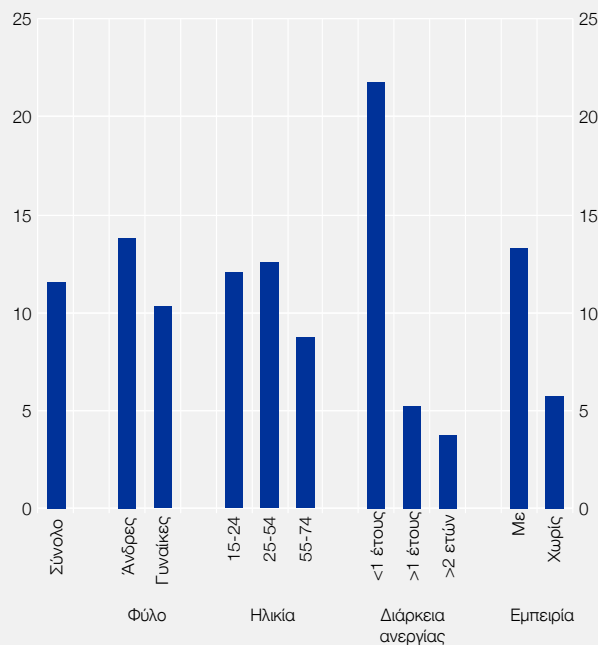
Τέλος, αναφορικά με την εργασιακή εμπειρία, η πιθανότητα εύρεσης εργασίας από έναν άνεργο με εργασιακή εμπειρία είναι υπερδιπλάσια από ό,τι για έναν άνεργο χωρίς εργασιακή εμπειρία (13,3% έναντι 5,8% αντίστοιχα). Η περαιτέρω ενίσχυση των προγραμμάτων μαθητείας και η ουσιαστική διασύνδεση της εκπαιδευτικής διαδικασίας με την αγορά εργασίας αποτελούν κρίσιμες παρεμβάσεις για την ενίσχυση της απασχόλησης και την αποτελεσματική αξιοποίηση του ανθρώπινου κεφαλαίου.

Συμπεράσματα και προτάσεις πολιτικής

Η οικονομική ανάπτυξη και η υλοποίηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων έχουν συμβάλει στην αύξηση της απασχόλησης, στη μείωση της ανεργίας, καθώς και στη βελτίωση του ποσοστού συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό. Από την ανάλυση των ροών μεταξύ απασχόλησης, ανεργίας και μη συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό διαπιστώνεται σημαντική αύξηση της κινητικότητας στην αγορά εργασίας από το 2021, μεταξύ όλων των καταστάσεων και ιδιαίτερα στην πιθανότητα μετάβασης από την ανεργία σε κατάσταση εκτός εργατικού δυναμικού, ως προς την οποία τα ποσοστά της Ελλάδος έχουν προσεγγίσει τα αντίστοιχα της ΕΕ. Επίσης, η πιθανότητα παραμονής στην απασχόληση παραμένει ιδιαίτερα ανθεκτική ως αποτέλεσμα της ισχυρής αύξησης της ζήτησης εργασίας. Η ενίσχυση της κινητικότητας στην αγορά εργασίας αποδίδεται τόσο στην οικονομική μεγέθυνση όσο και στην εφαρμογή διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, οι οποίες συνέβαλαν στη βελτίωση της λειτουργίας του μηχανισμού αντιστοίχισης μεταξύ προσφοράς και ζήτησης εργασίας, διευκολύνοντας την απορρόφηση των ανέργων σε διαθέσιμες θέσεις απασχόλησης. Η εντεινόμενη στενότητα στην αγορά εργασίας, σε συνδυασμό με την αυξημένη ζήτηση εργατικού δυναμικού και την προσφορά υψηλότερων μισθών, έχει καταστήσει την απασχόληση περισσότερο ελκυστική. Ως αποτέλεσμα, παρατηρείται αυξημένη εισροή ατόμων από τη δεξαμενή των οικονομικά μη ενεργών στον ενεργό πληθυσμό.

Διάγραμμα Δ Κινητικότητα από την ανεργία στην απασχόληση στην Ελλάδα (2021-2024)

(πληθυσμός ηλικίας 15-74 ως ποσοστό των ανέργων κατά το αρχικό έτος, μέσος όρος περιόδου)



Πηγή: Eurostat.

Η αύξηση της κινητικότητας είχε θετική επίδραση στην αύξηση της απασχόλησης και κατά συνέπεια στη συνεχή μείωση του ποσοστού ανεργίας. Η κινητικότητα, αν και συγκλίνει προς το μέσο όρο της ΕΕ, παραμένει σε χαμηλότερα επίπεδα, ένδειξη ότι υπάρχουν περιθώρια περαιτέρω βελτίωσης της αγοράς εργασίας μέσω της ανάπτυξης της οικονομίας και των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων που θα αυξήσουν την ευελιξία και θα ενισχύσουν την απασχόληση. Από την ποιοτική ανάλυση της μετάβασης από την ανεργία στην απασχόληση προκύπτει ότι υπάρχει μεγαλύτερη δυσκολία μετάβασης για τις κοινωνικά ευάλωτες ομάδες (γυναίκες, άτομα μεγαλύτερης ηλικίας, μακροχρόνια άνεργοι) και ως εκ τούτου είναι επιτακτική η ανάγκη περαιτέρω υλοποίησης ενεργητικών πολιτικών απασχόλησης που θα είναι εστιασμένες στην ενίσχυση των δεξιοτήτων τους για την πιο ομαλή μετάβασή τους κατ' αρχάς στην αγορά εργασίας και εν συνεχεία στην απασχόληση.⁷ Σημαντικό ρόλο στην αύξηση της κινητικότητας μπορούν να διαδραματίσουν θεσμικές και δημοσιονομικές παρεμβάσεις, όπως η περαιτέρω ανάπτυξη της τεχνικής εκπαίδευσης, η θέσπιση κινήτρων για την προσέλκυση εξειδικευμένων μεταναστών, η επέκταση του ολοήμερου σχολείου, η ενίσχυση των βρεφονηπιακών σταθμών, η περαιτέρω μείωση ή επιδότηση των ασφαλιστικών εισφορών για την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας των ελληνικών επιχειρήσεων και η εντατικοποίηση των ελεγκτικών μηχανισμών για την αντιμετώπιση της αδήλωτης και υποδηλωμένης εργασίας.

7 Τράπεζα της Ελλάδος (2024), Πλαίσιο IV.1 “Προκλήσεις στην αγορά εργασίας: εργατικό δυναμικό και συμμετοχή στην αγορά εργασίας”, *Νομισματική Πολιτική 2023-2024*, σελ. 92-98.

Πλαίσιο IV.2

ΑΜΟΙΒΕΣ ΚΑΙ ΠΑΡΑΓΩΓΙΚΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Η κρίση δημόσιου χρέους στις αρχές της προηγούμενης δεκαετίας ανέστρεψε την πορεία σύγκλισης του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος (ΑΕΠ) της Ελλάδος προς το μέσο όρο της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ) και, παρά την οικονομική ανάκαμψη των τελευταίων ετών, το επίπεδό του δεν προβλέπεται να προσεγγίσει μεσοπρόθεσμα το μέσο ευρωπαϊκό μέγεθος. Το κατά κεφαλήν ΑΕΠ (σε μονάδες αγοραστικής δύναμης), από 93,4% του μέσου όρου της ΕΕ το 2009, υποχώρησε σημαντικά κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης και παραμένει μέχρι και σήμερα σε πολύ χαμηλά επίπεδα (69,4% το 2024). Παράλληλα, παρά τη μεγάλη αύξηση της απασχόλησης και την υλοποίηση σημαντικών διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, οι οποίες είχαν ως αποτέλεσμα τη διόρθωση στρεβλώσεων και την περαιτέρω απελευθέρωση κυρίως στην αγορά εργασίας και δευτερευόντως στην αγορά προϊόντων, υστέρηση παρατηρείται και στην παραγωγικότητα της εργασίας.¹

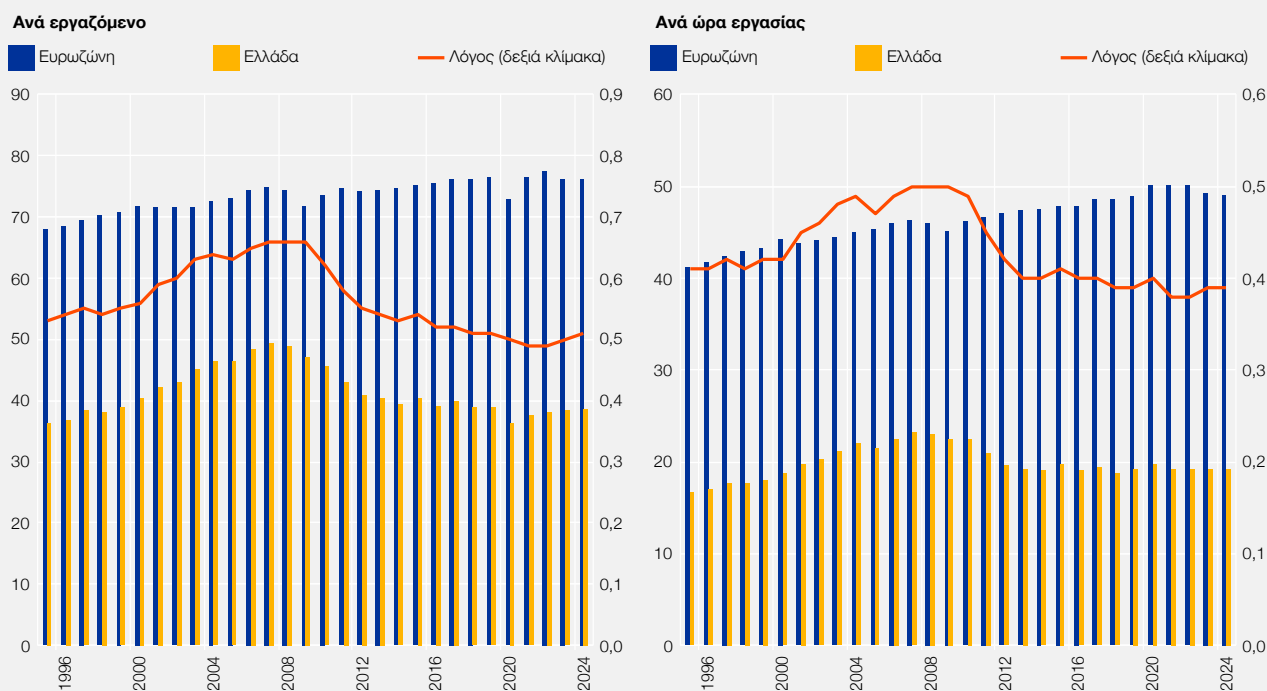
Η παραγωγικότητα της εργασίας έχει ιδιαίτερη σημασία για την οικονομία, αφού συνδέεται άμεσα με τη βιώσιμη αύξηση των μισθών. Προκειμένου να παραμείνει ανταγωνιστική μια οικονομία, θα πρέπει η αύξηση των ονομαστικών μισθών να συμβαδίζει με τη βελτίωση της παραγωγικότητας, ώστε να μην αυξάνεται το μοναδιαίο κόστος εργασίας και τροφοδοτείται ο πληθωρισμός δημιουργώντας έτσι ένα φαύλο κύκλο αυξήσεων κόστους και τιμών.

Το Διάγραμμα Α δείχνει την παραγωγικότητα της εργασίας στην Ελλάδα και στην ευρωζώνη ανά εργαζόμενο και ανά ώρα εργασίας, καθώς και το λόγο των δύο μεγεθών για την περίοδο 1995-2024. Η παραγωγικότητα της εργασίας στην Ελλάδα είναι σταθερά χαμηλότερη σε σχέση με την ευρωζώνη καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου και για τις δύο μετρήσεις.

Τη δεκαετία 2000-09 ο λόγος της παραγωγικότητας της εργασίας στην Ελλάδα ανά εργαζόμενο προς τον αντίστοιχο μέσο όρο στη ζώνη του ευρώ αυξανόταν σταθερά, κυρίως εξαιτίας των υψηλότερων ρυθμών ανάπτυξης, με την ελληνική οικονομία να επιτυγχάνει πραγματική σύγκλιση προς τους εταίρους της στην ευρωζώνη, και το 2009 ανήλθε στο 66%. Εντούτοις, η οικονομική κρίση ανέστρεψε την πορεία σύγκλισης, με αποτέλεσμα ο λόγος να υποχωρήσει κάτω από 50% στα τέλη της προηγούμενης δεκαετίας. Έκτοτε ο λόγος αυξάνεται, αλλά με πολύ χαμηλό ρυθμό, και το 2024 έφθασε μόλις στο 51%.

1 Ως παραγωγικότητα της εργασίας ορίζεται ο λόγος του πραγματικού ΑΕΠ προς τον αριθμό των εργαζομένων/ωρών εργασίας στο σύνολο της οικονομίας, ο οποίος δείχνει την ποσότητα του προϊόντος που παράγεται ανά εργαζόμενο/ώρα εργασίας.

Διάγραμμα Α Παραγωγικότητα της εργασίας στην Ελλάδα και στην ευρωζώνη (1995-2024)



Πηγή: Eurostat.

Σημείωση: Η παραγωγικότητα ορίζεται ως ο λόγος του ΑΕΠ (σταθερές τιμές 2020) προς τον αριθμό α) των εργαζομένων και β) των ωρών εργασίας (ορισμός Εθνικών Λογαριασμών).

Αν η παραγωγικότητα μετρηθεί ανά ώρα εργασίας, οι διαφορές είναι ακόμη μεγαλύτερες, καθώς ο μέσος Έλληνας εργαζόμενος εργάζεται περισσότερες ώρες από τον μέσο Ευρωπαίο. Έτσι, το 2024 η παραγωγικότητα της εργασίας στην Ελλάδα ήταν μόλις 39% του μέσου όρου της ευρωζώνης.

Το Διάγραμμα Β αποτυπώνει τη διαχρονική εξέλιξη των ρυθμών μεταβολής των αμοιβών ανά μισθωτό, της παραγωγικότητας της εργασίας ανά εργαζόμενο και του μοναδιαίου κόστους εργασίας για την περίοδο 1995-2024.² Η διατήρηση υψηλού μοναδιαίου κόστους εργασίας για μεγάλο χρονικό διάστημα έχει σημαντικές αρνητικές συνέπειες για τη βιωσιμότητα των επιχειρήσεων, αφού αδυνατούν να ανταγωνιστούν τις ξένες επιχειρήσεις σε όρους κόστους εργασίας, ενώ ταυτόχρονα ασκούνται πληθωριστικές πιέσεις στην οικονομία συνολικά.³ Αυτό ακριβώς συνέβη στην Ελλάδα τα τελευταία 30 έτη. Πιο αναλυτικά, κατά την περίοδο 1995-2012 ο ρυθμός αύξησης των αμοιβών ανά μισθωτό υπερέβαινε το ρυθμό αύξησης της παραγωγικότητας της εργασίας (με εξαίρεση το 2006, κατά το οποίο η παραγωγικότητα της εργασίας ήταν οριακά υψηλότερη), γεγονός που οδήγησε σε διαρκή επιδείνωση της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας. Την ίδια περίοδο, το μοναδιαίο κόστος εργασίας κατέγραφε θετικούς ρυθμούς μεταβολής και υπερέβαινε το μέσο μοναδιαίο κόστος εργασίας της ευρωζώνης. Από το 2013 η κατάσταση αντιστράφηκε, παρά τους αρνητικούς ρυθμούς μεταβολής της παραγωγικότητας της εργασίας, καθώς η μείωση των αμοιβών ήταν ακόμη μεγαλύτερη. Εντούτοις, τα δύο τελευταία χρόνια υπήρξε ξανά σημαντική αύξηση του μοναδιαίου κόστους εργασίας, ενώ η παραγωγικότητα υποχώρησε ελαφρά.

Στη συνέχεια, γίνεται ανάλυση της παραγωγικότητας της εργασίας ανά εργαζόμενο στους κυριότερους κλάδους της ελληνικής οικονομίας για την περίοδο 2021-24.⁴ Ο κλάδος των κατασκευών παρουσιάζει τον υψηλότερο

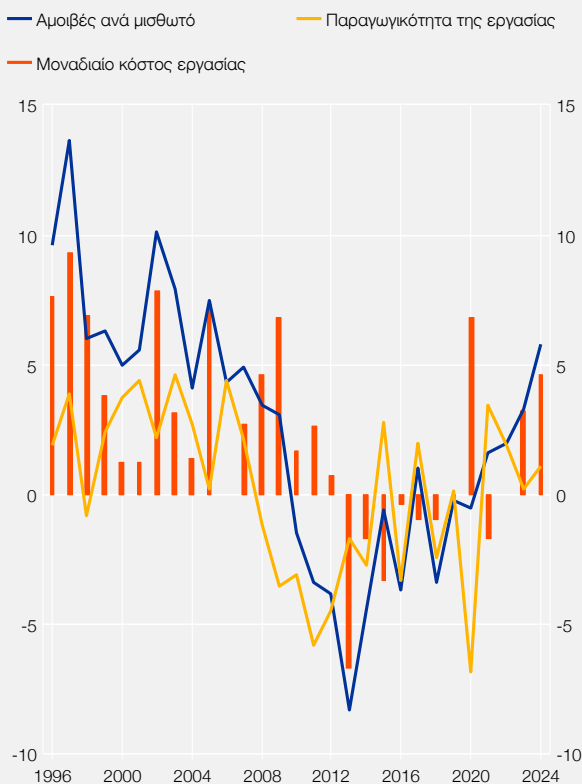
2 Το μοναδιαίο κόστος εργασίας εκφράζει το κόστος εργασίας που απαιτείται για την παραγωγή μίας νομισματικής μονάδας ΑΕΠ και υπολογίζεται ως ο λόγος των αμοιβών ανά μισθωτό προς την παραγωγικότητα της εργασίας ανά εργαζόμενο.

3 Βλ. Μπραγουδάκης, Ζ. (2014), "Μια εμπειρική διερεύνηση της σχέσης μεταξύ του μοναδιαίου κόστους εργασίας και της εξέλιξης των τιμών: η περίπτωση της Ελλάδος", Τράπεζα της Ελλάδος, *Οικονομικό Δελτίο*, Τεύχος 40.

4 Για τον υπολογισμό της παραγωγικότητας της εργασίας σε κλαδικό επίπεδο χρησιμοποιείται η Ακαθάριστη Προστιθέμενη Αξία (ΑΠΑ) σε πραγματικούς όρους.

Διάγραμμα Β Παραγωγικότητα της εργασίας και αμοιβές ανά μισθωτό στην Ελλάδα (1996-2024)

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)



Πηγή: Eurostat.

ρυθμό αύξησης της παραγωγικότητας της εργασίας και ο ρυθμός μεταβολής του μοναδιαίου κόστους εργασίας είναι αρνητικός. Οι κλάδοι “βιομηχανία”, “υπηρεσίες παροχής καταλύματος και εστίασης”, “χρηματοπιστωτικές και ασφαλιστικές δραστηριότητες” και “επαγγελματικές, επιστημονικές και τεχνικές δραστηριότητες” δείχνουν αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας, που όμως υπολείπεται της αύξησης των αμοιβών ανά μισθωτό, με αποτέλεσμα ο ρυθμός μεταβολής του μοναδιαίου κόστους εργασίας να είναι θετικός. Εντούτοις, η “μεταποίηση” παρουσιάζει υψηλότερη αύξηση της παραγωγικότητας σε σύγκριση με τη “βιομηχανία”, δεδομένου ότι η μεταποίηση περιλαμβάνει τους πιο εξωστρεφείς και δυναμικούς κλάδους της βιομηχανίας, καταγράφοντας αρνητικό ρυθμό μεταβολής του μοναδιαίου κόστους εργασίας. Αντίθετα, στους κλάδους “γεωργία, δασοκομία και αλιεία” και “χονδρικό και λιανικό εμπόριο” η παραγωγικότητα της εργασίας μειώνεται και η μεταβολή του μοναδιαίου κόστους εργασίας είναι θετική και πολύ υψηλή. Στους κλάδους “μεταφορά και αποθήκευση” και “ενημέρωση και επικοινωνία”, η παραγωγικότητα της εργασίας και οι αμοιβές ανά μισθωτό μεταβάλλονται με τον ίδιο περίπου ρυθμό, με αποτέλεσμα το μοναδιαίο κόστος εργασίας να μένει σχετικά σταθερό. Τέλος, ο κλάδος “δημόσια διοίκηση και άμυνα, υποχρεωτική κοινωνική ασφάλιση, εκπαίδευση, υγεία” παρουσιάζει μηδενική αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας, με αποτέλεσμα να αυξάνεται σημαντικά το μοναδιαίο κόστος εργασίας. Συμπερασματικά, αν ληφθεί υπόψη η βαρύτητα των επιμέρους κλάδων στο ΑΕΠ της χώρας, φαίνεται ότι η

αύξηση του μοναδιαίου κόστους εργασίας τα τελευταία έτη προέρχεται κυρίως από τις εξελίξεις στους κλάδους του εμπορίου και του τουρισμού και δευτερευόντως από τη δημόσια διοίκηση.

Παραγωγικότητα της εργασίας και λογιστική της μεγέθυνσης

Η παραγωγικότητα της εργασίας είναι ένας δείκτης ο οποίος εμπεριέχει όλους τους παράγοντες που συμβάλλουν στην αύξηση του ΑΕΠ, για δεδομένα μεγέθη της απασχόλησης. Επηρεάζεται τόσο από κυκλικούς όσο και από διαρθρωτικούς παράγοντες. Έτσι, σε περιόδους ύφεσης ο βαθμός αξιοποίησης της παραγωγικής ικανότητας είναι χαμηλός και οι επιχειρήσεις τείνουν να διατηρούν προσωρινά πλεονάζον προσωπικό (labour hoarding). Όμως, παρατεταμένες υφέσεις και κρίσεις μπορούν να προκαλέσουν εξυγίανση της αγοράς (clearance effect), με την έννοια ότι οι δυσμενείς οικονομικές διαταραχές πλήττουν δυσανάλογα τις επιχειρήσεις χαμηλής παραγωγικότητας, οδηγώντας στην έξοδό τους από την αγορά. Έτσι, απελευθερώνονται πόροι και ανακατανέμονται από επιχειρήσεις χαμηλής σε επιχειρήσεις υψηλής παραγωγικότητας, κάτι που μπορεί να μετριάσει τις επιπτώσεις στην παραγωγικότητα κατά τη διάρκεια των υφέσεων. Επιπλέον, πέρα από την ποιότητα της εργασίας και του κεφαλαίου, σημαντικοί παράγοντες που επηρεάζουν την παραγωγικότητα είναι επίσης το τεχνολογικό επίπεδο των επιχειρήσεων (ιδιαίτερα όσον αφορά τεχνολογίες πληροφορικής), τα γραφειοκρατικά και διοικητικά βάρη, οι δημόσιες υποδομές, η χρηματοπιστωτική ανάπτυξη, ο βαθμός ρύθμισης της οικονομίας, ο αριθμός των ανταγωνιστών, η κινητικότητα των εργαζομένων από και προς άλλες χώρες κ.λπ.⁵

5 Βλ. σχετικά α) Gust, C. and J. Marquez (2004), “International comparisons of productivity growth: the role of information technology and regulatory practices”, *Labour Economics*, 11(1), 33-58, β) Belorgey, N., R. Lecat and T.-P. Maury (2006), “Determinants of productivity per employee: An empirical estimation using panel data”, *Economics Letters*, 91(2), 153-157, και γ) Goel, V., R. Agrawal and V. Sharma (2017), “Factors affecting labour productivity: an integrative synthesis and productivity modelling”, *Global Business and Economics Review*, 19(3), 299-322.

Στη συνέχεια, υιοθετείται ένα πλαίσιο ανάλυσης προκειμένου να εξεταστούν οι παράγοντες που επηρεάζουν την παραγωγικότητα της εργασίας (μετρείται ως ο λόγος του πραγματικού ΑΕΠ ανά εργαζόμενο) διαχρονικά. Για το σκοπό αυτό χρησιμοποιείται μια συνάρτηση παραγωγής Cobb-Douglas με δύο συντελεστές παραγωγής, κεφάλαιο (K) και εργασία (L), και τη συνολική παραγωγικότητα των συντελεστών (Total Factor Productivity – TFP), η οποία αφορά την αποτελεσματικότητα με την οποία η οικονομία χρησιμοποιεί τους δύο συντελεστές για την παραγωγή του προϊόντος. Σύμφωνα με τη συνάρτηση αυτή, ο ρυθμός μεταβολής της παραγωγικότητας της εργασίας (Y/L) είναι περίπου ίσος με το άθροισμα του ρυθμού μεταβολής της συνολικής παραγωγικότητας των συντελεστών (TFP) και του ρυθμού μεταβολής του κεφαλαίου ανά εργαζόμενο (ένταση κεφαλαίου της παραγωγής – capital deepening, K/L).⁶

Την περίοδο πριν από την ένταξη της χώρας στη ζώνη του ευρώ, η παραγωγικότητα της εργασίας αυξανόταν κυρίως λόγω της συνολικής παραγωγικότητας των συντελεστών (βλ. Διάγραμμα Γ). Στη συνέχεια, κατά την περίοδο της σημαντικής μεγέθυνσης της ελληνικής οικονομίας (2002-09), η αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας ήταν και πάλι μεγάλη και πιο ισορροπημένη ως προς τη σύνθεσή της, προερχόμενη κατά το ήμισυ περίπου από τη συνολική παραγωγικότητα των συντελεστών και κατά το ήμισυ από την ένταση κεφαλαίου της παραγωγής. Την περίοδο 2010-18, κατά την οποία η χώρα βρισκόταν σε προγράμματα οικονομικής προσαρμογής, η παραγωγικότητα της εργασίας έφθινε, με ισόποση συνεισφορά των δύο συνιστωσών. Στο περιβάλλον της μακράς ύφεσης οι επενδύσεις επιβραδύνθηκαν δραματικά, με αποτέλεσμα να συρρικνωθεί η κεφαλαιακή βάση της οικονομίας, σε συνδυασμό με χαμηλό βαθμό αξιοποίησης του παραγωγικού δυναμικού και τάση διατήρησης πλεονάζοντος προσωπικού (labour hoarding). Ως εκ τούτου, μειώθηκε η συνολική παραγωγικότητα των συντελεστών. Τα τελευταία χρόνια η παραγωγικότητα της εργασίας άρχισε και πάλι να αυξάνεται, αν και με βραδύτερους ρυθμούς από ό,τι στο παρελθόν, καθώς η βελτίωση της συνολικής παραγωγικότητας των συντελεστών εξουδετερώνει την αρνητική συμβολή της έντασης κεφαλαίου της παραγωγής.

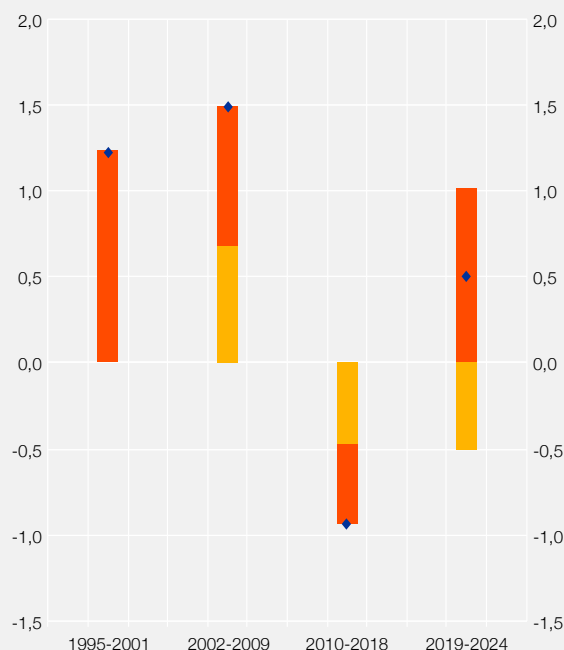
Η παραγωγικότητα της εργασίας παραμένει χαμηλή. Μάλιστα, μετρούμενη σε μονάδες ισοδύναμης αγοραστικής δύναμης, η παραγωγικότητα της εργασίας στην Ελλάδα το 2023 ήταν η χαμηλότερη στην ΕΕ. Η υστέρηση αυτή οφείλεται και στις δύο συνιστώσες της. Πιο αναλυτικά:

α) Συνολική παραγωγικότητα των συντελεστών. Η ελληνική οικονομία χαρακτηρίζεται από χαμηλή συνολική παραγωγικότητα των συντελεστών.⁷ Κύρια αιτία είναι η δομή της, αφού εξαρτάται σε μεγαλύτερο βαθμό συγκριτικά

Διάγραμμα Γ Ρυθμός μεταβολής της παραγωγικότητας της εργασίας ανά εργαζόμενο και συνιστώσες (1995-2024)

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)

- ◆ Παραγωγικότητα της εργασίας ανά εργαζόμενο
- Ένταση κεφαλαίου της παραγωγής
- Συνολική παραγωγικότητα των συντελεστών



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

6 Η συνάρτηση παραγωγής δίδεται από την εξίσωση $Y = A L^\alpha K^{1-\alpha}$, όπου Y είναι το προϊόν, A η συνολική παραγωγικότητα των συντελεστών, L η εργασία, K το κεφάλαιο και α το μερίδιο της αμοιβής της εργασίας στο προϊόν. Εκφρασμένη σε όρους προϊόντος ανά εργαζόμενο, η συνάρτηση είναι $Y/L = A(K/L)^{1-\alpha}$ ή, εκφρασμένη σε ρυθμούς μεταβολής, $g_{Y/L} = g_A + (1-\alpha) g_{K/L}$.

7 Το χαμηλό επίπεδο παραγωγικότητας της ελληνικής οικονομίας αποτελεί συμπέρασμα διεθνών οργανισμών, όπως αποτυπώνεται σε πρόσφατες δημοσιεύσεις, π.χ. α) European Commission (2024), "In-Depth review 2024 Greece", *European Economy*, No. 281, β) IMF (2024), "Greece: 2023 Article IV Consultation", IMF Staff Country Report No. 2024/023, και γ) OECD (2024), *OECD Economic Surveys: Greece 2024*.

με το μέσο όρο της ΕΕ από τομείς χαμηλής παραγωγικότητας, όπως οι υπηρεσίες παροχής καταλύματος και εστίασης. Επιπλέον, στην ελληνική οικονομία κυριαρχούν οι μικρές και πολύ μικρές επιχειρήσεις,⁸ που τείνουν να είναι λιγότερο ανταγωνιστικές⁹ και λιγότερο ικανές να εισέλθουν στις παγκόσμιες αγορές και να επενδύσουν σε έρευνα. Επίσης, επειδή η συνολική παραγωγικότητα των συντελεστών υπολογίζεται ως κατάλοιπο, αντανakλά και παράγοντες που δεν προσμετρούνται αλλού, όπως η ποιότητα της εργασίας, η οποία έχει επιδεινωθεί εξαιτίας της εκροής αξιόλογου εργατικού δυναμικού (brain drain) κατά τη διάρκεια της κρίσης χρέους, και το θεσμικό περιβάλλον, που συχνά δεν υποστηρίζει επαρκώς την οικονομική δραστηριότητα.

β) Κεφάλαιο ανά εργαζόμενο. Η εκτεταμένη αποεπένδυση κατά τη διάρκεια της κρίσης χρέους οδήγησε σε διάβρωση της κεφαλαιακής βάσης της ελληνικής οικονομίας. Συγκεκριμένα, το κεφάλαιο στο σύνολο της οικονομίας εκτιμάται περίπου 20% χαμηλότερο από ό,τι πριν την κρίση χρέους, ενώ ο λόγος κεφαλαίου ανά εργαζόμενο είναι χαμηλότερος όχι μόνο σε σχέση με το προ της κρίσης επίπεδο, αλλά ακόμη και σε σχέση με το επίπεδό του πριν την ένταξη της χώρας στην ευρωζώνη. Ως αποτέλεσμα, η ένταση κεφαλαίου εξακολουθεί έως σήμερα να έχει αρνητική συμβολή στην παραγωγικότητα της εργασίας.

Συμπεράσματα πολιτικής

Η ελληνική οικονομία βρίσκεται τα τελευταία έτη στην ανοδική φάση του οικονομικού κύκλου, με αποτέλεσμα η υστέρηση της παραγωγικότητας της εργασίας να οφείλεται κυρίως σε διαρθρωτικά χαρακτηριστικά της. Το χαμηλό επίπεδο και η περιορισμένη αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας αντανakλούν κυρίως παράγοντες που σχετίζονται με τη συνολική παραγωγικότητα των συντελεστών, την ποιότητα της εργασίας και το χαμηλό κεφάλαιο ανά εργαζόμενο. Προκειμένου να αυξηθεί η παραγωγικότητα της εργασίας και άρα να είναι βιώσιμη η αύξηση των μισθών, προτείνονται τα παρακάτω:

- Συνέχιση μεταρρυθμίσεων. Μεταρρυθμίσεις στην αγορά αγαθών και υπηρεσιών, αλλά και η αποτελεσματικότερη λειτουργία του δημόσιου τομέα, η ταχύτερη απονομή της δικαιοσύνης, η μείωση της γραφειοκρατίας και λοιπές παρεμβάσεις θα βελτιώσουν το θεσμικό περιβάλλον και θα αυξήσουν τη συνολική παραγωγικότητα των συντελεστών της οικονομίας.
- Ενθάρρυνση επενδύσεων. Νέες επενδύσεις συνεπάγονται υψηλότερο κεφαλαιακό απόθεμα και αύξηση του λόγου κεφαλαίου ανά εργαζόμενο. Η επίδραση στην παραγωγικότητα της εργασίας θα είναι άμεση, μέσω της αύξησης της συνιστώσας “κεφάλαιο προς εργασία”, όσο και έμμεση, αφού ένα υψηλότερο και πιο σύγχρονο κεφαλαιακό απόθεμα θα ενισχύσει και τη συνολική παραγωγικότητα των συντελεστών. Σημασία όμως για την παραγωγικότητα της εργασίας έχει και η ποιότητα των επενδύσεων. Οι νέες επενδύσεις θα πρέπει να είναι παραγωγικές – και όχι ευκαιριακές – ώστε να δημιουργούν υψηλή προστιθέμενη αξία και ποιοτικές θέσεις απασχόλησης.
- Βελτίωση της ποιότητας του εργατικού δυναμικού. Η επανεκπαίδευση και αναβάθμιση των δεξιοτήτων του εργατικού δυναμικού της χώρας θα οδηγήσει σε αύξηση της συνολικής παραγωγικότητας των συντελεστών. Προς την ίδια κατεύθυνση θα λειτουργούσε και η πιθανή επιστροφή του ανθρωπίνου κεφαλαίου που έφυγε από τη χώρα τα τελευταία έτη, κάτι που είναι εφικτό αν δημιουργηθούν θέσεις εργασίας που θα αντιστοιχούν στις δεξιότητες αυτών των ατόμων και προσφερθούν ανταγωνιστικές αμοιβές.
- Αξιοποίηση της τεχνητής νοημοσύνης. Η τεχνητή νοημοσύνη μπορεί να επιφέρει σημαντική βελτίωση στην παραγωγικότητα σε όλους τους κλάδους αυτοματοποιώντας επαναλαμβανόμενες εργασίες και υποστηρίζοντας την πιο αποτελεσματική λήψη αποφάσεων. Προς την κατεύθυνση αυτή θα απαιτηθεί επανακατάρτιση των εργαζομένων για την αξιοποίηση και τη χρήση εφαρμογών τεχνητής νοημοσύνης στην εργασία τους.

8 Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή (European Commission (2025), “2025 Country Report – Greece”), οι ελληνικές μικρές και πολύ μικρές επιχειρήσεις (με έως 50 εργαζομένους) απασχολούν το 73% των εργαζομένων (έναντι 50% στην ΕΕ) και παράγουν το 50% της συνολικής προστιθέμενης αξίας (έναντι 37% στην ΕΕ).

9 Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή (European Commission (2025), όπ.π.), το 2024 η παραγωγικότητα των πολύ μικρών επιχειρήσεων (με προσωπικό 0-9 άτομα) εκτιμήθηκε στο 49% της αντίστοιχης των μεγάλων επιχειρήσεων στην ΕΕ, ενώ η παραγωγικότητα των μικρών επιχειρήσεων (με προσωπικό 10-49 άτομα) εκτιμήθηκε στο 63% εκείνης των μεγάλων επιχειρήσεων στην ΕΕ.

4 ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ, ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΑ ΚΕΡΔΗ, ΚΟΣΤΟΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΚΑΙ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑ

4.1 Πληθωρισμός

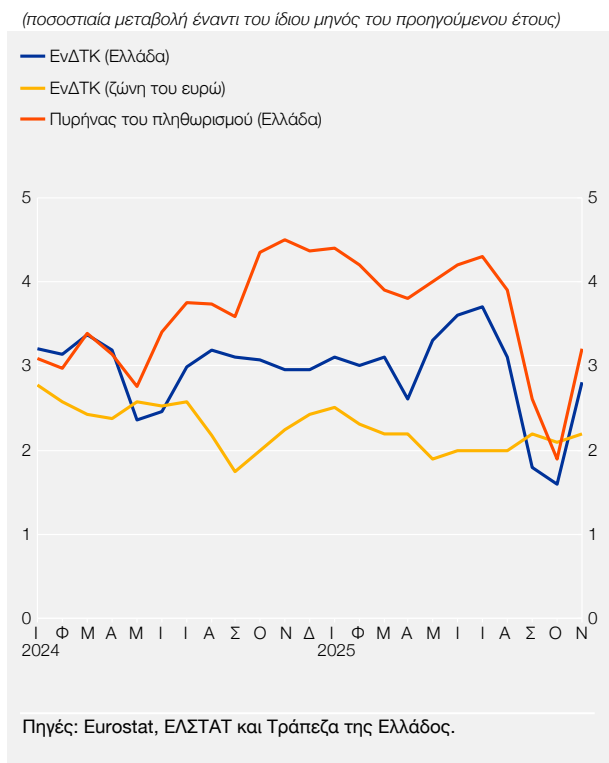
Ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός, όπως μετρείται από τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ), επιβραδύνθηκε το 2024 και διαμορφώθηκε σε 3,0%, έναντι 4,2% το 2023. Ο πυρήνας του πληθωρισμού υποχώρησε σε 3,6% το 2024 από 5,3% το 2023 (βλ. Διάγραμμα IV.12).

Η αποκλιμάκωση του εναρμονισμένου πληθωρισμού από το μέγιστο που είχε καταγράψει το 2022 (9,3%) ξεκίνησε το δ' τρίμηνο του 2022, συνεχίστηκε το 2023 και το 2024, αλλά μερικώς αναστράφη εντός του 2025. Πιο συγκεκριμένα, τους πρώτους οκτώ μήνες του έτους ο μέσος πληθωρισμός ανήλθε στο 3,2%, παρότι κατά το ίδιο διάστημα ο πληθωρισμός των ειδών διατροφής και των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών επιβραδύνθηκε σε σχέση με πέρυσι. Η ανοδική ώθηση στον εναρμονισμένο πληθωρισμό προήλθε κυρίως από τον πληθωρισμό των υπηρεσιών, ο οποίος όχι μόνο δεν αποκλιμακώθηκε αλλά ενισχύθηκε έντονα (βλ. Διάγραμμα IV.13 και Πίνακα IV.5).

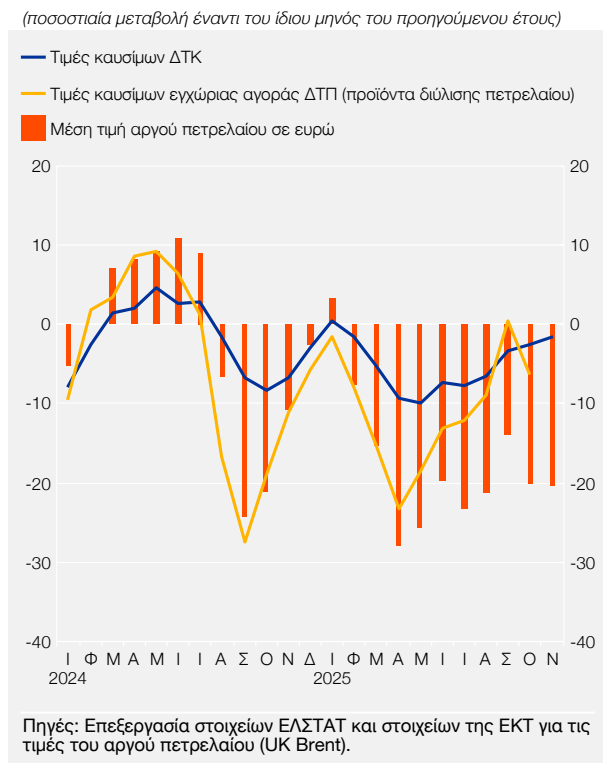
Παρά την ενίσχυσή του κατά το πρώτο οκτάμηνο, ο μέσος πληθωρισμός αναμένεται να αποκλιμακωθεί οριακά το 2025 σε σχέση με το 2024, αφού κατά το διαθέσιμο ενδεκάμηνο, μετά την αισθητή υποχώρησή του το Σεπτέμβριο και τον Οκτώβριο βρίσκεται στο 2,9%. Εκτιμάται ότι κατά τους επόμενους μήνες ο εναρμονισμένος πληθωρισμός θα συνεχίσει να υποχωρεί, με επιβραδυνόμενους όμως ρυθμούς (για τη συμβολή των αλληλεπιδράσεων μεταξύ νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής στην αποκλιμάκωση του πληθωρισμού, βλ. Πλαίσιο IV.3).

Ο πληθωρισμός της συνιστώσας των υπηρεσιών διατηρήθηκε σχεδόν αμετάβλητος κατά τα έτη 2022, 2023 και 2024 καταγράφοντας ρυθμούς 4,5%, 4,5% και 4,4% αντίστοιχα. Από το δ' τρί-

Διάγραμμα IV.12 Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή στην Ελλάδα και τη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2024 - Νοέμβριος 2025)



Διάγραμμα IV.13 Εξέλιξη τιμών καυσίμων του ΔΤΚ και του ΔΤΠ και της τιμής του αργού πετρελαίου σε ευρώ (Ιανουάριος 2024 - Νοέμβριος 2025)



Πίνακας IV.5 Δείκτες τιμών

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2023	2024	2025										
			Ιαν.	Φεβρ.	Μάρτ.	Απρ.	Μάιος	Ιούν.	Ιούλ.	Αύγ.	Σεπτ.	Οκτ.	Νοέμ.
1. Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) – Γενικός	4,2	3,0	3,1	3,0	3,1	2,6	3,3	3,6	3,7	3,1	1,8	1,6	2,8
Μη επεξεργασμένα είδη διατροφής	11,1	3,4	0,8	0,2	5,7	7,2	9,0	7,8	10,4	7,4	4,0	7,0	7,9
Επεξεργασμένα είδη διατροφής	9,3	2,5	-0,3	0,5	0,5	-0,6	0,2	0,0	0,3	0,2	0,2	0,4	0,4
Ενέργεια	-13,4	-1,4	2,6	1,6	0,2	-4,7	-1,5	2,0	0,7	-1,9	-3,7	-3,1	0,3
Μη ενεργειακά βιομηχανικά αγαθά	6,4	1,7	1,4	1,4	0,8	0,4	1,4	1,3	1,3	1,0	0,5	-0,2	-0,4
Υπηρεσίες	4,5	4,4	5,6	5,3	5,1	5,3	5,2	5,4	5,2	4,9	3,4	2,8	4,7
2. ΕνΔΤΚ χωρίς τα είδη διατροφής και την ενέργεια – Πυρήνας του πληθωρισμού	5,3	3,6	4,4	4,2	3,9	3,8	4,0	4,2	4,3	3,9	2,6	1,9	3,2
3. Δείκτης Τιμών Παραγωγού στη βιομηχανία – Γενικός Εγχώριας Αγοράς	-6,5	-2,4	0,5	2,0	5,6	5,3	6,4	5,0	2,1	0,2	-0,4	0,0	-
4. Δείκτης Τιμών Εισαγωγών στη βιομηχανία – Γενικός	-12,3	-2,0	0,1	-0,5	-2,5	-6,3	-4,2	-4,7	-2,1	-2,4	0,4	-2,4	-

Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.

μηνό του 2024 όμως ισχυροποιήθηκε, καθώς ανήλθε σε ετήσιους ρυθμούς υψηλότερους από 5% για δέκα συνεχόμενους μήνες (Οκτώβριος 2024-Ιούλιος 2025). Οι υποδείκτες που ώθησαν τον πληθωρισμό των υπηρεσιών σε υψηλά επίπεδα είναι εκείνοι που πρωτίστως συνδέονται με τον τουρισμό (αεροπορικά εισιτήρια, υπηρεσίες εστίασης, υπηρεσίες παροχής καταλύματος, πολιτιστικές δραστηριότητες) αλλά και τα ενοίκια.

Οι σχετιζόμενες με τον τουρισμό υπηρεσίες κατέγραψαν για ακόμη μία χρονιά υψηλούς ετήσιους ρυθμούς αύξησης των τιμών κυρίως λόγω της υψηλής εξωτερικής ζήτησης, αλλά και των μισθολογικών αυξήσεων. Κατά το διαθέσιμο ενδεκάμηνο του 2025 ο μέσος πληθωρισμός των υπηρεσιών μεταφοράς επιβατών με αεροπλάνο βρίσκεται στο 11,1%, των πολιτιστικών δραστηριοτήτων στο 7,8%, των υπηρεσιών εστίασης στο 6,4% και των υπηρεσιών παροχής καταλύματος στο 2,7%. Επιπλέον, τα έντονα προβλήματα της οικιστικής στέγης αντανακλώνται στον υποδείκτη των ενοικίων. Η δυσκολία αγοράς κατοικίας έχει προκαλέσει αυξημένη ζήτηση στην ενοικίαση κατοικίας, με την προσφορά να μην ανταποκρίνεται στη ζήτηση καθώς σημαντικός αριθμός διαμερισμάτων χρησιμοποιείται για βραχυχρόνιες μισθώσεις ή παραμένει εκτός αγοράς (κλειστά διαμερίσματα). Κατά το διαθέσιμο ενδεκάμηνο του τρέχοντος έτους ο υποδείκτης των ενοικίων καταγράφει μέσο ετήσιο ρυθμό 10,2%, έναντι 4,8% την αντίστοιχη περίοδο του 2024.

Στην ενίσχυση του γενικού εναρμονισμένου πληθωρισμού μέσα στο πρώτο οκτάμηνο του 2025 συνέβαλαν και οι μεγάλες αυξήσεις τιμών στα μη επεξεργασμένα είδη διατροφής, που κορυφώθηκαν τον Ιούλιο του 2025 (10,4%). Οι υψηλοί ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής των τιμών των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής αποδίδονται κυρίως στον πληθωρισμό των κρεάτων, ιδιαιτέρως του μοσχαρίσιου κρέατος, και στον πληθωρισμό των ευαλλοίωτων φρέσκων φρούτων.

Η πορεία του πληθωρισμού των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής διαφοροποιήθηκε από την αντίστοιχη πορεία των επεξεργασμένων ειδών διατροφής, που κατέγραψαν ισχνή αύξηση 0,2% κατά το διαθέσιμο ενδεκάμηνο του 2025. Η έντονη αποκλιμάκωση του μέσου ετήσιου ρυθμού των επεξεργασμένων ειδών διατροφής οφείλεται πρωτίστως στο ελαιόλαδο καθώς και στα αλκοολούχα και μη αλκοολούχα ποτά.

Ο ισχνός πληθωρισμός των επεξεργασμένων ειδών διατροφής σε συνδυασμό με τον αποκλιμακούμενο πληθωρισμό των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών συνέβαλαν στη συγκράτηση του εναρμονισμένου πληθωρισμού. Προς την ίδια κατεύθυνση συνέβαλε και ο πληθωρισμός των

ενεργειακών αγαθών, που διατηρήθηκε σε αρνητικό έδαφος για ακόμη μία χρονιά. Όσον αφορά τα μη ενεργειακά βιομηχανικά αγαθά, η συνεχιζόμενη αντιπληθωριστική τους πορεία μέσα στο 2025 σχετίζεται με την ενίσχυση του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ, αλλά και με την τάση σύγκλισής τους προς το μακροχρόνιο μέσο όρο τους, καθώς οι διαταράξεις των τελευταίων ετών στις εφοδιαστικές αλυσίδες και οι συσσωρευμένες πιέσεις σε προγενέστερα στάδια της αλυσίδας τιμολόγησης (pipeline pressures) έχουν πλέον εξαλειφθεί.

Ο πληθωρισμός της ενεργειακής συνιστώσας, της πλέον ευμετάβλητης μαζί με τη συνιστώσα των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής, διατηρήθηκε κατά το διαθέσιμο ενδεκάμηνο του 2025 σε αρνητικό έδαφος. Καθώς οι διεθνείς τιμές του πετρελαίου παραμένουν συγκρατημένες και το ευρώ συνεχίζει να είναι ισχυρό έναντι του δολαρίου, ο πληθωρισμός των ενεργειακών αγαθών καθορίζεται κυρίως από την πορεία του φυσικού αερίου και του ηλεκτρικού ρεύματος, που κατέγραψε έντονες αυξομειώσεις μέσα στο έτος (βλ. Διάγραμμα IV.14).

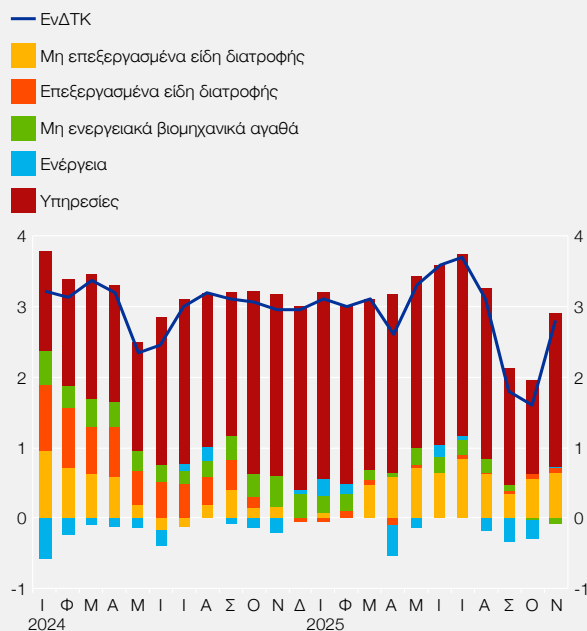
Ο πυρήνας του πληθωρισμού (ΕνΔΤΚ εξαιρουμένων των ενεργειακών αγαθών και των ειδών διατροφής, μη αλκοολούχων ποτών, αλκοολούχων ποτών και καπνού), όπως και ο γενικός πληθωρισμός, ενισχύθηκε έντονα κατά το πρώτο οκτάμηνο του 2025 λόγω των υπηρεσιών, αλλά αποκλιμακώθηκε αισθητά την περίοδο Σεπτεμβρίου-Οκτωβρίου, με συνέπεια οι μεγάλες αποκλίσεις ανάμεσα στον πυρήνα του πληθωρισμού της Ελλάδος και εκείνον της ζώνης του ευρώ (που μεγιστοποιήθηκαν τον Ιούλιο του 2025 σε 1,96 ποσ. μον.) να συρρικνωθούν και να αντιστραφούν κατά τους τελευταίους μήνες.

Μέσα σε ένα διεθνές και κυρίως ευρωπαϊκό περιβάλλον χαμηλών ενεργειακών τιμών και περαιτέρω υποχώρησης του πληθωρισμού, ο εναρμονισμένος πληθωρισμός της Ελλάδος αναμένεται να συνεχίσει την αποκλιμάκωσή του και κατά το επόμενο έτος, με ήπιους όμως ρυθμούς. Η περαιτέρω υποχώρησή του σχετίζεται με τον πληθωρισμό των υπηρεσιών και των ενεργειακών αγαθών.

Οι εγχώριες πληθωριστικές πιέσεις τυπικά αναλύονται στο πλαίσιο των εθνικών λογαριασμών με χρήση της λογιστικής ταυτότητας του

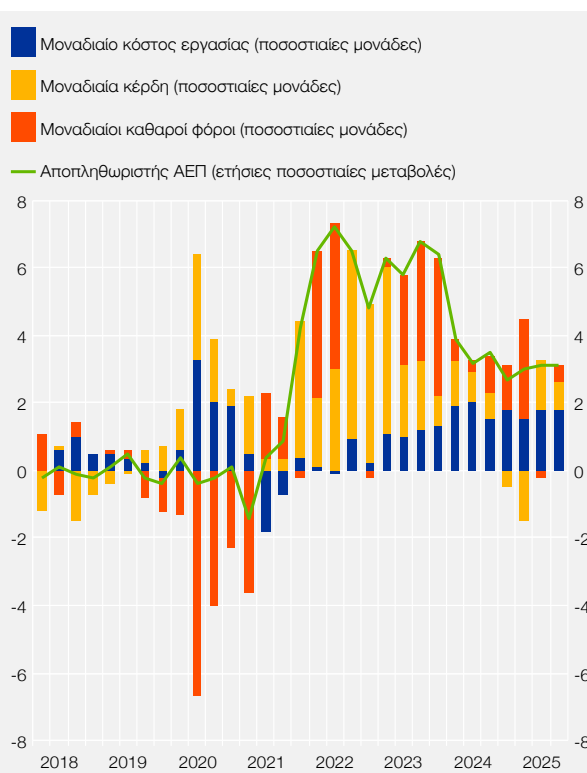
Διάγραμμα IV.14 Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή και συμβολές των κύριων συνιστωσών του
(Ιανουάριος 2024 - Νοέμβριος 2025)

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



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

Διάγραμμα IV.15 Εγχώριες πληθωριστικές πιέσεις (α' τρίμηνο 2018 - γ' τρίμηνο 2025)



Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.

ΑΕΠ από την πλευρά του εισοδήματος.¹⁸ Οι μεταβολές στον αποπληθωριστή του ΑΕΠ (ονομαστικό ΑΕΠ διαιρεμένο με το πραγματικό ΑΕΠ) αντανακλώνται στα κέρδη ανά μονάδα πραγματικού ΑΕΠ (μοναδιαία κέρδη), στις αμοιβές εξαρτημένης εργασίας ανά μονάδα πραγματικού ΑΕΠ (μοναδιαίο κόστος εργασίας) και στους φόρους επί της παραγωγής μείον τις επιδοτήσεις ανά μονάδα πραγματικού ΑΕΠ (μοναδιαίοι φόροι).

Οι εγχώριες πληθωριστικές πιέσεις, όπως αποτυπώνονται από τις μεταβολές του αποπληθωριστή του ΑΕΠ (βλ. Διάγραμμα IV.15), άρχισαν να εντείνονται το 2021 και κλιμακώθηκαν περαιτέρω το 2022 και το 2023. Έως τα μέσα του 2023, τα μοναδιαία κέρδη είχαν τη μεγαλύτερη συμβολή στην άνοδο του αποπληθωριστή του ΑΕΠ, καταδεικνύοντας ότι οι επιχειρήσεις μετέφεραν τις αυξήσεις του κόστους που συνδέονταν με τη μεγάλη άνοδο των τιμών της ενέργειας και των λοιπών ενδιάμεσων προϊόντων στις τελικές τιμές. Το 2024 και το πρώτο εννεάμηνο του 2025 ο αποπληθωριστής του ΑΕΠ παρέμεινε σχετικά υψηλός, σε μεγάλο βαθμό λόγω της ανόδου του μοναδιαίου κόστους εργασίας.

18 Βλ. Sideris, D. and G. Pavlou (2024), "Market power and profit margins in the Euro area countries in the post-pandemic period", Bank of Greece Working Paper No. 330, June.

Πλαίσιο IV.3

ΑΛΛΗΛΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΜΕΤΑΞΥ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Οι έντονες πληθωριστικές πιέσεις που επικράτησαν από τα τέλη του 2021 και μετά, κυρίως λόγω της ανόδου των τιμών της ενέργειας και των διαταράξεων στις εφοδιαστικές αλυσίδες, οδήγησαν σε αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής σε επίπεδο ευρωζώνης, προκειμένου ο πληθωρισμός να επανέλθει στο στόχο του 2% μεσοπρόθεσμα και να αποτραπεί η αποσταθεροποίηση των πληθωριστικών προσδοκιών. Η περίοδος 2022-24 χαρακτηρίστηκε από αυξήσεις των επιτοκίων πολιτικής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ), μετά από παρατεταμένη διατήρηση χαμηλών επιτοκίων κατά το προηγούμενο διάστημα. Ειδικότερα, από τον Ιούλιο του 2022 έως το Σεπτέμβριο του 2023 σημειώθηκε ταχεία και απότομη άνοδος των επιτοκίων πολιτικής, τα οποία στη συνέχεια διατηρήθηκαν σε υψηλά επίπεδα μέχρι τον Ιούνιο του 2024, οπότε ξεκίνησε η σταδιακή μείωσή τους, καθώς οι πληθωριστικές πιέσεις άρχισαν να αποκλιμακώνονται βαθμιαία, παραμένοντας ωστόσο έντονες σε ορισμένους τομείς της οικονομίας, όπως οι υπηρεσίες.¹

Η αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής στη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό και από το κατά πόσον η δημοσιονομική πολιτική επιδρά συμπληρωματικά ή αντισταθμιστικά ως προς τη νομισματική πολιτική. Η διεθνής βιβλιογραφία έχει δείξει ότι η αντιπληθωριστική επίδραση μιας νομισματικής αυστηροποίησης ενισχύεται όταν συνοδεύεται από μια περιοριστική δημοσιονομική πολιτική, καθώς και οι δύο πολιτικές δρουν προς την ίδια κατεύθυνση, περιορίζοντας τη συνολική ζήτηση και συμβάλλοντας στη σταθερότητα των τιμών. Αντίστοιχα, όταν η νομισματική πολιτική είναι χαλαρή, με διατήρηση χαμηλών επιτοκίων, μια ταυτόχρονη επεκτατική δημοσιονομική πολιτική ενισχύει τις ανοδικές επιδράσεις στον πληθωρισμό.²

1 Σημειώνεται επίσης ότι η αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής δεν περιορίστηκε μόνο στην άνοδο των επιτοκίων πολιτικής από την ΕΚΤ, αλλά συνοδεύθηκε και από τη σταδιακή άρση των μέτρων ποσοτικής χαλάρωσης που είχαν υιοθετηθεί τα προηγούμενα έτη. Για περισσότερες πληροφορίες σχετικά με την εξέλιξη των επιτοκίων πολιτικής και την ταχύτητα της αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού, βλ. Lane, P. (2025), "Monetary policy: new challenges", ομιλία στο Barclays-CEPR Monetary Policy Forum 2025, και Bonam, D., M. Ciccarelli and S. Gomes (2024), "Challenges for monetary and fiscal policy interactions in the post-pandemic era", ECB Occasional Paper No. 337.

2 Για την αλληλεπίδραση δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής, βλ. Christiano, L., M. Eichenbaum and S. Rebelo (2011), "When is the government spending multiplier large?", *Journal of Political Economy*, 119(1), 78-121, Eggertsson, G.B. (2011), "What fiscal policy is effective at zero interest rates?", *NBER Macroeconomics Annual 2010*, 25(2), 59-112, Debrun, X. et al. (2021), "Monetary-fiscal policy interactions in the euro area", ECB Occasional Paper No. 273, και Kloosterman, R., D. Bonam and K. van der Veer (2022), "The effects of monetary policy across fiscal regimes", De Nederlandsche Bank Working Paper No. 755.

Ωστόσο, σε ένα περιβάλλον υψηλού πληθωρισμού, ανόδου των επιτοκίων, αυξημένης αβεβαιότητας και χαμηλών ρυθμών οικονομικής μεγέθυνσης, η νομισματική και η δημοσιονομική πολιτική δεν λειτουργούν πάντοτε συμπληρωματικά. Για παράδειγμα, μετά το 2021, η αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής σε επίπεδο ευρωζώνης συνέπεσε με την ανάγκη πολλών εθνικών κυβερνήσεων να εφαρμόσουν ένα μίγμα δημοσιονομικών μέτρων, με σκοπό τη στήριξη νοικοκυριών και επιχειρήσεων έναντι του υψηλού πληθωρισμού. Στην περίπτωση αυτή, η επεκτατική δημοσιονομική πολιτική λειτουργήσε αντισταθμιστικά, μειώνοντας την αποτελεσματικότητα της νομισματικής αυστηροποίησης και επιβραδύνοντας τη διαδικασία αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού.

Με βάση τα παραπάνω, σκοπός του παρόντος πλαισίου είναι να διερευνήσει πώς επηρεάζεται ο πληθωρισμός από την αλληλεπίδραση μεταξύ νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής για την ελληνική οικονομία, καθώς και να αξιολογήσει κατά πόσον οι δύο πολιτικές έδρασαν συμπληρωματικά ή αντισταθμιστικά ως προς την επίτευξη του στόχου της αποκλιμάκωσης των πληθωριστικών πιέσεων κατά την περίοδο 2023-24, η οποία χαρακτηρίστηκε μεταξύ άλλων από την απόσυρση των περισσότερων δημοσιονομικών μέτρων στήριξης για την άμβλυνση των επιπτώσεων της ενεργειακής κρίσης.

Μεθοδολογία

Η ανάλυση των επιδράσεων στον πληθωρισμό από την αλληλεπίδραση μεταξύ δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής για την ελληνική οικονομία γίνεται με τη χρήση του δυναμικού στοχαστικού υποδείγματος γενικής ισορροπίας της Τράπεζας της Ελλάδος.³ Το υπόδειγμα αναπαριστά μια μικρή ανοικτή οικονομία η οποία ανήκει σε νομισματική ένωση, με την έννοια ότι οι μεταβολές του επιτοκίου πολιτικής και της συναλλαγματικής ισοτιμίας είναι εξωγενείς μεταβλητές, όπως ισχύει και στην περίπτωση της Ελλάδος. Επιπλέον, το υπόδειγμα ενσωματώνει ως εξωγενείς μεταβλητές ένα ευρύ φάσμα εργαλείων δημοσιονομικής πολιτικής, όπως φορολογικούς συντελεστές στην κατανάλωση και στα εισοδήματα από κεφάλαιο και εργασία, καθώς και διάφορες κατηγορίες δημόσιων δαπανών, όπως δημόσια κατανάλωση και επενδύσεις, δαπάνες για μισθούς του δημόσιου τομέα και μεταβιβαστικές πληρωμές.⁴

Η μεθοδολογία η οποία ακολουθείται συνοψίζεται ως εξής: Αρχικά, το υπόδειγμα διαμετρείται για την ελληνική οικονομία. Οι εξωγενείς δημοσιονομικές μεταβλητές και το επιτόκιο πολιτικής τίθενται ίσα με τις παρατηρούμενες τιμές τους για το έτος 2022, το οποίο χρησιμοποιείται ως σημείο αναφοράς για τις προσομοιώσεις. Στη συνέχεια, προσομοιώνονται οι επιδράσεις στον πληθωρισμό για την ελληνική οικονομία την περίοδο 2023-24, με χρήση δεδομένων της ΕΚΤ για την εξέλιξη του επιτοκίου πολιτικής, καθώς και των εκτιμήσεων της Τράπεζας της Ελλάδος για την κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής στην Ελλάδα, όπως αυτή υπολογίζεται με βάση τη μεθοδολογία του Ευρωσυστήματος.⁵ Συνολικά, αποτυπώνεται η εφαρμογή μιας περιοριστικής δημοσιονομικής πολιτικής, εντούτοις για ορισμένα επιμέρους εργαλεία δημοσιονομικής πολιτικής η κατεύθυνση ενδέχεται να είναι επεκτατική στο υπό εξέταση χρονικό διάστημα.

Εξετάζονται δύο εναλλακτικά σενάρια: το πρώτο υποθέτει άσκηση μόνο νομισματικής πολιτικής και το δεύτερο τη συνδυαστική άσκηση νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής, προκειμένου να εξαχθούν συμπεράσματα σχετικά με το κατά πόσον οι δύο πολιτικές λειτουργήσαν συμπληρωματικά ή αντισταθμιστικά ως προς την αποκλιμάκωση των πληθωριστικών πιέσεων κατά την περίοδο 2023-24.

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

4 Η ανάλυση λαμβάνει υπόψη και τις δευτερογενείς επιδράσεις (spillover effects) από την ευρωζώνη και τον υπόλοιπο κόσμο που προκύπτουν από την άσκηση νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ. Οι δευτερογενείς επιδράσεις προέρχονται από εξωγενείς μεταβολές στην εξωτερική ζήτηση, στο διεθνή πληθωρισμό (foreign inflation) και στην ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία. Οι εν λόγω μεταβλητές, μαζί με το επιτόκιο πολιτικής, ενσωματώνονται στο υπόδειγμα ως ένα αυτοπαλίνδρομο διανυσματικό υπόδειγμα (VAR).

5 Στις προσομοιώσεις, οι δημοσιονομικές διαταραχές προσεγγίζονται μέσω των μεταβολών στο κυκλικό διορθωμένο πρωτογενές αποτέλεσμα και στις επιμέρους συνιστώσες του, μεγέθη που εκφράζονται ως ποσοστά του ΑΕΠ. Στις εκτιμήσεις δεν περιλαμβάνεται η στήριξη προς το χρηματοπιστωτικό τομέα και τα έσοδα από το NGEU. Μετά το 2024, γίνεται η υπόθεση ότι οι εξωγενείς δημοσιονομικές μεταβλητές επανέρχονται σταδιακά στα επίπεδα του 2022, γεγονός που συνεπάγεται σταδιακή απόσυρση όλων των δημοσιονομικών μέτρων στήριξης.

Αποτελέσματα των προσομοιώσεων πολιτικής

Το διάγραμμα παρουσιάζει τις δυναμικές επιδράσεις που προκύπτουν από το υπόδειγμα για τον πληθωρισμό και καταδεικνύει ότι οι δύο πολιτικές λειτούργησαν συμπληρωματικά στη μείωσή του. Συγκεκριμένα, ο πληθωρισμός που προκύπτει από το συνδυασμό της νομισματικής αυστηροποίησης και της περιοριστικής δημοσιονομικής πολιτικής την περίοδο 2023-24 ήταν κατά μέσο όρο 0,20 της ποσοστιαίας μονάδας (ποσ. μον.) χαμηλότερος σε σύγκριση με τον πληθωρισμό που θα είχε προκύψει με την ίδια νομισματική πολιτική, αλλά χωρίς ταυτόχρονη εφαρμογή περιοριστικής δημοσιονομικής πολιτικής. Η εκτίμηση αυτή αποτελεί το καθαρό αποτέλεσμα (net effect) της ταυτόχρονης επίδρασης επτά διαφορετικών εργαλείων δημοσιονομικής πολιτικής. Ορισμένα από αυτά ασκούν αντιπληθωριστικές πιέσεις, ενώ άλλα πληθωριστικές. Συνεπώς, το μίγμα της δημοσιονομικής πολιτικής την περίοδο αυτή συνέβαλε συμπληρωματικά στη διαδικασία αποκλιμάκωσης των πληθωριστικών πιέσεων.⁶

Η πτωτική επίδραση του συνδυασμού νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής στον πληθωρισμό μπορεί να αποδοθεί στους μηχανισμούς μετάδοσης μέσω των οποίων οι δύο πολιτικές αλληλεπιδρούν εντός του θεωρητικού υποδείγματος.

Πρώτον, το υψηλότερο επιτόκιο πολιτικής αυξάνει το κόστος χρηματοδότησης για τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις, περιορίζοντας τα κίνητρά τους για κατανάλωση και επενδύσεις. Η υποχώρηση της εγχώριας ζήτησης οδηγεί τις επιχειρήσεις να περιορίζουν τη ζήτηση εργασίας, με αποτέλεσμα την πτώση της απασχόλησης και κατά συνέπεια του κόστους παραγωγής. Ο συνδυασμός μειωμένης εγχώριας ζήτησης και χαμηλότερου κόστους εργασίας δημιουργεί αντιπληθωριστικές πιέσεις. Επιπλέον, προκύπτουν δευτερογενείς επιδράσεις από τη νομισματική αυστηροποίηση, κυρίως μέσω της μείωσης της εξωτερικής ζήτησης, οι οποίες ενισχύουν περαιτέρω την πτωτική πορεία των εγχώριων τιμών.

Δεύτερον, η περιοριστική δημοσιονομική πολιτική, μέσω της περικοπής των δημόσιων δαπανών ή/και της αύξησης των φόρων, επιδρά αρνητικά στο διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών και περιορίζει τα κίνητρά τους για κατανάλωση και επενδύσεις, οδηγώντας σε μείωση της εγχώριας ζήτησης και της απασχόλησης. Ωστόσο, η συνολική επίδραση μιας περιοριστικής δημοσιονομικής πολιτικής στον πληθωρισμό εξαρτάται από τη σύνθεση του μίγματος της δημοσιονομικής πολιτικής. Στο πλαίσιο του υποδείγματος, οι μειώσεις των δημόσιων δαπανών έχουν έντονη αντιπληθωριστική επίδραση, καθώς περιορίζουν τη συνολική ζήτηση και τη ζήτηση εργασίας, οδηγώντας σε πτώση του κόστους εργασίας και ενισχύοντας τις καθοδικές πιέσεις στις τιμές. Αντίθετα, οι αυξήσεις των φόρων, αν και μειώνουν την εγχώρια ζήτηση δημιουργώντας αντιπληθωριστικές επιδράσεις, τελικά ασκούν αυξητική επίδραση στον πληθωρισμό. Στην περίπτωση αύξησης των έμμεσων φόρων, όπως οι φόροι στην κατανάλωση, η ανοδική επίδραση στον πληθωρισμό προκύπτει από το γεγονός ότι αυτοί οι φόροι επιβαρύνουν άμεσα τις τελικές τιμές αγαθών και υπηρεσιών. Αντίστοιχα, μια αύξηση των άμεσων φόρων, όπως οι φόροι στο

Δυναμικές αλληλεπιδράσεις νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής στον πληθωρισμό

(μεταβολές σε ποσοστιαίες μονάδες)



Πηγή: Υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.

Σημείωση: Ο πληθωρισμός (σε όρους δείκτη τιμών καταναλωτή - ΔΤΚ) εκφράζεται σε μεταβολές σε ποσοστιαίες μονάδες από το σημείο ισορροπίας και είναι ετησιοποιημένος.

6 Μετά το 2024, η σταδιακή επαναφορά των δημοσιονομικών μεταβλητών στα επίπεδα του 2022 συνεπάγεται άρση της περιοριστικής δημοσιονομικής πολιτικής, οδηγώντας σε υψηλότερο πληθωρισμό κατά την πορεία μετάβασης προς το αρχικό σημείο ισορροπίας, σε σύγκριση με το σενάριο άσκησης μόνο νομισματικής πολιτικής.

εισόδημα από εργασία ή κεφάλαιο, αυξάνει το κόστος χρήσης του κεφαλαίου και μειώνει τα κίνητρα για εργασία, ασκώντας ανοδικές πιέσεις στο κόστος παραγωγής των επιχειρήσεων και κατά συνέπεια στις εγχώριες τιμές.⁷

Επομένως, στο πλαίσιο του θεωρητικού υποδείγματος, σε περιόδους νομισματικής αυστηροποίησης, η εφαρμογή δημοσιονομικών μέτρων που εστιάζουν στη μείωση των δημόσιων δαπανών μπορεί να συμβάλει στην αποκλιμάκωση του πληθωρισμού, λειτουργώντας συμπληρωματικά στη δράση της νομισματικής πολιτικής. Αντιθέτως, αυξήσεις των δημόσιων δαπανών μπορεί να αντισταθμίσουν τη μειωτική επίδραση της νομισματικής πολιτικής στον πληθωρισμό. Παρομοίως, αυξήσεις των φόρων τείνουν να έχουν αντισταθμιστική επίδραση, ενώ μειώσεις των φόρων δύνανται να λειτουργούν υποστηρικτικά στη διαδικασία αποκλιμάκωσης των τιμών.⁸

Με βάση τους παραπάνω διαύλους μετάδοσης και λαμβάνοντας υπόψη τη σύνθεση της δημοσιονομικής πολιτικής, όπως προκύπτει από το κυκλικά διορθωμένο πρωτογενές αποτέλεσμα την περίοδο 2023-24 που χρησιμοποιήθηκε στις προσομοιώσεις, τα αποτελέσματα της ανάλυσης για την ελληνική οικονομία υποδηλώνουν ότι η συστατική δημοσιονομική πολιτική στο σκέλος των δαπανών περιόρισε την εγχώρια ζήτηση και λειτούργησε συμπληρωματικά προς τη νομισματική πολιτική, ενισχύοντας τη διαδικασία αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού. Παράλληλα, η καταγραφόμενη μείωση της φορολογικής επιβάρυνσης της εργασίας περιόρισε το κόστος παραγωγής και λειτούργησε υποστηρικτικά στη σταθεροποίηση των εγχώριων τιμών.

Συμπεράσματα

Το παρόν πλαίσιο διερευνά τις επιδράσεις στον πληθωρισμό από τη συνδυαστική άσκηση νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής στην Ελλάδα για την περίοδο 2023-24, χρησιμοποιώντας το δυναμικό στοχαστικό υπόδειγμα γενικής ισορροπίας της Τράπεζας της Ελλάδος για την ελληνική οικονομία. Διαπιστώνεται ότι οι δύο πολιτικές λειτούργησαν συμπληρωματικά, συμβάλλοντας στη διαδικασία αποκλιμάκωσης των πληθωριστικών πιέσεων. Συγκεκριμένα, ο πληθωρισμός που προκύπτει από το συνδυασμό νομισματικής αυστηροποίησης και περιοριστικής δημοσιονομικής πολιτικής εκτιμάται ότι είναι κατά 0,20 ποσ. μον. χαμηλότερος από το επίπεδο που θα είχε διαμορφωθεί χωρίς την ταυτόχρονη εφαρμογή περιοριστικής δημοσιονομικής πολιτικής. Επίσης, θα πρέπει να σημειωθεί ότι, εκτός από τη συνολική κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής, σημαντικό ρόλο για την επίδραση στην εξέλιξη του πληθωρισμού διαδραματίζει και η σύνθεση της ασκούμενης δημοσιονομικής πολιτικής. Εν προκειμένω, με βάση τα αποτελέσματα του θεωρητικού υποδείγματος, οι πρόσφατες ανακοινώσεις για μείωση των φορολογικών συντελεστών στο εισόδημα από εργασία κρίνονται συνεπείς με το στόχο της σταθεροποίησης των τιμών, κυρίως λόγω του χαμηλότερου κόστους εργασίας.

7 Τα αποτελέσματα συνάδουν με τα ευρήματα της σχετικής βιβλιογραφίας: βλ. Coenen, G., P. McAdam and R. Straub (2008), "Tax reform and labour-market performance in the euro area: A simulation-based analysis using the New Area-Wide Model", *Journal of Economic Dynamics and Control*, 32(8), 2543-2583, και Coenen, G. et al. (2012), "Effects of fiscal stimulus in structural models", *American Economic Journal: Macroeconomics*, 4(1), 22-68.

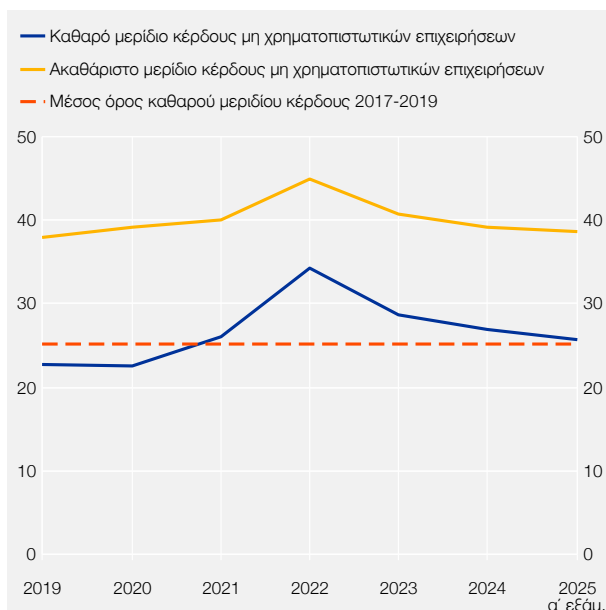
8 Επίσης, βλ. Caramp, N. and D.H. Silva (2023), "Fiscal policy and the monetary transmission mechanism", *Review of Economic Dynamics*, 51, 716-746.

4.2 Επιχειρηματικά κέρδη

Η κερδοφορία των ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων το πρώτο εξάμηνο του 2025 διατηρήθηκε σε υψηλά επίπεδα σε σύγκριση με την προ πανδημίας περίοδο. Ειδικότερα, το μερίδιο καθαρού κέρδους (οριζόμενο ως ο λόγος του καθαρού λειτουργικού πλεονάσματος προς την καθαρή προστιθέμενη αξία), το οποίο εκφράζει την απόδοση του επιχειρηματικού τομέα σε όρους λειτουργικών κερδών, ανήλθε σε 25,7%, παρουσιάζοντας ανθεκτικότητα παρά την ήπια ενίσχυση του κόστους εργασίας. Αξιοσημείωτο είναι ότι, αν και μειωμένο συγκριτικά με το 2024 (26,9%), παρέμεινε υψηλότερο από τον τριετή μέσο όρο (2017-19) της προ πανδημίας περιόδου (25,2%) (βλ. Διάγραμμα IV.16).

Η εξέλιξη αυτή αντανακλά τις καλές επιδόσεις του βιομηχανικού, του κατασκευαστικού και του τουριστικού τομέα, την αναπτυξιακή δυναμική της οικονομίας σε ένα περιβάλλον μακροοικονομικής και πολιτικής σταθερότητας, συνδυαστικά με τις επιχορηγήσεις του Μηχανισμού Ανά-

Διάγραμμα IV.16 Μερίδιο κέρδους των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (2019 - α' εξάμηνο 2025)



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

καμψης και Ανθεκτικότητας (RRF). Επίσης, οι πληθωριστικές πιέσεις ευνόησαν την τιμολογιακή δύναμη των επιχειρήσεων, με έμφαση στους τομείς που χαρακτηρίζονται από χαμηλό βαθμό ανταγωνιστικότητας και αντιμετωπίζουν υπερβάλλουσα ζήτηση έναντι περιορισμένης προσφοράς. Το φαινόμενο παρατηρήθηκε στις περισσότερες οικονομίες, μεταξύ των οποίων οι οικονομίες της ευρωζώνης¹⁹ και των ΗΠΑ²⁰. Ταυτόχρονα, η πανδημία COVID-19 επιτάχυνε τη μετάβαση προς την ψηφιακή οικονομία, γεγονός που βοήθησε τις επιχειρήσεις να βελτιώσουν την παραγωγικότητά τους, επιτυγχάνοντας το ίδιο επίπεδο παραγωγής με λιγότερους πόρους.

Το ακαθάριστο λειτουργικό πλεόνασμα των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων αυξήθηκε σε ονομαστικούς όρους κατά 8,1% το πρώτο εξάμηνο του 2025 (έναντι μείωσης κατά 1,0% την αντίστοιχη περίοδο του 2024), ενώ το καθαρό λειτουργικό πλεόνασμα (που προκύπτει μετά την αφαίρεση της ανάλωσης πάγιου κεφαλαίου) αυξήθηκε κατά 11,0% (-4,9% το πρώτο εξάμηνο του 2024). Η βελτίωση αυτή οφείλεται κυρίως στην αύξηση της ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας κατά 8,0%, παρά τη ση-

μαντική άνοδο του εισοδήματος εξαρτημένης εργασίας κατά 8,7%. Τέλος, η επίδραση των φόρων μείον επιδοτήσεις στην παραγωγή ήταν ελαφρώς αρνητική.

4.3 Κόστος εργασίας

Σύμφωνα με τα διαθέσιμα στοιχεία, τους πρώτους εννέα μήνες του 2025 συνεχίστηκε η αύξηση των συνολικών αμοιβών, καθώς και των αμοιβών ανά μισθωτό σε ονομαστικούς όρους, αν και μόνο οριακά σε πραγματικούς. Ωστόσο, η αύξηση των καθαρών πραγματικών αμοιβών ανά μισθωτό ήταν μεγαλύτερη λόγω της μείωσης των ασφαλιστικών εισφορών κατά μισή ποσοστιαία μονάδα για τους μισθωτούς από 1.1.2025 και – πιο πρόσφατα – της μείωσης των ασφαλιστικών κρατήσεων επί των αμοιβών υπερωριών και υπερεργασίας.

Ειδικότερα, στον επιχειρηματικό τομέα το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2025 υπογράφηκαν 170 νέες επιχειρησιακές συλλογικές συμβάσεις, οι οποίες αφορούν 88.208 μισθωτούς. Από αυτές, 73 συμβάσεις προβλέπουν αυξήσεις μισθών, ενώ οι υπόλοιπες δεν περιλαμβάνουν μισθολογικές ρυθμίσεις. Εξάλλου, σύμφωνα με τους μη χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς των θεσμικών τομέων, το πρώτο εξάμηνο του 2025 οι δαπάνες της γενικής κυβέρνησης για αμοιβές

¹⁹ Για την ανάλυση του φαινομένου στην ευρωζώνη, βλ. Sideris, D. and G. Pavlou (2024), όπ.π.

²⁰ Πρόσφατη ερευνητική εργασία στις ΗΠΑ για την περίοδο 2019-23, υποστηρίζει ότι οι επιχειρήσεις μετακυλίνουν στους καταναλωτές με μια μικρή μόνο χρονική υστέρηση τις αυξήσεις στο κόστος εισαγωγών των προϊόντων τους και εφαρμόζουν τακτικές στρατηγικής τιμολόγησης αυξάνοντας τις τιμές τους όταν οι ανταγωνιστές τους υφίστανται διαταραχές. Τα φαινόμενα μετακύλισης των αυξήσεων των τιμών στους καταναλωτές είναι εντονότερα σε κλάδους με ιστορικά υψηλότερα ποσοστά πληθωρισμού, καθώς και σε περιόδους γενικευμένων πληθωριστικών πιέσεων. Τα ευρήματα υποδηλώνουν ότι οι διαταράξεις στην εφοδιαστική αλυσίδα συνέβαλαν στον πληθωρισμό της πανδημικής περιόδου όχι μόνο μέσω άμεσων αυξήσεων του κόστους, αλλά και μέσω της πολλαπλασιαστικής επίδρασης των στρατηγικών τιμολόγησης μεταξύ επιχειρήσεων, που εντείνει τις πληθωριστικές πιέσεις. Βλ. Baslandze, S. and S. Fuchs (2025), "The price of delay: Supply chain disruptions and pricing dynamics", Working Paper No. 2025-8, Federal Reserve Bank of Atlanta.

αυξήθηκαν με ετήσιο ρυθμό 1,1%, ενώ του επιχειρηματικού τομέα κατά 9,0% (βλ. Πίνακα IV.6).

Υπενθυμίζεται ότι με το ν. 5163/2024 (σε εφαρμογή της Οδηγίας 2022/2041 της ΕΕ για επαρκείς κατώτατους μισθούς) προβλέφθηκε ότι ο καθορισμός και η αναπροσαρμογή του νομοθετημένου κατώτατου μισθού και ημερομισθίου από το 2028 θα γίνονται αυτόματα με βάση συντελεστή που θα προκύπτει από το άθροισμα α) του ετήσιου ποσοστού μεταβολής του δείκτη καταναλωτή μεταξύ της 1ης Ιουλίου του προηγούμενου έτους και της 30ής Ιουνίου του τρέχοντος για το χαμηλότερο 20% της εισοδηματικής κατανομής των νοικοκυριών και β) του ημίσεος του ετήσιου ποσοστού μεταβολής της αγοραστικής δύναμης του γενικού δείκτη μισθών κατά την ίδια χρονική περίοδο. Για τα έτη 2025, 2026 και 2027 προβλέφθηκε να καθορίζεται η αύξηση του κατώτατου μισθού αφού ληφθούν υπόψη οι γνώμες της Επιτροπής Διαβούλευσης (όπου εκπροσωπούνται οι κοινωνικοί εταίροι) και της Επιστημονικής Επιτροπής (ανεξάρτητων εμπειρογνομόνων). Ήδη, από 1ης Απριλίου 2025 οι κατώτατες αποδοχές, που αφορούν πλέον και τους δημόσιους υπαλλήλους, αυξήθηκαν κατά 6,0%. Με το νέο νόμο “Δίκαιη Εργασία για Όλους” (ν. 5239/2025) που ψηφίστηκε τον Οκτώβριο εισάγονται πρόσθετες ρυθμίσεις (άρθρα 92-94) για τη στήριξη των διαδικασιών καθορισμού του κατώτατου μισθού που εισήγαγε ο νόμος του 2024. Επιπλέον, συνεχίστηκαν οι διαβουλεύσεις με τους κοινωνικούς εταίρους για την κατάρτιση και ανακοίνωση, έως τα τέλη του 2025, Σχεδίου Δράσης για την ενίσχυση των συλλογικών διαπραγματεύσεων (όπως επίσης προβλέπεται στο ν. 5163/2024). Στις 26 Νοεμβρίου ανακοινώθηκε η σύναψη της κοινωνικής συμφωνίας μεταξύ του Υπουργείου Εργασίας και Κοινωνικής Ασφάλισης και των εθνικών κοινωνικών εταίρων, η οποία προβλέπει συγκεκριμένα μέτρα για την επίτευξη του στόχου αυτού (βλ. αναλυτικά Ενότητα IV.3). Το Σχέδιο Δράσης θα εκδοθεί έως το τέλος του Δεκεμβρίου, ενώ η κοινωνική συμφωνία θα νομοθετηθεί στις αρχές του 2026.

4.4 Διεθνής ανταγωνιστικότητα

Η διεθνής ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας εμφάνισε επιδείνωση το 2024 ως προς τις σχετικές τιμές και οριακή βελτίωση ως προς το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας. Η επιδείνωση ως προς τις σχετικές τιμές συνεχίστηκε και το πρώτο εννεάμηνο του 2025. Αρνητικά επιδρά στους δείκτες ονομαστικής και συνακόλουθα πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας της Ελλάδος η συνεχιζόμενη και το 2025 ανατίμηση του ευρώ, λόγω των γεωπολιτικών εξελίξεων και της διεθνούς εμπορικής πολιτικής των ΗΠΑ. Ωστόσο, η σωρευτική βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της Ελλάδος σε σχέση με τους κυριότερους εμπορικούς εταίρους της, εντός και εκτός της ευρωζώνης, υπήρξε πολύ σημαντική από το 2010 και μετά, ιδίως ως προς το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (βλ. Διάγραμμα IV.17).

Σε όρους διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας, παρά τη σημαντική πρόοδο που έχει σημειωθεί τα τελευταία έτη, η συγκριτική θέση της Ελλάδος μεταξύ των προηγμένων οικονομιών παραμένει στάσιμη σε συγκριτικά χαμηλά επίπεδα, με εξαίρεση την πρόοδο που συνεχίζει να συντελείται στη φορολογική ανταγωνιστικότητα. Η αποτελεσματική εφαρμογή μεταρρυθμίσεων για τη μείωση της γραφειοκρατίας στο δημόσιο τομέα, την ταχύτερη απονομή της δικαιοσύνης, τη δημιουργία κινήτρων για την υιοθέτηση νέων καινοτόμων τεχνολογιών, την καταπολέμηση της φοροδιαφυγής και τη μείωση του ενεργειακού κόστους των επιχειρήσεων με πλήρη αξιοποίηση των πόρων από όλα τα ευρωπαϊκά προγράμματα δύναται να συμβάλει στην αύξηση των επενδύσεων και της παραγωγικότητας της οικονομίας, αλλά και στην ανθεκτικότητά της έναντι διεθνών γεωπολιτικών διαταραχών.

Πίνακας IV.6 Αμοιβές και κόστος εργασίας (2023-2024)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

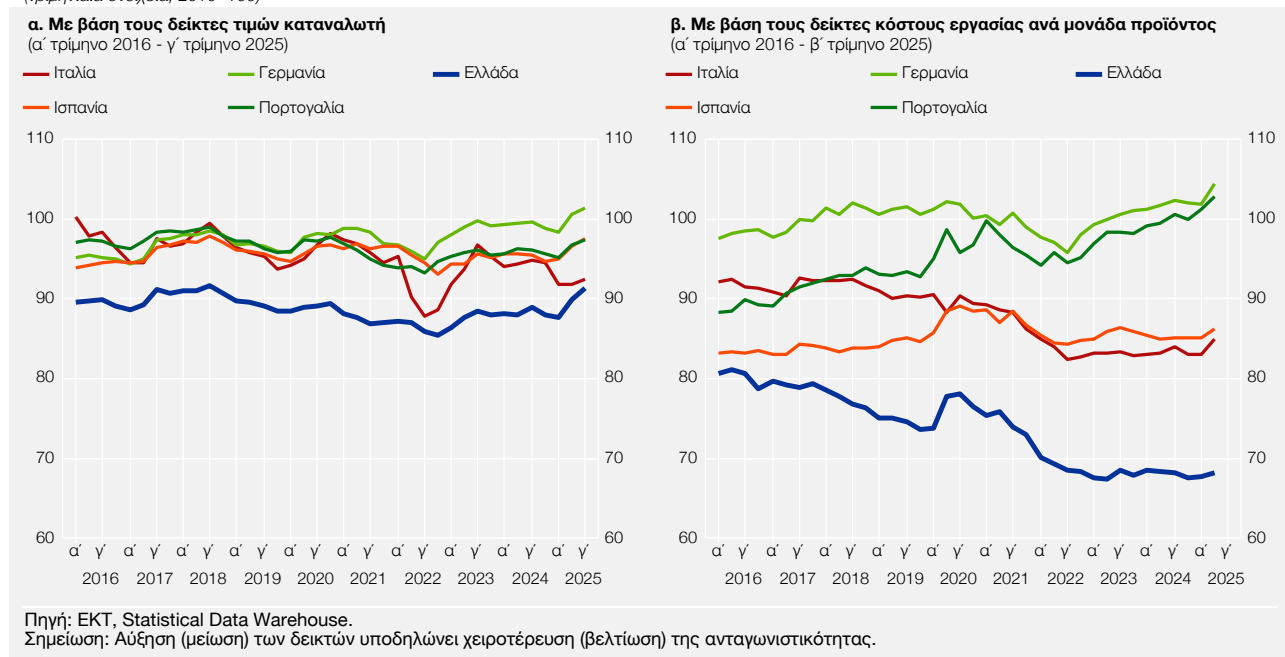
Ελλάδα	2023	2024	2025 (α' εννεάμηνο)
Σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας	5,4	7,3	6,9
Σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας στον τομέα της γενικής κυβέρνησης	3,3	4,4	1,1*
Σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας στον επιχειρηματικό τομέα	6,3	8,6	9,0*
Αμοιβές εξαρτημένης εργασίας ανά μισθωτό	3,3	5,8	4,0
Παραγωγικότητα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

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, στοιχεία ετήσιων και τριμηνιαίων εθνικών λογαριασμών, 16.10.2025 και 5.12.2025, και στοιχεία ετήσιων και τριμηνιαίων λογαριασμών θεσμικών τομέων, 23.10.2024 και 15.12.2025.

* Τα στοιχεία για τη γενική κυβέρνηση και τον επιχειρηματικό τομέα αφορούν το πρώτο εξάμηνο του 2025.

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

(τριμηνιαία στοιχεία, 2010=100)



Ο ευρύτερος δείκτης ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας της Ελλάδος, σύμφωνα με τα στοιχεία του Οκτωβρίου για τους εθνικούς εναρμονισμένους δείκτες ανταγωνιστικότητας τους οποίους καταρτίζει η ΕΚΤ (ΕνΔΑ-HCIs), αφού αυξήθηκε κατά 2,0% το 2024, ενισχύθηκε περαιτέρω κατά 1,8% το πρώτο εννεάμηνο του 2025 σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του 2024. Το πρώτο εννεάμηνο του έτους το ευρώ ανατιμήθηκε έναντι του δολαρίου ΗΠΑ, του δολαρίου Αυστραλίας, του γιεν, της λίρας Αγγλίας, της κορώνας Νορβηγίας και της λίρας Τουρκίας, ενώ κατέγραψε υποτίμηση έναντι της κορώνας Σουηδίας και του ελβετικού φράγκου. Η υψηλή αβεβαιότητα και οι μεταβαλλόμενες προσδοκίες σχετικά με τις μελλοντικές αποφάσεις για τα βασικά επιτόκια των νομισματικών αρχών στις μεγαλύτερες οικονομίες, καθώς και μεταβολές στην εμπορική πολιτική των ΗΠΑ, θα συνεχίσουν να επιδρούν στη μεταβλητότητα των κύριων διμερών συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Ο ευρύτερος δείκτης πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας με βάση τους σχετικούς δείκτες τιμών καταναλωτή (ΔΤΚ), αφού αυξήθηκε (ανατίμηση) το 2024 κατά 0,7% σύμφωνα με την ΕΚΤ ή κατά 0,4% σύμφωνα με τους υπολογισμούς της Τράπεζας της Ελλάδος (βλ. Πίνακα IV.7), ενισχύθηκε περαιτέρω κατά 1,4% το πρώτο εννεάμηνο του 2025 (έναντι του αντίστοιχου διαστήματος του 2024) κυρίως λόγω της συνεχιζόμενης ανατίμησης της ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας, παρά το χαμηλότερο εγχώριο πληθωρισμό έναντι εκείνου των κυριότερων εμπορικών εταίρων. Για το 2025 συνολικά, εκτιμάται ανατίμηση κατά 1,1%, καθώς ο πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ αναμένεται ότι θα διαμορφωθεί σε 2,8% στην Ελλάδα, έναντι μικρότερης αύξησης στους κυριότερους εμπορικούς εταίρους, σε 2,1% στη ζώνη του ευρώ και 2,5% στην ΕΕ-27.²¹ Η ανατίμηση για την Ελλάδα αναμένεται να είναι μικρότερη έναντι των εμπορικών εταίρων της εντός της ζώνης του ευρώ.

Ο ευρύτερος δείκτης πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας (ULCT), αφού αυξήθηκε (ανατίμηση) κατά 0,5% το 2024 σε μέσα επίπεδα έτους σύμφωνα με τους ΕνΔΑ της ΕΚΤ,

21 European Commission, "European Economic Forecast, Autumn 2025", November 2025.

Πίνακας IV.7 Δείκτες ονομαστικής και πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας (ΣΣΙ) της Ελλάδος

(δείκτης: 2000=100)

Έτος	Δείκτης ονομαστικής ΣΣΙ		Δείκτης πραγματικής ΣΣΙ*							
	Ευρύς δείκτης ¹		Ευρύς δείκτης ¹				Έναντι χωρών της ζώνης του ευρώ			
			Με βάση το δείκτη τιμών καταναλωτή		Με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας		Με βάση το δείκτη τιμών καταναλωτή		Με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας	
	Ποσοστιαία μεταβολή		Ποσοστιαία μεταβολή		Ποσοστιαία μεταβολή		Ποσοστιαία μεταβολή		Ποσοστιαία μεταβολή	
2000	100,0		100,0		100,0		100,0		100,0	
2010	112,4	-2,8	118,3	-0,4	123,7	2,6	118,3	-0,4	116,3	4,6
2015	110,6	-2,7	106,5	-4,6	105,1	-4,7	106,5	-4,6	101,6	-3,5
2020	117,4	1,5	105,8	-0,8	97,2	2,1	105,1	-1,6	97,8	2,8
2021	118,7	1,1	104,4	-1,4	95,2	-2,0	103,1	-2,0	96,8	-1,0
2022	117,5	-1,0	102,4	-2,0	87,6	-7,6	103,6	0,5	93,6	-3,2
2023	122,0	3,8	103,6	1,2	86,8	-0,8	102,5	-1,1	90,0	-3,6
2024	124,4	2,0	104,0	0,4	86,7	-0,1	103,1	0,6	90,0	0,0
2025**	126,2	1,8	105,1	1,1	86,5	-0,2	103,7	0,6	89,1	-0,9

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

* Ο δείκτης υπόκειται σε τακτικές αναθεωρήσεις.

** Εκτίμηση.

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

σε τριμηνιαία βάση άρχισε να υποχωρεί το πρώτο εξάμηνο του 2025. Για το 2025, σύμφωνα με τους υπολογισμούς της Τράπεζας της Ελλάδος εκτιμάται συνέχιση της ελαφράς βελτίωσης, καθώς η ποσοστιαία άνοδος του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αναμένεται να παραμείνει χαμηλότερη για την Ελλάδα σε σχέση με τους εμπορικούς της εταίρους σε 2,0%, έναντι 3,0% στη ζώνη του ευρώ και 3,2% στην ΕΕ-27.²² Η ευνοϊκή διαφορά για την Ελλάδα θα οφείλεται εν μέρει στην υψηλότερη αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας το 2025 (1,0%), έναντι 0,6% στην ευρωζώνη και 0,9% στην ΕΕ-27, και εν μέρει στις χαμηλότερες μισθολογικές αυξήσεις σε σχέση με εκείνες των εμπορικών εταίρων της ΕΕ.²³ Όσον αφορά το σχετικό δείκτη έναντι μόνο των εμπορικών εταίρων στη ζώνη του ευρώ, μετά από πολλά έτη βελτίωσης, καταγράφηκε στασιμότητα το 2024, ωστόσο η βελτίωση επανήλθε το πρώτο εξάμηνο του 2025.

Η θέση της Ελλάδος στους παγκόσμιους σύνθετους δείκτες διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας παραμένει σχετικά στάσιμη το 2024. Η γεφύρωση του χάσματος ανταγωνιστικότητας, και ιδιαίτερα σε όρους καινοτομίας, τεχνολογίας και παραγωγικών επενδύσεων, αναμένεται να επιταχυνθεί με την υλοποίηση των έργων του RRF. Ειδικότερα, σύμφωνα με τον παγκόσμιο δείκτη ανταγωνιστικότητας που καταρτίζει το IMD (17.6.2025), η κατάταξη της Ελλάδος υποβιβάστηκε κατά 3 θέσεις, όσο δηλαδή και συνολικά η γεωγραφική ομάδα των 45 χωρών στην οποία ανήκει η Ελλάδα. Βελτίωση καταγράφηκε στην επίδοση της εγχώριας οικονομίας και των διεθνών επενδύσεων, ενώ επιδείνωση καταγράφηκε στον υποδείκτη επιχειρηματικής αποτελεσματικότητας και σχεδόν αμετάβλητη παρέμεινε η σχετική κατάταξη στους υποδείκτες αποτελεσματικότητας του δημόσιου τομέα και των υποδομών. Οι κύριες προκλήσεις για την Ελλάδα περιλαμβάνουν:

22 European Commission, όπ.π.

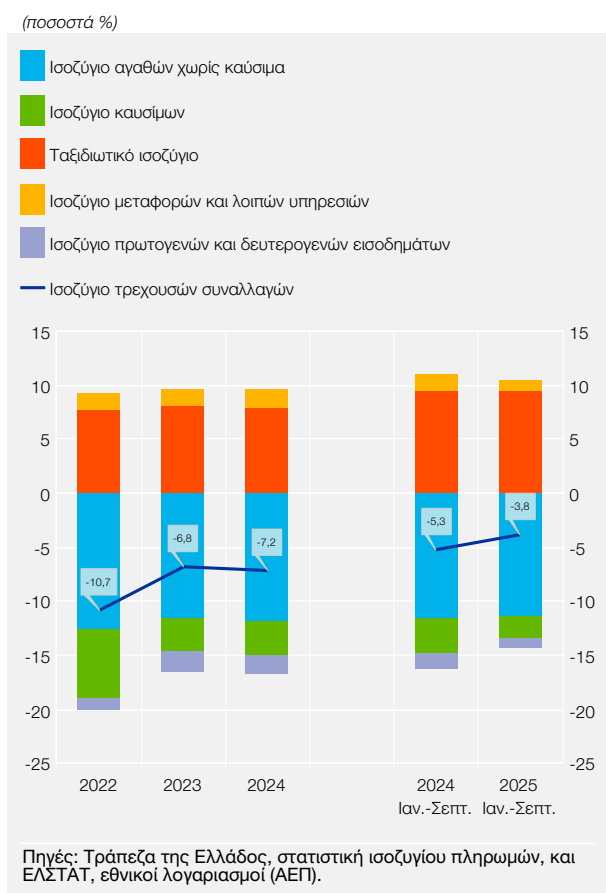
23 Για το 2025, αύξηση 3,0% στις αμοιβές ανά εργαζόμενο στην Ελλάδα, 3,6% στην ευρωζώνη και 4,0% στην ΕΕ-27.

την ανάγκη για μεταρρύθμιση στην αγορά εργασίας προκειμένου να αντιμετωπιστούν οι ελλείψεις εργατικού δυναμικού και οι αναντιστοιχίες δεξιοτήτων σε κρίσιμους τομείς, την προώθηση επενδύσεων που δημιουργούν θέσεις εργασίας στο μεταποιητικό τομέα, την αύξηση της ανθεκτικότητας της οικονομίας, τη βελτίωση της αποτελεσματικότητας του συστήματος απονομής της δικαιοσύνης (ιδίως με τη μείωση της διάρκειας επίλυσης των εμπορικών διαφορών) και την εισαγωγή πολιτικών που διευκολύνουν τη διπλή μετάβαση (πράσινη και ψηφιακή) των επιχειρήσεων, με ιδιαίτερη έμφαση στην ενέργεια και τη μείωση του διοικητικού βάρους. Σύμφωνα με το διεθνή δείκτη φορολογικής ανταγωνιστικότητας του Tax Foundation (21.10.2025), ο οποίος εξετάζει πάνω από 40 μεταβλητές φορολογίας, η κατάταξη της Ελλάδος βελτιώθηκε κατά 3 θέσεις και κατατάχθηκε στην 23η θέση μεταξύ 38 κρατών. Σύμφωνα με την έκθεση, βελτιώθηκε η κατάταξη στη φορολόγηση φυσικών προσώπων, κατανάλωσης και, σε μικρότερο βαθμό, επιχειρήσεων, ενώ επιδεινώθηκε στους φόρους ακίνητης περιουσίας και τους διασυννοριακούς φορολογικούς κανόνες.

5 ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΠΛΗΡΩΜΩΝ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΘΕΣΗ

Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών το πρώτο εννεάμηνο του 2025 περιορίστηκε κατά 2,2 δισεκ. ευρώ σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2024 και διαμορφώθηκε

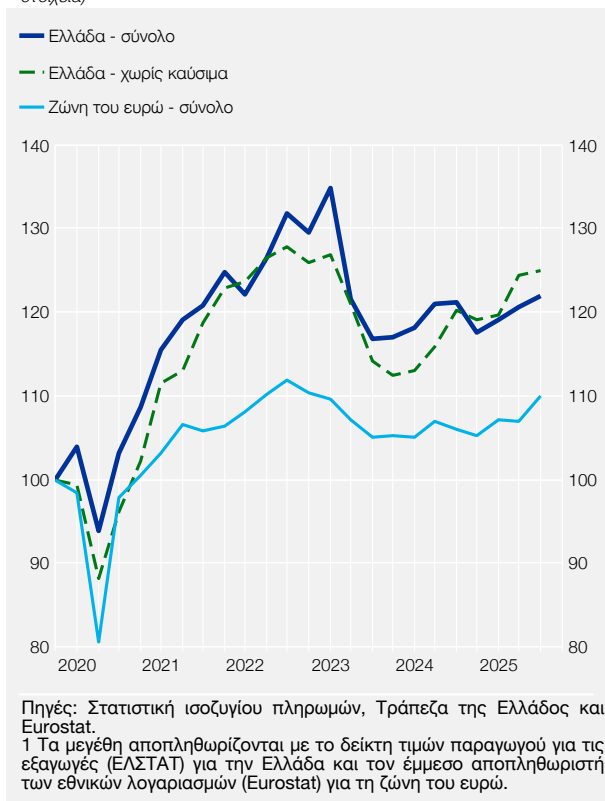
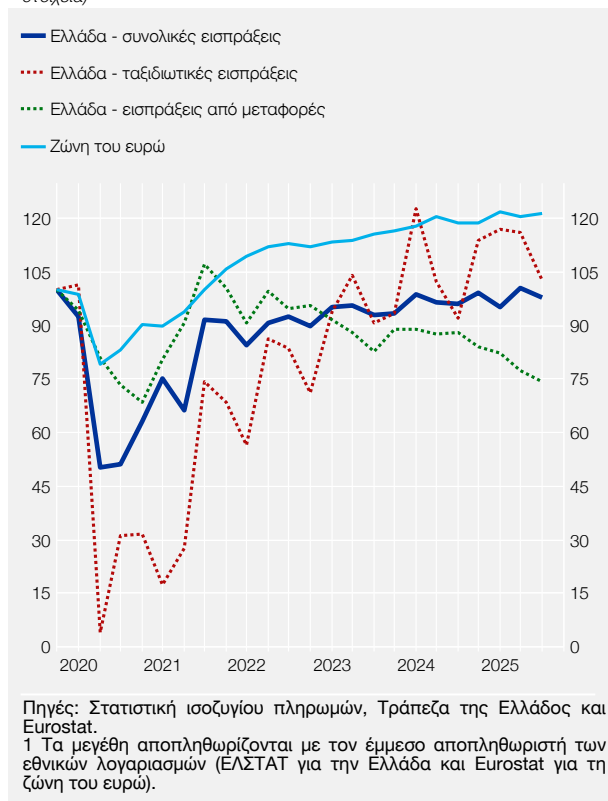
Διάγραμμα IV.18 Βασικά μεγέθη του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ως ποσοστού του ΑΕΠ (2022 - γ' τρίμηνο 2025)



σε 7,0 δισεκ. ευρώ. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στη βελτίωση που σημειώθηκε κυρίως στα ισοζύγια αγαθών και πρωτογενών εισοδημάτων και δευτερευόντως στο ισοζύγιο υπηρεσιών, ενώ το ισοζύγιο δευτερογενών εισοδημάτων κατέγραψε επιδείνωση (βλ. Πλαίσιο IV.4, Πίνακα 2 του Στατιστικού Παραρτήματος και Διάγραμμα IV.18).²⁴

Την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2025 το έλλειμμα του ισοζυγίου αγαθών συρρικνώθηκε λόγω της μείωσης του ελλείμματος του ισοζυγίου καυσίμων, η οποία αντισταθμίστηκε περίπου κατά το 1/3 από την επιδείνωση του ισοζυγίου λοιπών αγαθών (εκτός των καυσίμων). Ειδικότερα, η μείωση των εισαγωγών καυσίμων ήταν υψηλότερη από εκείνη των εξαγωγών και αντανάκλα την υποχώρηση τόσο των διεθνών τιμών των καυσίμων όσο και του όγκου τους. Ωστόσο, το έλλειμμα του ισοζυγίου λοιπών αγαθών επιδεινώθηκε, αφού οι εισαγωγές αυξήθηκαν περισσότερο – σε απόλυτους όρους – συγκριτικά με τις αντίστοιχες εξαγωγές. Σε σταθερές τιμές, οι εξαγωγές αγαθών χωρίς τα καύσιμα κατέγραψαν αύξηση κατά 5,7% και οι αντίστοιχες εισαγωγές κατά 2,2%. Η άνοδος των εξαγωγών συνδέεται με τους κλάδους πρωτίτως των τροφίμων-ποτών-καπνού και δευτερευόντως των χημικών και των βασικών μετάλλων. Τη μεγαλύτερη συμβολή στην αύξηση των σχετικών εισαγωγών είχαν τα καταναλωτικά

²⁴ Σε συνέχεια της εφαρμογής της απόφασης της Eurostat αριθ. 6577784/17.9.2024 σχετικά με τη συμπερίληψη των αναβαλλόμενων τόκων επί των δανείων του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF) στο απόθεμα χρέους, τα στοιχεία του ισοζυγίου πληρωμών και της διεθνούς επενδυτικής θέσης αναθεωρήθηκαν από το 2013 και εξής.

Διάγραμμα IV.19 Εξαγωγές αγαθών
(δ' τρίμηνο 2019 - γ' τρίμηνο 2025)(δείκτης δ' τρίμ. 2019=100, σε σταθερές τιμές,¹ εποχικώς διορθωμένα στοιχεία)**Διάγραμμα IV.20 Εξαγωγές υπηρεσιών**
(δ' τρίμηνο 2019 - γ' τρίμηνο 2025)(δείκτης δ' τρίμ. 2019=100, σε σταθερές τιμές,¹ εποχικώς διορθωμένα στοιχεία)

αγαθά (κυρίως μη διαρκή) και σε μικρότερο βαθμό τα ενδιάμεσα αγαθά, καθώς και ο μεταφορικός εξοπλισμός (βλ. Διάγραμμα IV.19).

Το υψηλότερο πλεόνασμα του ισοζυγίου υπηρεσιών το πρώτο εννεάμηνο του 2025 συνδέεται με τη βελτίωση του ταξιδιωτικού ισοζυγίου, αν και η θετική του επίδραση περιορίστηκε από την επιδείνωση του ισοζυγίου μεταφορών και λοιπών υπηρεσιών (βλ. Διάγραμμα IV.20). Οι εισπράξεις από ταξιδιωτικές υπηρεσίες υπερέβησαν το επίπεδο του 2024 κατά 9,0% σε τρέχουσες τιμές. Η εξέλιξη αυτή προήλθε από την άνοδο κατά 4,0% των αφίξεων μη κατοίκων ταξιδιωτών και την άνοδο κατά 4,3% της μέσης δαπάνης ανά ταξίδι. Οι ταξιδιωτικές εισπράξεις αυξήθηκαν κατά 6,3% σε σταθερές τιμές, βάσει του σταθμισμένου δείκτη τιμών για τον τουρισμό.²⁵ Ειδικότερα, οι τιμές των αγαθών και υπηρεσιών που περιλαμβάνονται στις ταξιδιωτικές δαπάνες, όπως καταγράφονται από το σταθμισμένο δείκτη τιμών τουρισμού, σημείωσαν άνοδο κατά 5,1% το πρώτο εννεάμηνο του 2025, έναντι 4,9% την αντίστοιχη περίοδο του 2024.²⁶ Οι κύριες αγορές προέλευσης ταξιδιωτών²⁷ συνεχίζουν να τροφοδοτούν άνω του 40% των αφίξεων και το ήμισυ των εισπράξεων. Ωστόσο, η μεγαλύτερη δυναμική, τόσο ως προς τις πραγματοποιούμενες δαπάνες ανά ταξίδι όσο και στη διάρκεια παραμονής, καταγράφεται από τις χώρες εκτός ΕΕ και δη τις πιο μακρινές. Παρά την πτώση της μέσης διάρκειας παραμονής, οι αυξημένες δαπάνες ανά διανυκτέρευση προήλθαν, εκτός από την άνοδο των τιμών, και από την αναβάθμιση της

25 Για τον υπολογισμό του δείκτη και τη στάθμιση των κατηγοριών, βλ. Τράπεζα της Ελλάδος (2023), *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2022*, Πλαίσιο IV.3 "Επιδόσεις και μεταβολές στην οικονομική δραστηριότητα του τουρισμού μετά την πανδημία".

26 Συγκεκριμένα, οι επιμέρους μεταβολές για τις κύριες κατηγορίες αγαθών και υπηρεσιών που περιλαμβάνονται στην ταξιδιωτική δαπάνη διαμορφώθηκαν ως εξής: καταλύματα +7,1%, εστίαση +6,0%, μεταφορές +0,3%, πολιτιστικές δραστηριότητες και αναψυχή +2,6% και αγορά διαφόρων αγαθών +3,2%.

27 Οι κύριες αγορές περιλαμβάνουν τις χώρες: Γαλλία, Γερμανία, Ιταλία, Ηνωμένο Βασίλειο και ΗΠΑ.

ποιότητας των διαθέσιμων καταλυμάτων και τις νέες επενδύσεις. Κατά το πρώτο εξάμηνο του 2025 το μερίδιο των εισπράξεων στους κύριους νησιωτικούς προορισμούς της χώρας, δηλαδή στις Περιφέρειες Νοτίου Αιγαίου, Κρήτης και Ιονίων Νήσων, διευρύνθηκε κατά 2,5 ποσοστιαίες μονάδες, γεγονός που καταδεικνύει την επέκταση της τουριστικής περιόδου, η οποία ήταν σημαντικότερη το β' τρίμηνο του έτους. Επισημαίνεται ότι και οι πληρωμές για ταξιδιωτικές υπηρεσίες καταγράφουν αξιοσημείωτη ανοδική πορεία.

Το πλεόνασμα του ισοζυγίου μεταφορών συρρικνώθηκε τους πρώτους εννέα μήνες του 2025 λόγω της πτώσης των καθαρών εισπράξεων από θαλάσσιες μεταφορές, συνεπεία των σχετικών εξελίξεων στους ναύλους και σε μικρότερο βαθμό της ανατίμησης του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ.²⁸ Ειδικότερα, αν και το μέσο επίπεδο των ναύλων – σύμφωνα με το δείκτη ClarkSea – κατέγραψε μικρή μείωση κατά περίπου 0,6% συγκριτικά με την αντίστοιχη περίοδο του 2024, η πτώση των ναύλων τόσο στα πλοία μεταφοράς (ξηρού) χύδην φορτίου όσο και στα πετρελαιοφόρα, δηλαδή στους κύριους κλάδους όπου δραστηριοποιείται η ελληνική ποντοπόρος ναυτιλία, ήταν της τάξεως του 20%, παρά τη βελτίωσή τους από τα μέσα του 2025. Τέλος, η επιδείνωση του ισοζυγίου λοιπών υπηρεσιών προέρχεται από την αύξηση των πληρωμών, η οποία ήταν υψηλότερη από εκείνη των εισπράξεων. Συγκεκριμένα, η άνοδος των καθαρών πληρωμών για υπηρεσίες τηλεπικοινωνιών, πληροφορικής και πληροφόρησης καθώς και για ασφαλιστικές υπηρεσίες αντισταθμίστηκε εν μέρει από την αύξηση των καθαρών εισπράξεων για λοιπές επιχειρηματικές υπηρεσίες.

Το έλλειμμα του ισοζυγίου πρωτογενών εισοδημάτων συρρικνώθηκε κατά 896,0 εκατ. ευρώ την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2025 σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του 2024 και διαμορφώθηκε σε 3,9 δισεκ. ευρώ, καθώς οι καθαρές πληρωμές για τόκους μειώθηκαν. Το ισοζύγιο δευτερογενών εισοδημάτων σημείωσε μικρότερο πλεόνασμα το πρώτο εννιάμηνο του 2025 συγκριτικά με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους, με τη μείωση των καθαρών εισπράξεων των λοιπών τομέων της οικονομίας να υπερβαίνει τη μείωση των καθαρών πληρωμών της γενικής κυβέρνησης.²⁹

Το ισοζύγιο κεφαλαίων κατέγραψε πλεόνασμα τους πρώτους εννέα μήνες του 2025, έναντι ελλείμματος την αντίστοιχη περίοδο του 2024, με το ισοζύγιο της γενικής κυβέρνησης να βελτιώνεται, καθώς αυξήθηκαν οι καθαρές εισπράξεις λόγω της εκταμίευσης της 5ης δόσης από τον RRF το Μάιο.

Την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2025 οι εισπράξεις μέσω του RRF ανήλθαν σε 1,3 δισεκ. ευρώ υπό τη μορφή επιχορηγήσεων και 1,8 δισεκ. ευρώ υπό τη μορφή δανείων. Τον Οκτώβριο η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εισηγήθηκε θετικά για το 6ο αίτημα της Ελλάδας για επιχορηγήσεις της τάξεως των 2,1 δισεκ. ευρώ, μετά την επιτυχή εκπλήρωση 39 οροσήμων και στόχων – με την εκταμίευση να πραγματοποιείται στις 26 Νοεμβρίου 2025.³⁰ Το πρώτο εννιάμηνο του 2025 οι αγροτικές επιδοτήσεις ανήλθαν σε 2,3 δισεκ. ευρώ και, σύμφωνα με στοιχεία της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, από το Πολυετές Δημοσιονομικό Πλαίσιο (ΠΔΠ) 2021-2027 εκταμιεύθηκαν 1,6 δισεκ. ευρώ την ίδια περίοδο, με την Ελλάδα να βρίσκεται πάνω από το μέσο όρο της ΕΕ.^{31,32} Ο ρυθμός εκταμιεύσεων αναμένεται να επιταχυνθεί προς το τέλος της προγραμματικής περιόδου, όπως έχει παρατηρηθεί και στα προηγούμενα προγράμματα.³³

28 Σημειώνεται ότι το δολάριο ΗΠΑ είναι το βασικό νόμισμα συναλλαγών στον κλάδο της εμπορικής ναυτιλίας.

29 Η εισροή από την αναδιανομή του νομισματικού εισοδήματος του Ευρωσυστήματος τον Ιανουάριο του 2025 σε επίπεδο αντίστοιχο με εκείνο του 2024 συνέβαλε στη διαμόρφωση του πλεονάσματος του ισοζυγίου δευτερογενών εισοδημάτων.

30 Σωρευτικά, έως το τέλος του Νοεμβρίου 2025, η απορρόφηση των πόρων του RRF ανερχόταν σε 66,1% για τις επιχορηγήσεις και 64,3% για τα δάνεια.

31 Το 2024 οι αγροτικές επιδοτήσεις και οι εισπράξεις από τα διαρθρωτικά ταμεία της ΕΕ ανήλθαν σε 1,9 δισεκ. ευρώ και 1,5 δισεκ. ευρώ αντίστοιχα.

32 Σύμφωνα με στοιχεία της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, έως το τέλος του Νοεμβρίου 2025 οι σωρευτικές εισροές από τα διαρθρωτικά ταμεία του ΠΔΠ 2021-2027 ανέρχονται σε 4,2 δισεκ. ευρώ.

33 Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος (2025), *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2024*, Πλαίσιο IV.5 "Πορεία υλοποίησης των τακτικών ενωσιακών προγραμμάτων 2014-2020 και 2021-2027 και η επίδρασή τους στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών".

Στην κατηγορία των ξένων άμεσων επενδύσεων (ΞΑΕ), και συγκεκριμένα στις υποχρεώσεις κατοίκων έναντι του εξωτερικού, που αντιστοιχούν στις άμεσες επενδύσεις μη κατοίκων στην Ελλάδα, το πρώτο εννεάμηνο του 2025 οι συνολικές ροές ανήλθαν σε 8,6 δισεκ. ευρώ. Η εξέλιξη αυτή περιλαμβάνει και τον εταιρικό μετασχηματισμό της Metlen Energy & Metals, που πραγματοποιήθηκε τον Αύγουστο του 2025.³⁴ Το εναπομείναν τμήμα των ροών παρέμεινε υψηλότερο συγκριτικά με εκείνο της αντίστοιχης περιόδου του 2024, αντιστακώνοντας κυρίως επενδύσεις σε μετοχές και σε ακίνητα. Ωστόσο, η κατανομή τους στους κλάδους που προσελκύουν περισσότερο τις ΞΑΕ είναι διαφορετική συγκριτικά με αυτή του 2024. Οι ΞΑΕ πλέον κατευθύνονται κυρίως στους κλάδους της μεταποίησης και σε μικρότερο ποσοστό σε εκείνον των ακινήτων (διαχείριση και ιδιωτικές αγοραπωλησίες), ενώ έχουν ενισχυθεί επίσης οι κλάδοι του χονδρικού και λιανικού εμπορίου, καθώς και των κατασκευών. Ως προς τις απαιτήσεις κατοίκων έναντι του εξωτερικού, δηλαδή τις ΞΑΕ της Ελλάδος στο εξωτερικό, οι ροές το πρώτο εννεάμηνο του 2025 ήταν αυξημένες σε σύγκριση με τις αντίστοιχες του προηγούμενου έτους και ανήλθαν σε 2,6 δισεκ. ευρώ, αντιστακώνοντας κυρίως επενδύσεις σε εξαγορές και συγχωνεύσεις. Η σημαντικότερη συναλλαγή αφορά την ολοκλήρωση της αγοράς μετοχών της Ελληνικής Τράπεζας Δημόσιας Εταιρείας Λτδ (Κύπρος) από τη Eurobank A.E.

Όσον αφορά τη διεθνή επενδυτική θέση (ΔΕΘ), στο τέλος του β' τριμήνου του 2025 οι καθαρές υποχρεώσεις της χώρας έναντι του εξωτερικού αυξήθηκαν κατά 13,4 δισεκ. ευρώ συγκριτικά με το τέλος του 2024 και διαμορφώθηκαν σε 338,9 δισεκ. ευρώ (140% του ΑΕΠ). Η επιδείνωση αυτή αντανάκλα πρωτίστως την αύξηση των καθαρών υποχρεώσεων των λοιπών τομέων της οικονομίας και τη μείωση των καθαρών απαιτήσεων των λοιπών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και δευτερευόντως την άνοδο των καθαρών υποχρεώσεων της γενικής κυβέρνησης, η οποία αντισταθμίστηκε μερικώς από τη βελτίωση της καθαρής θέσης της Τράπεζας της Ελλάδος.

34 Metlen Energy & Metals, “Ανακοίνωση αποτελεσμάτων δημόσιας πρότασης”, 29.7.2025.

Πλαίσιο IV.4

Η ΕΝΣΩΜΑΤΩΣΗ ΤΩΝ ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΩΝ ΤΟΚΩΝ ΕΠΙ ΤΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ ΤΟΥ ΕFSF ΣΤΟΥΣ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥΣ ΤΟΥ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ ΤΟΜΕΑ

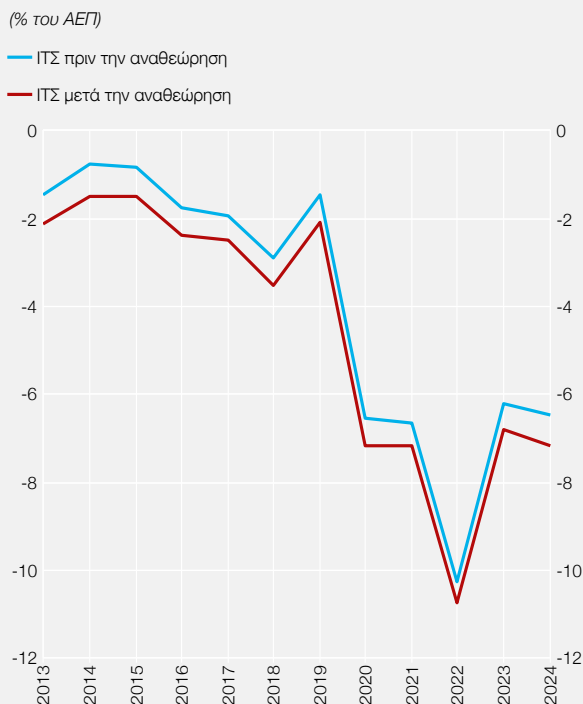
Ως μέρος των μέτρων ελάφρυνσης για τη βιωσιμότητα του ελληνικού χρέους, αποφασίστηκε στα τέλη του 2012 η μετάθεση, κατά 10 έτη, των πληρωμών τόκων για δάνεια που είχαν χορηγηθεί από το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF) στο πλαίσιο του δεύτερου προγράμματος οικονομικής προσαρμογής.¹ Εν συνεχεία, στα μέσα του 2018 αποφασίστηκε η περαιτέρω αναβολή πληρωμών τόκων για άλλα 10 έτη (από το 2023 στο 2033) οι οποίες αφορούσαν δάνεια EFSF ύψους 96,4 δισεκ. ευρώ.² Τον Οκτώβριο του 2024, στη δεύτερη κοινοποίηση των δημοσιονομικών στοιχείων από την ΕΛΣΤΑΤ, υπήρξε μεθοδολογική αλλαγή στη στατιστική μεταχείριση των αναβαλλόμενων τόκων επί των δανείων του EFSF. Η αλλαγή αφορούσε την αναδρομική, από το 2013, στατιστική ενσωμάτωσή τους ως δεδουλευμένων τόκων στο δημόσιο χρέος, οι οποίοι θα καταβληθούν μετά την περίοδο της προαναφερθείσας αναβολής.³

Στο πλαίσιο της ετήσιας αναθεώρησης των λογαριασμών του εξωτερικού τομέα το 2025, τα στοιχεία του ισοζυγίου πληρωμών και της διεθνούς επενδυτικής θέσης αναθεωρήθηκαν για τα έτη από το 2013 και έπειτα, ώστε να αποτυπωθεί η προαναφερθείσα μεθοδολογική αλλαγή και να γίνει συμβατή η απεικόνιση των στατιστικών στοιχείων

1 [Eurogroup statement on Greece of 27 November 2012.](#)

2 [Eurogroup statement on Greece of 22 June 2018.](#)

3 Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2024*, Κεφάλαιο V, Ενότητα 5.5, σελ. 115-116, καθώς και European Commission – Eurostat, “Methodological treatment of the deferred interest on EFSF loans – Article 10 par.1 Council Regulation (EC) 479/2009 clarification request”, 17.9.2024.

Διάγραμμα Α Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών πριν και μετά την αναθεώρηση

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος (για το ΙΤΣ) και ΕΛΣΤΑΤ (για το ΑΕΠ).

Διάγραμμα Β Καθαρή διεθνής επενδυτική θέση πριν και μετά την αναθεώρηση

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος (για τη ΔΕΘ) και ΕΛΣΤΑΤ (για το ΑΕΠ).

του εξωτερικού τομέα με εκείνη των δημοσιονομικών στοιχείων και των εθνικών λογαριασμών.⁴ Η αναθεώρηση είχε ως αποτέλεσμα την καταγραφή υψηλότερου ελλείμματος στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ) και την αύξηση των καθαρών υποχρεώσεων της χώρας προς το εξωτερικό.

Στο ισοζύγιο πληρωμών, καταγράφηκε ισόποση αύξηση τόσο στις πληρωμές τόκων της γενικής κυβέρνησης στο ισοζύγιο των πρωτογενών εισοδημάτων όσο και στις υποχρεώσεις της γενικής κυβέρνησης στο ισοζύγιο των λοιπών επενδύσεων. Η αναθεώρηση αυτή οδήγησε στην καταγραφή υψηλότερου ελλείμματος στο ΙΤΣ για τα έτη 2013-24, με διαφορά της τάξεως του 0,6% του ΑΕΠ κατά μέσο όρο ετησίως (βλ. Διάγραμμα Α).⁵ Συγκεκριμένα, το 2024 το έλλειμμα του ΙΤΣ διαμορφώθηκε σε 16,9 δισεκ. ευρώ (7,2% του ΑΕΠ) από 15,3 δισεκ. ευρώ (6,4% του ΑΕΠ) πριν την αναθεώρηση (βλ. τον πίνακα). Ωστόσο, η τάση του ελλείμματος του ΙΤΣ από το 2013 δεν έχει μεταβληθεί και συνεπώς η βελτίωση του ελλείμματος κατά τους πρώτους επτά μήνες του 2025 έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2024 διατηρήθηκε.

Παράλληλα, αναθεωρήθηκαν και τα στοιχεία της διεθνούς επενδυτικής θέσης (ΔΕΘ), καθώς και του εξωτερικού χρέους, αφού η ενσωμάτωση των αναβαλλόμενων τόκων των δανείων EFSF στο χρέος της γενικής κυβέρνησης αποτυπώθηκε ως αύξηση των υποχρεώσεων της γενικής κυβέρνησης προς το εξωτερικό στην κατηγορία των λοιπών επενδύσεων (μακροπρόθεσμα δάνεια). Στο τέλος του 2024 η αύξηση αυτή στη ΔΕΘ αντιστοιχούσε σε περίπου 5,9 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ και οι καθαρές υποχρεώσεις της χώρας προς το εξωτερικό (καθαρή ΔΕΘ) ανήλθαν σε 325,5 δισεκ. ευρώ, έναντι 309,8 δισεκ. ευρώ πριν την αναθεώρηση (βλ. Διάγραμμα Β).

4 Σημειώνεται ότι, στο πλαίσιο της ετήσιας αναθεώρησης των λογαριασμών του εξωτερικού τομέα, πραγματοποιήθηκαν και άλλες αναθεωρήσεις. Ωστόσο, οι μεταβολές που επήλθαν τόσο στο ισοζύγιο πληρωμών όσο και στη διεθνή επενδυτική θέση συνδέονται σχεδόν εξ ολοκλήρου με την ενσωμάτωση των αναβαλλόμενων τόκων των δανείων EFSF.

5 Το ποσό των αναβαλλόμενων τόκων των δανείων EFSF δεν είναι σταθερό κάθε έτος και συνεπώς η μεταβολή του ελλείμματος του ΙΤΣ που προκύπτει από την ενσωμάτωσή τους διαφέρει από έτος σε έτος.

Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών σε δισεκ. ευρώ και ως ποσοστό του ΑΕΠ

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Αναθεωρημένο ΙΤΣ												
δισεκ. ευρώ	-3,8	-2,6	-2,6	-4,1	-4,4	-6,4	-3,9	-12,0	-13,3	-22,2	-15,3	-16,9
% του ΑΕΠ	-2,1%	-1,5%	-1,5%	-2,4%	-2,5%	-3,5%	-2,1%	-7,2%	-7,2%	-10,7%	-6,8%	-7,2%
ΙΤΣ πριν την αναθεώρηση												
δισεκ. ευρώ	-2,6	-1,3	-1,4	-3,1	-3,4	-5,2	-2,7	-11,0	-12,3	-21,2	-13,9	-15,3
% του ΑΕΠ	-1,5%	-0,7%	-0,8%	-1,7%	-1,9%	-2,9%	-1,5%	-6,5%	-6,6%	-10,3%	-6,2%	-6,4%
Μεταβολή												
δισεκ. ευρώ	-1,2	-1,3	-1,2	-1,1	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0	-1,0	-1,4	-1,7
% του ΑΕΠ	-0,7%	-0,8%	-0,7%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,5%	-0,5%	-0,6%	-0,7%

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος (για το ΙΤΣ) και ΕΛΣΤΑΤ (για το ΑΕΠ).

Συμπερασματικά, η αναθεώρηση των στοιχείων του εξωτερικού τομέα για τα έτη 2013-24, μετά τη μεθοδολογική αλλαγή στη στατιστική μεταχείριση των αναβαλλόμενων τόκων επί των δανείων του EFSF, οδήγησε στην αύξηση τόσο του ελλείμματος του ΙΤΣ όσο και των καθαρών υποχρεώσεων της χώρας προς το εξωτερικό. Ωστόσο, η εξέλιξη αυτή δεν συνετέλεσε σε σημαντική μεταβολή της πορείας που είχε καταγραφεί στο ισοζύγιο πληρωμών και στη ΔΕΘ.

6 ΟΙ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Η ελληνική οικονομία αναμένεται να διατηρήσει σταθερή αναπτυξιακή δυναμική τα επόμενα έτη και να συνεχίσει να μεγεθύνεται με ρυθμούς ταχύτερους από το μέσο όρο της ευρωζώνης, μειώνοντας, αν και πολύ σταδιακά, την απόκλιση από το μέσο επίπεδο του πραγματικού κατά κεφαλήν ΑΕΠ στην ΕΕ. Σύμφωνα με τις τρέχουσες προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ το 2025, το 2026 και το 2027 αναμένεται να διαμορφωθεί σε 2,1% και να μεταβληθεί οριακά σε 2,0% το 2028. Βασικότερη συνιστώσα της μεγέθυνσης αναμένεται να είναι η κατανάλωση, ενώ οι επενδύσεις και οι εξαγωγές θα συνεχίσουν να συμβάλλουν θετικά (βλ. Πίνακα IV.8).

Πιο αναλυτικά, η ιδιωτική κατανάλωση αναμένεται ότι κατά την περίοδο της πρόβλεψης θα αυξηθεί με μέσο ρυθμό 2,0%. Η υψηλή κατανάλωση υποστηρίζεται από την ενίσχυση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, καθώς προβλέπεται ότι η απασχόληση θα συνεχίσει να ανακάμπτει, οι μισθοί θα αυξάνονται και ο πληθωρισμός θα υποχωρεί σταδιακά. Αντίθετα, η συμβολή της δημόσιας κατανάλωσης στην ανάπτυξη τα επόμενα έτη αναμένεται αρκετά ηπιότερη.

Οι επενδύσεις εκτιμάται ότι θα αυξηθούν με υψηλό ρυθμό περίπου 7,3% τα έτη 2025-26, ενώ με το πέρας της περιόδου εφαρμογής του NGEU το 2026 ο ρυθμός αύξησής τους θα μετριαστεί το 2027-28. Εντούτοις, αναμένεται ότι η υλοποίηση των επενδύσεων θα έχει δευτερογενείς επιδράσεις, επηρεάζοντας την οικονομική ανάπτυξη και μετά το 2026. Παρότι όλα τα δάνεια του RRF θα έχουν εκταμιευθεί έως το τέλος του 2026, το δανειακό σκέλος θα συνεχίσει να χρηματοδοτεί την οικονομία, καθώς οι ενδιαμέσσοι φορείς υλοποίησης, ιδίως οι εμπορικές τράπεζες, θα συνεχίσουν να εκταμιεύουν δόσεις δανείων προς τους τελικούς δικαιούχους και μετά το 2026. Σημειώνεται ότι οι ιδιωτικές επενδύσεις εξαιρουμένων των κατοικιών, οι οποίες αποτελούν περίπου το 60% των συνολικών επενδύσεων και είναι οι πιο παραγωγικές, θα καταγράψουν υψηλότερους ρυθμούς αύξησης από ό,τι την προηγούμενη περίοδο, καθώς αναμένεται μια επιπρόσθετη κινητοποίηση ιδιωτικών επενδύσεων λόγω των υψηλών – δημόσιων κυρίως – επενδύσεων που προηγήθηκαν. Οι δημόσιες επενδύσεις αναμένεται ότι θα

Πίνακας IV.8 Μακροοικονομικές προβλέψεις για την Ελλάδα¹

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2024	2025	2026	2027	2028
ΑΕΠ (σταθερές τιμές)	2,1	2,1	2,1	2,1	2,0
Ιδιωτική κατανάλωση	2,4	2,0	2,1	2,0	1,8
Δημόσια κατανάλωση	-2,6	0,1	0,6	1,1	1,1
Επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	4,5	6,1	8,6	1,7	3,7
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	1,0	2,8	2,9	3,8	4,0
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	4,8	2,8	4,3	3,1	3,3
ΕνΔΤΚ	3,0	2,8	2,1	2,2	2,5
ΕνΔΤΚ χωρίς είδη διατροφής και ενέργεια	3,6	3,6	2,4	2,0	2,3
Αμοιβές ανά μισθωτό ²	5,8	4,3	4,3	4,1	3,9
Μοναδιαίο κόστος εργασίας	4,6	3,2	3,3	3,0	2,8
Απασχόληση	0,9	1,0	1,1	1,0	1,0
Ανεργία (% του εργατικού δυναμικού)	10,1	9,2	8,6	8,1	8,0
Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)	-7,2	-6,0	-5,7	-5,8	-5,7

Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ και Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Οι προβλέψεις για την περίοδο 2025-2028 ενσωματώνουν όλη τη διαθέσιμη πληροφόρηση έως τις 3.12.2025 και συνεπώς δεν λαμβάνουν υπόψη τα πρόσφατα στοιχεία των εθνικών λογαριασμών για το γ' τρίμηνο του 2025.

2 Σύμφωνα με τα στοιχεία των εθνικών λογαριασμών.

καταγράφουν ισχυρό αρνητικό ρυθμό μεταβολής το 2027, λόγω της ολοκλήρωσης καταβολής πόρων από τον RRF. Οι επενδύσεις σε κατοικίες αναμένεται ότι θα συνεχίσουν να αυξάνονται τα επόμενα έτη, καλύπτοντας μέρος της διαφοράς τους από τον ιστορικό μέσο όρο τους ως ποσοστό του ΑΕΠ.

Οι συνολικές εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών προβλέπεται ότι θα συνεχίσουν να αυξάνονται με μέσο ρυθμό 3,4% τα επόμενα έτη, συμβαδίζοντας με την ενισχυμένη ανταγωνιστικότητα των ελληνικών προϊόντων και την αναμενόμενη βελτίωση της εξωτερικής ζήτησης. Ωστόσο, η συμβολή του εξωτερικού τομέα συνολικά στο ΑΕΠ θα είναι το προσεχές διάστημα ελαφρώς αρνητική, εξαιτίας της έντονης επενδυτικής δραστηριότητας, που θα προκαλέσει ταχεία αύξηση των εισαγωγών, αλλά και του υψηλού εισαγωγικού περιεχομένου της εγχώριας κατανάλωσης.

Η ανεργία εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί στο 9,2% το 2025, ενώ στη συνέχεια αναμένεται να αποκλιμακωθεί περαιτέρω σε 8,0% έως το τέλος της περιόδου πρόβλεψης, αντανakλώντας τη συνεχιζόμενη ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας τα επόμενα έτη. Όσον αφορά το κόστος εργασίας, εκτιμάται ότι σε όλη την περίοδο της πρόβλεψης, για το σύνολο της οικονομίας, οι ονομαστικές αμοιβές ανά μισθωτό θα αυξάνονται με υψηλούς ρυθμούς περίπου 4% ετησίως, κυρίως ως αποτέλεσμα της στενότητας στην αγορά εργασίας. Επισημαίνεται ότι η παραγωγικότητα της εργασίας για την οικονομία συνολικά εκτιμάται ότι θα αυξάνεται με χαμηλότερους ρυθμούς σε σχέση με τις αμοιβές ανά μισθωτό. Έτσι, αν δεν υπάρξουν αντίστοιχες εξελίξεις και στους εμπορικούς εταίρους της χώρας, τότε οι τάσεις αυτές ενδέχεται να πλήξουν τη διεθνή ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας σε όρους κόστους εργασίας.

Ο πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ θα συνεχίσει να αποκλιμακώνεται εντός της περιόδου πρόβλεψης. Το 2025 αναμένεται να παραμείνει υψηλός σε 2,8%, αντανakλώντας την επιμονή του πληθωρισμού των υπηρεσιών, λόγω κυρίως των αναμενόμενων αυξήσεων στις αμοιβές εργασίας και στα ενοίκια και των πιέσεων από την υψηλή τουριστική ζήτηση. Το 2026 και το 2027 ο πληθωρισμός θα υποχωρήσει σε 2,1% και 2,2% αντίστοιχα, ενώ το 2028 αναμένεται μια μικρή εφάπαξ επιτάχυνσή του σε 2,5%, λόγω ενσωμάτωσης της επίδρασης του διευρυμένου συστήματος εμπορίας δικαιωμάτων εκπομπών ρύπων στην ενεργειακή συνιστώσα του ΕνΔΤΚ.

Αναφορικά με το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, το έλλειμμα του ως ποσοστό του ΑΕΠ αναμένεται να περιοριστεί τα επόμενα έτη, λόγω της ενίσχυσης των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών και των εισροών τόσο από τον RRF όσο και από το ΠΔΠ 2021-2027, παρά την αύξηση των εισαγωγών επενδυτικών αγαθών. Ειδικότερα, για το 2026 η άνοδος των εγχώριων επενδύσεων, συνεπικουρούμενων από τα έργα που χρηματοδοτούνται από τον RRF, θα συντελέσει στην αύξηση των εισαγωγών επενδυτικών αγαθών και συνεπώς στην επιδείνωση του ισοζυγίου αγαθών. Όμως, η αύξηση των αφίξεων ταξιδιωτών, σε συνδυασμό με την επέκταση της τουριστικής περιόδου, το άνοιγμα σε νέες αγορές καθώς και η συνέχιση της δυναμικής στην κρουαζιέρα θα συμβάλουν στην αύξηση – αν και με χαμηλότερο ρυθμό – των εισπράξεων από ταξιδιωτικές υπηρεσίες.

Οι κίνδυνοι που περιβάλλουν τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος για την ανάπτυξη είναι κυρίως καθοδικοί. Αναλυτικότερα, κινδύνους για τις μεσοπρόθεσμες προοπτικές της ελληνικής οικονομίας αποτελούν: α) τυχόν επιδείνωση της γεωπολιτικής κρίσης στην Ουκρανία, καθώς και μια περαιτέρω αύξηση της οικονομικής αβεβαιότητας, που θα μπορούσε να επιδεινώσει το παγκόσμιο οικονομικό περιβάλλον, β) περαιτέρω ενίσχυση του εμπορικού προστατευτισμού διεθνώς, γ) ο επίμονος πληθωρισμός, δ) η στενότητα στην αγορά εργασίας και ενδεχόμενες μισθολογικές πιέσεις, ε) ενδεχόμενες φυσικές καταστροφές που συνδέονται με την κλιματική κρίση, στ) τυχόν χαμηλότερος του αναμενομένου ρυθμός απορρόφησης και αξιοποίησης των κονδυλίων του RRF και ζ) βραδύτερη του αναμενομένου υλοποίηση των απαραίτητων μεταρρυθμίσεων, με δυσμενείς επιδράσεις στην παραγωγικότητα της ελληνικής οικονομίας. Τυχόν ανοδικοί κίνδυνοι σχετίζονται με: α) υψηλότερο από τον αναμενόμενο δημοσιονομικό πολλαπλασιαστή για το 2026 και το 2027 και β) καλύτερες από τις αναμενόμενες εξελίξεις στον τουρισμό.

ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

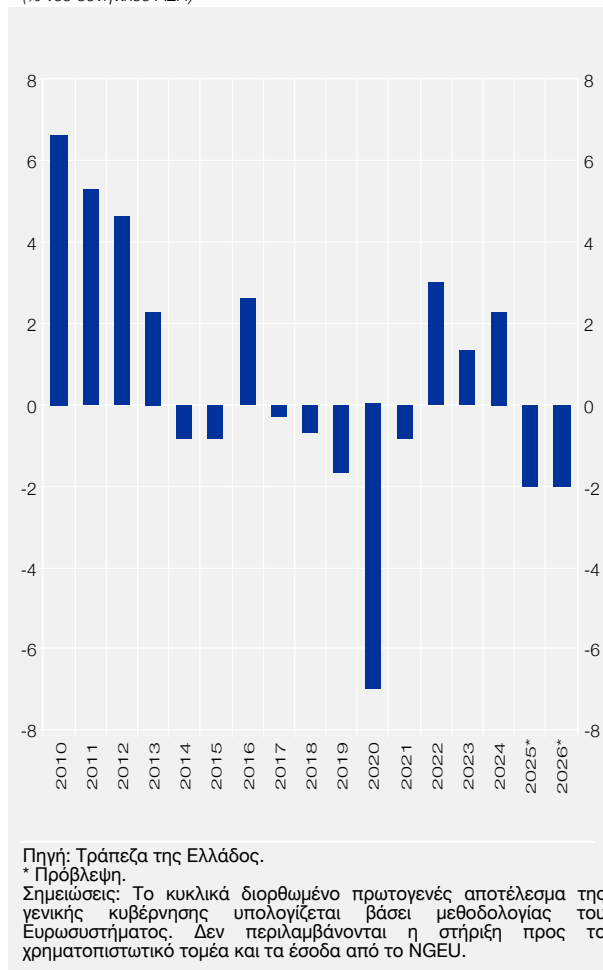
Μετά τις αξιοσημείωτες δημοσιονομικές επιδόσεις του 2024, η δημοσιονομική στρατηγική κατά τη διάρκεια του 2025 επικεντρώθηκε στην υλοποίηση των μέτρων του Προϋπολογισμού, αξιοποιώντας παράλληλα τον πρόσθετο δημοσιονομικό χώρο που δημιουργήθηκε το προηγούμενο έτος και ο οποίος επέτρεψε τη χρηματοδότηση επιπλέον μόνιμων δημόσιων δαπανών τόσο για επενδύσεις όσο και για τη στήριξη των ευάλωτων κοινωνικών ομάδων.

Η υπεραπόδοση των εσόδων έναντι των προβλέψεων του Προϋπολογισμού συνεχίζεται και το 2025, λόγω κυρίως της βελτίωσης της φορολογικής και ασφαλιστικής συμμόρφωσης μέσω της καταπολέμησης της φοροδιαφυγής και της εισφοροδιαφυγής, καθώς και λόγω της αποτελεσματικότερης λειτουργίας του φοροεισπρακτικού μηχανισμού χάρη στην πρόοδο της ψηφιοποίησης διαδικασιών και την επέκταση των ηλεκτρονικών συναλλαγών. Η διατήρηση αυτής της δυναμικής επέτρεψε τη λήψη μόνιμων επεκτατικών δημοσιονομικών μέτρων από το 2026, με έμφαση στη μείωση του φορολογικού βάρους για τη μεσαία τάξη, τις οικογένειες με παιδιά και τους νέους εργαζομένους. Η συνολική δημοσιονομική επίδοση της τελευταίας περιόδου οδήγησε σε αναβάθμιση της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης για την ελληνική οικονομία από τον οίκο Fitch Ratings.

Δεδομένης της αυξημένης αβεβαιότητας που χαρακτηρίζει το διεθνές περιβάλλον – ιδίως εξαιτίας των γεωπολιτικών εξελίξεων και της κλιματικής κρίσης – και λαμβάνοντας υπόψη τις σημαντικές προκλήσεις για την ελληνική και την ευρωπαϊκή οικονομία, ο μεσοπρόθεσμος σχεδιασμός της δημοσιονομικής πολιτικής θα πρέπει να εστιάζει στην αποτελεσματική διαχείριση των κινδύνων, διατηρώντας παράλληλα επαρκή ευελιξία για την αντιμετώπιση απρόβλεπτων εξελίξεων. Στο πλαίσιο αυτό, ο έλεγχος των δαπανών και η διατήρηση επαρκών δημοσιονομικών αποθεμάτων μπορούν να αυξήσουν την ανθεκτικότητα της οικονομίας, ενώ η ταχύτερη αποκλιμάκωση του χρέους μπορεί να ενισχύσει τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους. Η διατήρηση συνετής δημοσιονομικής πολιτικής, σε συνδυασμό με την ενισχυμένη εποπτεία εκ μέρους των ανεξάρτητων εθνικών δημοσιονομικών αρχών σύμφωνα με το νέο ευρωπαϊκό δημοσιονομικό πλαίσιο, διασφαλίζει τη συμμόρφωση με τους κανόνες του ευρωπαϊκού πλαισίου που εγγυώνται τη μόνιμη και διατηρήσιμη αποκλιμάκωση του δημόσιου χρέους. Η ενδυνάμωση των δημοσιονομικών θεσμών συμβάλλει καθοριστικά στη διασφάλιση της δημοσιονομικής βιωσιμότητας και ενισχύει την εμπιστοσύνη στην οικονομική πολιτική και την προβλεψιμότητα της δημοσιονομικής διαχείρισης, δημιουργώντας τις κατάλληλες προϋποθέσεις για

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

(% του δυνητικού ΑΕΠ)



περαιτέρω αναβαθμίσεις της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας. Παράλληλα, η συνέχιση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων αποτελεί βασική προϋπόθεση για ένα πιο αποδοτικό και δίκαιο δημοσιονομικό πλαίσιο, το οποίο εξασφαλίζει αποτελεσματική είσπραξη των φόρων και κατευθύνει τους δημόσιους πόρους σε παραγωγικές επενδύσεις που στηρίζουν τη μακροπρόθεσμη ανάπτυξη.

1 ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ¹

Η δημοσιονομική πολιτική την περίοδο 2025-26 εκτιμάται ότι θα μεταστραφεί σε επεκτατική, αντανakλώντας αφενός διακριτικά (discretionary) μέτρα πολιτικής με έμφαση στη μείωση του φορολογικού βάρους και αφετέρου την αύξηση των επενδυτικών δαπανών μέσω του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF). Η μείωση της άμεσης φορολογίας, ειδικά στη μισθωτή απασχόληση, αναμένεται να ενισχύσει την προσφορά εργασίας και να μειώσει το κόστος εργασίας για τις επιχειρήσεις, συμβάλλοντας στη συγκράτηση των μισθολογικών πιέσεων και κατ' επέκταση των πληθωριστικών προσδοκιών. Η μεταστροφή αυτή πραγματοποιείται σε ένα περιβάλλον σταδιακής χαλάρωσης της νομισματικής πολιτικής στην ευρωζώνη, γεγονός που καθιστά τη δημοσιονομική στήριξη σε γενικές γραμμές συμπληρωματική προς τις επιδιώξεις της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) για σταθεροποίηση του πληθωρισμού κοντά στο μεσοπρόθεσμο στόχο της. Η νέα φάση δημοσιονομικής επέκτασης έρχεται μετά από μια τριετία συσταλτικής δημοσιονομικής πολιτικής (2022-24), η οποία είχε λειτουργήσει ευθυγραμμισμένα με την αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής της ίδιας περιόδου (βλ. Διάγραμμα V.1, καθώς και Πλαίσιο IV.3).

1.1 Αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης για το 2024

Το 2024 σηματοδότησε ουσιαστική βελτίωση της δημοσιονομικής θέσης της χώρας, με το αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης να επιστρέφει σε πλεόνασμα, καταγράφοντας μία από τις καλύτερες επιδόσεις στην Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ). Σύμφωνα με τη δεύτερη κοινοποίηση των δημοσιονομικών στοιχείων για την περίοδο 2021-24 από την Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ) στο πλαίσιο της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος, τον Οκτώβριο του 2025 επιβεβαιώθηκε ότι το αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης επανήλθε σε θετικό πρόσημο για πρώτη φορά από το 2019, σημειώνοντας πλεόνασμα 1,2% του ΑΕΠ το 2024 από έλλειμμα 1,4% του ΑΕΠ το 2023 (βλ. Πίνακα V.1). Πρόκειται για το υψηλότερο δημοσιονομικό πλεόνασμα που έχει καταγραφεί από το 1995, αφότου ξεκίνησαν να τηρούνται εθνολογιστικά στοιχεία κατά ESA.² Το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης για το 2024 επίσης σημείωσε την υψηλότερη ιστορικά τιμή του και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 4,7% του ΑΕΠ, από πλεόνασμα 1,9% του ΑΕΠ το 2023, υπερβαίνοντας σημαντικά την πρόβλεψη του Προϋπολογισμού 2025 (2,5% του ΑΕΠ). Έναντι της πρώτης κοινοποίησης τον Απρίλιο, το πρωτογενές αποτέλεσμα του 2024 παρουσίασε οριακή μείωση κατά 0,1 ποσ. μον. του ΑΕΠ.³ Οι επιδόσεις αυτές αποτελούν ιστορικό ορόσημο για τα δημοσιονομικά δεδομένα τουλάχιστον της τελευταίας τριακονταετίας. Συγκριτικά με τις υπόλοιπες χώρες της ΕΕ, η Ελλάδα πέτυχε το τέταρτο υψηλότερο πρωτογενές πλεόνασμα ως ποσοστό του ΑΕΠ, ενώ είναι μία από τις μόλις έξι χώρες που κατέγραψαν πλεονασματικό συνολικό προϋπολογισμό.

1.2 Δημοσιονομικές εξελίξεις το 2025

Κατά το 2025 η πορεία των φορολογικών εσόδων υπερέβη σημαντικά τους δημοσιονομικούς στόχους, επιβεβαιώνοντας τη συνεχιζόμενη δυναμική της οικονομίας και τη βελτίωση της φορολογικής συμμόρφωσης. Σύμφωνα με τα εθνολογιστικά στοιχεία της γενικής κυβέρνησης για το πρώτο εξάμηνο του 2025, το πρωτογενές αποτέλεσμα διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 2,2%

1 Στο κεφάλαιο αυτό έχουν ληφθεί υπόψη στοιχεία και πληροφορίες που είχαν δημοσιευθεί έως τις 9.12.2025.

2 Χαμηλότερα δημοσιονομικά πλεονάσματα είχαν καταγραφεί κατά τα έτη 2016-19.

3 Η μικρή καθοδική αναθεώρηση του πρωτογενούς αποτελέσματος του 2024 οφείλεται πρωτίστως σε επικαιροποιημένα στοιχεία για τον ΔΑΠΕΕΠ (Διαχειριστής Ανανεώσιμων Πηγών Ενέργειας και Εγγυήσεων Προέλευσης).

Πίνακας V.1 Αποτελέσματα γενικής κυβέρνησης

(% του ΑΕΠ)

	2021	2022	2023	2024
Αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης¹ (στοιχεία εθνικών λογαριασμών – κριτήριο σύγκρισης)	-7,2	-2,6	-1,4	1,2
– Κεντρική κυβέρνηση	-8,0	-3,7	-1,6	0,8
– Οργανισμοί κοινωνικής ασφάλισης, οργανισμοί τοπικής αυτοδιοίκησης και ΝΠΔΔ	0,8	1,2	0,2	0,5
Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης	-4,8	-0,1	2,0	4,7

Πηγές: Υπουργείο Οικονομικών και ΕΛΣΤΑΤ.

¹ Στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ, όπως κοινοποιούνται στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή (διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος). Το άθροισμα των επιμέρους στοιχείων ενδέχεται να μη συμφωνεί με το σύνολο λόγω στρογγυλοποίησης.

του ΑΕΠ, παρουσιάζοντας βελτίωση κατά 0,8 ποσ. μον. έναντι του πρώτου εξαμήνου του 2024. Κατά την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2025 τα φορολογικά έσοδα υπερέβησαν τόσο τους στόχους του Προϋπολογισμού όσο και τις εκτιμήσεις της Ετήσιας Έκθεσης Προόδου για το έτος 2025 (ΕΕΠ 2025)⁴ του Μεσοπρόθεσμου Δημοσιονομικού-Διαρθρωτικού Σχεδίου (ΜΔΣ) 2025-2028. Η εξέλιξη αυτή αντανάκλα πρωτίστως βελτιωμένες επιδόσεις όσον αφορά την αύξηση των εισοδημάτων, την κερδοφορία των επιχειρήσεων, την απασχόληση και τη φορολογική συμμόρφωση, ενώ δευτερευόντως συνδέεται με την επίδραση του υψηλότερου του αναμενομένου πληθωρισμού. (Για μια λεπτομερή ανάλυση των εξελίξεων το 2025, βλ. Ενότητα V.4).

Ειδικότερα, αξίζει να επισημανθεί ότι μέρος της υπεραπόδοσης των εσόδων το 2025, όπως και το 2024, οφείλεται στη βελτίωση της φορολογικής και ασφαλιστικής συμμόρφωσης μέσω της καταπολέμησης της φοροδιαφυγής και της εισφοροδιαφυγής. Διακριτικά μέτρα πολιτικής, όπως η ευρύτερη χρήση ψηφιακών εργαλείων και ηλεκτρονικών συναλλαγών, ενίσχυσαν την αποτελεσματικότητα του φοροεισπρακτικού μηχανισμού, ενώ η επέκταση της εφαρμογής της ψηφιακής κάρτας εργασίας συνέβαλε στην αύξηση των εσόδων από ασφαλιστικές εισφορές. Το γεγονός αυτό επέτρεψε τη λήψη δέσμης μόνιμων επεκτατικών δημοσιονομικών μέτρων ύψους 1,76 δισεκ. ευρώ για το 2026, η οποία ανακοινώθηκε στη Διεθνή Έκθεση Θεσσαλονίκης το Σεπτέμβριο. Η δέσμη περιλαμβάνει φορολογικές ελαφρύνσεις, όπως η μείωση των συντελεστών άμεσης φορολογίας με έμφαση στη στήριξη της μεσαίας τάξης (μισθωτών και συνταξιούχων), των οικογενειών με παιδιά και των νέων εργαζομένων, καθώς και μέτρα εισοδηματικής στήριξης, όπως η σταδιακή κατάργηση της προσωπικής διαφοράς στις συντάξεις και οι αυξήσεις στα ειδικά μισθολόγια των ενόπλων δυνάμεων και των σωμάτων ασφαλείας (βλ. και Ενότητα V.2).

Η συνολική δημοσιονομική επίδοση το 2024 και το 2025 ήταν από τους κυριότερους λόγους που οδήγησαν στην αναβάθμιση της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης για την ελληνική οικονομία από τον οίκο Fitch Ratings το Νοέμβριο, σε BBB από BBB-, μία βαθμίδα πάνω από την επενδυτική κατηγορία, με σταθερές προοπτικές.

1.3 Προβλέψεις αποτελέσματος γενικής κυβέρνησης για τα έτη 2025-29

Σε αντίθεση με την αρχική πρόβλεψη για οριακή δημοσιονομική συστολή, το 2025 εκτιμάται ότι καταγράφηκε δημοσιονομική επέκταση, αντανακλώντας την υπεραπόδοση του προηγούμενου έτους και τη θετική πορεία των εσόδων. Η Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2026 επιβεβαιώνει τη διατήρηση της θετικής δημοσιονομικής δυναμικής, καθώς οι επιδόσεις του 2025 υπερέβησαν σημαντικά τις αρχικές προβλέψεις. Ειδικότερα, το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης κατά ESA εκτιμάται σε πλεόνασμα 3,7% του ΑΕΠ για το 2025, υψηλότερο τόσο από την εκτίμηση της ΕΕΠ 2025 (3,2% του ΑΕΠ) όσο και από την πρόβλεψη του Προϋπολογισμού 2025 (2,4% του ΑΕΠ). Αντίστοιχα, το συνολικό αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης εκτιμάται ότι θα παραμείνει πλεονασματικό, σε επίπεδο 0,6% του ΑΕΠ, έναντι στόχου για έλλειμμα 0,6% του ΑΕΠ στον Προϋπολογισμό 2025 και εκτίμησης για πλεόνασμα 0,1% του

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

ΑΕΠ στην ΕΕΠ 2025. Σε διαρθρωτικούς όρους,⁵ το πρωτογενές πλεόνασμα εκτιμάται σε 2,9% του ΑΕΠ, υψηλότερο τόσο από τις προβλέψεις του Προϋπολογισμού 2025 (2% του ΑΕΠ) όσο και από τις εκτιμήσεις της ΕΕΠ 2025 (2,8% του ΑΕΠ).

Για το 2026 προβλέπεται επίσης δημοσιονομική χαλάρωση, καθώς τα δημοσιονομικά αποτελέσματα παραμένουν ισχυρότερα των στόχων του Μεσοπρόθεσμου Δημοσιονομικού-Διαρθρωτικού Σχεδίου 2025-28 (ΜΔΣ), αντανακλώντας τη σημαντική υπεραπόδοση των δύο τελευταίων ετών. Ειδικότερα, το πρωτογενές πλεόνασμα εκτιμάται σε 2,8% του ΑΕΠ για το 2026 (υψηλότερο του στόχου 2,4% του ΑΕΠ στο ΜΔΣ), ενώ το συνολικό αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης αναμένεται οριακά ελλειμματικό (-0,1% του ΑΕΠ) (έναντι αρχικής πρόβλεψης για έλλειμμα 0,8% του ΑΕΠ στο ΜΔΣ). Σε διαρθρωτικούς όρους, το πρωτογενές πλεόνασμα εκτιμάται σε 2,2% του ΑΕΠ, στα ίδια περίπου επίπεδα με τις προβλέψεις του ΜΔΣ (2,1% του ΑΕΠ).

Οι εκτιμήσεις του Προϋπολογισμού 2026 για την πορεία των καθαρών πρωτογενών δαπανών υποδηλώνουν ότι η δημοσιονομική πορεία της χώρας παραμένει σε πλήρη συμμόρφωση με τους νέους ευρωπαϊκούς δημοσιονομικούς κανόνες, καθώς ικανοποιείται το κριτήριο ανθεκτικότητας του ελλείμματος μεσοπρόθεσμα και διασφαλίζεται η αξιόπιστη και συνεχής καθοδική πορεία του λόγου χρέους προς ΑΕΠ. Η ευελιξία του νέου δημοσιονομικού πλαισίου πιστοποιείται από το γεγονός ότι η δημοσιονομική βιωσιμότητα την περίοδο 2025-26 δεν διαταράσσεται, παρά τη μεγαλύτερη αύξηση των πρωτογενών δαπανών έναντι των αρχικών προβλέψεων του ΜΔΣ. Ειδικότερα, οι καθαρές εθνικά χρηματοδοτούμενες πρωτογενείς δαπάνες της γενικής κυβέρνησης αναμένεται να αυξηθούν κατά 4,4% το 2025 και 5,7% το 2026 (έναντι στόχου για αύξηση κατά 3,7% και 3,6% αντίστοιχα στο ΜΔΣ). Μετά τη μείωση κατά 0,2% το 2024 (έναντι αρχικού στόχου για αύξηση κατά 2,6% στο ΜΔΣ), εξαιτίας κυρίως των ενεργητικών μέτρων μείωσης της φοροδιαφυγής και της ενεργοποίησης της εθνικής ρήτρας διαφυγής για τις αμυντικές δαπάνες – που αυξάνουν το περιθώριο αύξησης των δαπανών – η σωρευτική αύξηση των καθαρών πρωτογενών δαπανών της περιόδου 2024-26 εκτιμάται σε περίπου 10 δισεκ. ευρώ. Παρότι ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής τους την περίοδο 2025-26 είναι μεγαλύτερος από αυτόν που προβλέπεται στο ΜΔΣ, η σωρευτική τους αύξηση από το 2024 κυμαίνεται εντός του ορίου που τίθεται στο ΜΔΣ, καθώς η επίδοση του 2024 δημιουργεί δημοσιονομικό χώρο.⁶

Οι εκτιμήσεις του Προϋπολογισμού για το πρωτογενές αποτέλεσμα το 2025, καθώς και οι προβλέψεις του πρωτογενούς αποτελέσματος για το 2026, είναι συμβατές με τις δημοσιονομικές προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

Σύμφωνα με τον Πολυετή Δημοσιονομικό Προγραμματισμό 2026-2029, για τα έτη 2027-29, με βάση τα δημοσιονομικά μέτρα που έχουν εφαρμοστεί ή ανακοινωθεί έως σήμερα και χωρίς να λαμβάνονται υπόψη πιθανές νέες παρεμβάσεις, το δημοσιονομικό αποτέλεσμα προβλέπεται σε γενικές γραμμές ισοσκελισμένο και το πρωτογενές πλεόνασμα σταθερά στο 2,7% του ΑΕΠ.

5 Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, το διαρθρωτικό πρωτογενές πλεόνασμα ορίζεται ως το πρωτογενές αποτέλεσμα προσαρμοσμένο ως προς την επίδραση του οικονομικού κύκλου (δηλ. το κυκλικά διορθωμένο πρωτογενές αποτέλεσμα), εξαιρουμένων των προσωρινών και μη επαναλαμβανόμενων δημοσιονομικών μέτρων. Χρησιμοποιείται ως κύριος δείκτης δημοσιονομικής πολιτικής υπό το δημοσιονομικό πλαίσιο της ΕΕ για την αξιολόγηση της δημοσιονομικής προσαρμογής των κρατών-μελών, καθώς αποτυπώνει τη μόνιμη δημοσιονομική θέση μιας χώρας, ανεξάρτητα από τις διακυμάνσεις του οικονομικού κύκλου και τις προσωρινές παρεμβάσεις. Σύμφωνα με τους νέους ευρωπαϊκούς κανόνες, η δημοσιονομική προσαρμογή για την ικανοποίηση των διαφόρων κριτηρίων βιωσιμότητας ορίζεται σε όρους βελτίωσης του διαρθρωτικού πρωτογενούς αποτελέσματος. Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2024*, Ειδικό θέμα Κεφαλαίου V “Η πρώτη εφαρμογή των νέων δημοσιονομικών κανόνων της ΕΕ: προκλήσεις, στρατηγικές και συμπεράσματα”, Απρίλιος 2025, και *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2023*, Ειδικό θέμα Κεφαλαίου V “Νέοι δημοσιονομικοί κανόνες στο πλαίσιο της αναθεώρησης της οικονομικής διακυβέρνησης της ΕΕ”, Απρίλιος 2024.

6 Σύμφωνα με τον ορισμό των καθαρών εθνικά χρηματοδοτούμενων πρωτογενών δαπανών, η μόνιμη αύξηση των φορολογικών εσόδων (λόγω καταπολέμησης της φοροδιαφυγής) μετρά αφαιρετικά στο στόχο του επιπέδου των δαπανών.

1.4 Χρηματοδότηση του Ελληνικού Δημοσίου

Το δεύτερο εξάμηνο του έτους ο ΟΔΔΗΧ συνέχισε την επενδυτική του στρατηγική, η οποία ήταν εμπροσθοβαρής το 2025,⁷ μέσω επανέκδοσης του 10ετούς ομολόγου του Φεβρουαρίου 2025. Ειδικότερα, το Σεπτέμβριο αντλήθηκαν 257 εκατ. ευρώ, με απόδοση 3,26%, έναντι 3,24% στην αρχική έκδοση του Φεβρουαρίου. Συνολικά, το ύψος των αντληθέντων κεφαλαίων από τις αγορές μέσω μακροπροθέσμων ομολόγων από την αρχή του έτους ανήλθε σε 7,7 δισεκ. ευρώ.

Παράλληλα, η βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση συνεχίστηκε μέσω εκδόσεων εντόκων γραμματίων διάρκειας 13, 26 και 52 εβδομάδων, με το σχετικό απόθεμα να περιορίζεται ελαφρώς κατά 0,3 δισεκ. ευρώ από την αρχή του έτους και να διαμορφώνεται σε 8,2 δισεκ. ευρώ στο τέλος του Οκτωβρίου. Επιπλέον, συνεχίστηκε ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός μέσω πράξεων διαχείρισης ταμειακής ρευστότητας υπό τη μορφή συμφωνιών επαναγοράς (repos) που συνάπτονται κυρίως με τους φορείς της γενικής κυβέρνησης για την αποτελεσματική αξιοποίηση των διαθεσίμων τους.

Τα ταμειακά διαθέσιμα του Δημοσίου ενισχύθηκαν σημαντικά το εννεάμηνο του 2025, προσφέροντας πρόσθετο περιθώριο ασφαλείας στη διαχείριση του δημόσιου χρέους. Στο τέλος του γ' τριμήνου του 2025 τα ταμειακά διαθέσιμα ανήλθαν σε 45,8 δισεκ. ευρώ (από 36,3 δισεκ. ευρώ στο τέλος του 2024),⁸ λόγω του ταμειακού πρωτογενούς πλεονάσματος της γενικής κυβέρνησης, της άντλησης κεφαλαίων από τις αγορές και της εισροής δανειακών πόρων του RRF. Συνολικά, το τρέχον ύψος των ταμειακών διαθεσίμων είναι ικανό να καλύψει τις χρηματοδοτικές ανάγκες του Ελληνικού Δημοσίου για τα επόμενα 4 έτη περίπου. Το τελικό ύψος των διαθεσίμων στο τέλος του έτους θα διαμορφωθεί ανάλογα με την καθαρή επίδραση δύο αντίρροπων παραγόντων: αφενός της αναμενόμενης πρόωρης αποπληρωμής, ύψους 5,3 δισεκ. ευρώ, των διμερών δανείων του πρώτου προγράμματος χρηματοδοτικής στήριξης (Greek Loan Facility – GLF)⁹ και αφετέρου του τελικού δημοσιονομικού αποτελέσματος, καθώς ενδεχόμενη συνέχιση της σημαντικής υπεραπόδοσης, αντίστοιχης με εκείνη του 2024, θα μπορούσε να οδηγήσει σε περαιτέρω ενίσχυση των διαθεσίμων.

Η δυνατότητα πρόωρης αποπληρωμής του υπολειπόμενου ποσού των δανείων GLF στηρίζεται στο υψηλό επίπεδο ταμειακών διαθεσίμων, το οποίο αντιστοιχεί περίπου στο 18% του ΑΕΠ. Η διατήρηση υψηλού ταμειακού αποθέματος ασφαλείας ήταν αναγκαία για όσο διάστημα η Ελλάδα δεν διέθετε την επενδυτική βαθμίδα, καθώς λειτουργούσε ως δίκτυ ασφαλείας έναντι του κινδύνου αναχρηματοδότησης σε συνθήκες ενδεχόμενης μεταβλητότητας στις αγορές. Καθώς η χώρα καταγράφει ισχυρές δημοσιονομικές επιδόσεις και έχει ανακτήσει την επενδυτική βαθμίδα μέσω διαδοχικών αναβαθμίσεων, δεν κρίνεται πλέον απαραίτητη η διατήρηση ενός τόσο υψηλού αποθεματικού.¹⁰ Δεδομένου ότι, λόγω των υφιστάμενων δημοσιονομικών κανόνων, οι πόροι αυτοί δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν για επιπλέον δαπάνες, η αξιοποίηση μέρους αυτών για την πρόωρη αποπληρωμή χρέους ενισχύει τη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών χωρίς να υπονομεύει τα ευνοϊκά χαρακτηριστικά της διάρθρωσης του δημόσιου χρέους. Παράλληλα, είναι κρίσιμο η χώρα να διατηρεί τακτική παρουσία στις αγορές κρατικών ομολόγων, ώστε να διασφαλίζεται η ομαλή λειτουργία της καμπύλης αποδόσεων και να ικανοποιείται η ζήτηση ελληνικών τίτλων εκ μέρους των επενδυτών. Η αξιοποίηση των ταμειακών διαθεσίμων επιτρέπει την ταχύτερη απομείωση του χρέους, χωρίς να διακυβεύεται η σταθερή παρουσία του Ελληνικού Δημοσίου στις αγορές ομολόγων. Η επιτάχυνση της εξόφλησης των διακρατικών

7 Κάλυψη περίπου του 93% του συνολικού δανειακού του προγράμματος για το έτος εντός του πρώτου εξαμήνου.

8 Βλ. ΟΔΔΗΧ, Δελτίο Δημόσιου Χρέους Νο 119, Σεπτέμβριος 2025.

9 Σύμφωνα με τη στρατηγική της κυβέρνησης, ο ΟΔΔΗΧ προτίθεται να αποπληρώσει πρόωρα το σύνολο του υπολειπόμενου ποσού των δανείων GLF, ύψους 31,6 δισεκ. ευρώ, έως το 2031 – δηλαδή 10 έτη νωρίτερα από την αρχικά προβλεπόμενη λήξη τους, με ετήσιες αποπληρωμές περίπου 5,3 δισεκ. ευρώ.

10 Σημειώνεται ότι το ύψος των ταμειακών διαθεσίμων επαρκεί για την κάλυψη των χρηματοδοτικών αναγκών της χώρας για διάστημα περίπου 4 ετών, ενώ περίπου το 26% αυτού του αποθεματικού μπορεί να χρησιμοποιηθεί μόνο για την αποπληρωμή χρέους.

δανείων GLF σε σύγκριση με τον υφιστάμενο μεσοπρόθεσμο στόχο θα μπορούσε να συμβάλει στη μείωση των μελλοντικών ακαθάριστων χρηματοδοτικών αναγκών, να περιορίσει το κόστος εξυπηρέτησης και να ενισχύσει τη βιωσιμότητα του χρέους. Επίσης, θα μπορούσε να αυξήσει την προβλεψιμότητα της δημοσιονομικής στρατηγικής, να μειώσει τις απαιτήσεις διαρθρωτικής προσαρμογής και να δημιουργήσει μόνιμο δημοσιονομικό χώρο για τα επόμενα χρόνια, ικανό να υποστηρίξει κοινωνικές παρεμβάσεις χωρίς να διαταράσσονται η μακροπρόθεσμη ισορροπία της δημοσιονομικής πολιτικής και ο αντικυκλικός της χαρακτήρας. Ταυτόχρονα, η εν λόγω κίνηση εκπέμπει ένα ισχυρό μήνυμα προς τις αγορές για τη σταθερή προσήλωση της χώρας στη διατηρήσιμη μείωση του χρέους. Έχει τη δυνατότητα να περιορίσει την έκθεση σε μελλοντικούς κινδύνους από ενδεχόμενη αύξηση των επιτοκίων και να στηρίξει την πορεία περαιτέρω αναβαθμίσεων της ελληνικής οικονομίας, ενισχύοντας την εμπιστοσύνη των επενδυτών. Τέλος, πρόκειται για μια επιλογή υψηλού συμβολισμού και ουσίας, που αναδεικνύει την προνοητικότητα της οικονομικής πολιτικής και ενσωματώνει την αρχή της διαγενεακής αλληλεγγύης, καθώς οι πόροι της σημερινής γενιάς αξιοποιούνται για την αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος των επόμενων γενεών, δεδομένου ότι θα απαιτούνται χαμηλότερα πρωτογενή πλεονάσματα στο μέλλον για τη διασφάλιση της μακροπρόθεσμης βιωσιμότητας του χρέους.

1.5 Χρέος γενικής κυβέρνησης

Το 2024 σηματοδότησε την πρώτη ονομαστική μείωση του δημόσιου χρέους μετά το 2019, παρά τη συσσώρευση ταμειακών διαθεσίμων. Σύμφωνα με τη δεύτερη κοινοποίηση των δημοσιονομικών στοιχείων από την ΕΛΣΤΑΤ στο πλαίσιο της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος (Οκτώβριος 2025), το χρέος της γενικής κυβέρνησης το 2024 διαμορφώθηκε σε 365 δισεκ. ευρώ, από 369 δισεκ. ευρώ το 2023, σημειώνοντας μείωση για πρώτη φορά από το 2019 και για μόλις τέταρτη φορά από το 1995 οπότε ξεκίνησαν να τηρούνται εθνικολογιστικά στοιχεία κατά ESA.¹¹ Το ύψος του χρέους ήταν οριακά χαμηλότερο (κατά 35 εκατ. ευρώ) από την εκτίμηση του Προϋπολογισμού 2025, παρά τη σημαντική υπέρβαση του δημοσιονομικού αποτελέσματος (κατά 4,7 δισεκ. ευρώ). Αυτό αντανάκλα την αύξηση των ταμειακών διαθεσίμων, που υπεραντιστάθμισε τη μειωτική επίδραση της πρόωρης εξόφλησης τριών δόσεων των διμερών δανείων GLF συνολικού ύψους 7,9 δισεκ. ευρώ, η οποία πραγματοποιήθηκε το Δεκέμβριο του 2024.

Το 2024 σημειώθηκε θεαματική μείωση του λόγου χρέους προς ΑΕΠ, η μεγαλύτερη μεταξύ των χωρών της ΕΕ, αποτέλεσμα της ισχυρής οικονομικής ανάπτυξης και του υψηλού πρωτογενούς πλεονάσματος. Αναλυτικότερα, ως ποσοστό του ΑΕΠ, το χρέος της γενικής κυβέρνησης μειώθηκε κατά 10,1 ποσ. μον. του ΑΕΠ και διαμορφώθηκε σε 154,2% του ΑΕΠ το 2024¹² (από 164,3% του ΑΕΠ το 2023), το χαμηλότερο επίπεδο από το 2010. Τη μεγαλύτερη συμβολή (4,9 ποσ. μον.) στην αποκλιμάκωση του λόγου χρέους προς ΑΕΠ είχε η διαφορά μεταξύ του έμμεσου επιτοκίου δανεισμού και του ρυθμού μεταβολής του ονομαστικού ΑΕΠ (snowball effect), αντανάκλωντας αφενός τη μεγέθυνση του ονομαστικού ΑΕΠ και αφετέρου το ύψος του συσσωρευμένου χρέους. Αντίστοιχη μειωτική συμβολή είχε και το πρωτογενές πλεόνασμα (4,7 ποσ. μον.) που καταγράφηκε το 2024 (βλ. Διάγραμμα V.2). Οριακά μειωτική (0,5 ποσ. μον.) υπήρξε η συμβολή των λοιπών προσαρμογών,¹³ καθώς ο δανεισμός μέσω του RRF και η συσσώρευση διαθεσίμων αντιστάθμισαν εν μέρει τη μειωτική συμβολή των πρόωρων αποπληρωμών GLF.

Η αποκλιμάκωση του δημόσιου χρέους αναμένεται να συνεχιστεί με ταχείς ρυθμούς την περίοδο 2025-29. Η συνεχιζόμενη βελτίωση της οικονομικής δραστηριότητας αναμένεται να διατηρήσει την έντονα μειωτική επίδραση του ονομαστικού ΑΕΠ στο λόγο χρέους προς ΑΕΠ το 2025 και τα επόμενα έτη, παρά την εκτιμώμενη αποκλιμάκωση του πληθωρισμού. Σε συνδυα-

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

12 Σε σχέση με την πρώτη κοινοποίηση τον Απρίλιο του 2024, ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 0,6 ποσ. μον. το 2024, αντανάκλωντας κυρίως την αναθεώρηση του ΑΕΠ προς τα κάτω.

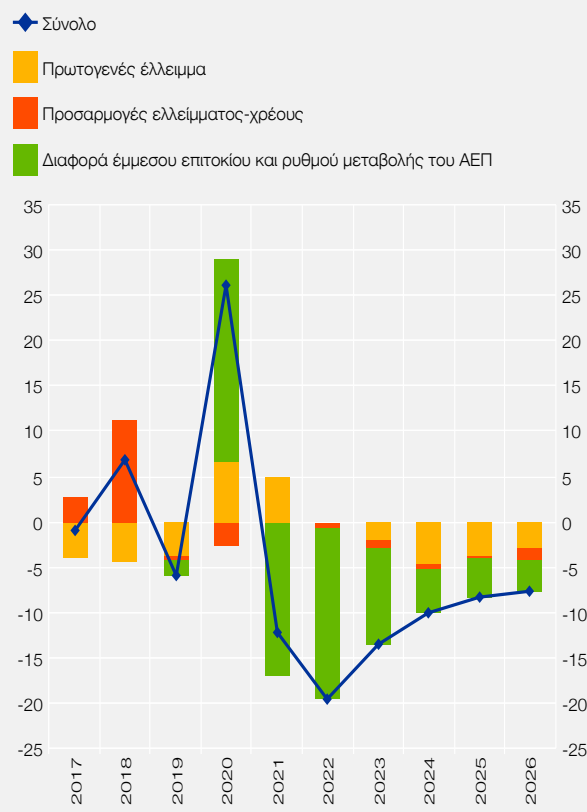
13 Έναντι αρχικών εκτιμήσεων για μειωτική συμβολή 2,5 ποσ. μον. στον Προϋπολογισμό 2025.

σμό με την επίτευξη υψηλών πρωτογενών πλεονασμάτων, η Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2026 προβλέπει περαιτέρω αποκλιμάκωση του χρέους της γενικής κυβέρνησης, ως ποσοστού του ΑΕΠ, κατά 8,3 ποσ. μον. του ΑΕΠ το 2025 (μεγαλύτερη από την αρχικώς προβλεπόμενη στον Προϋπολογισμό 2025) και κατά 7,7 ποσ. μον. του ΑΕΠ το 2026, σε 145,9% και σε 138,2% του ΑΕΠ αντίστοιχα. Η αναμενόμενη αυτή εξέλιξη αντανακλά κυρίως τη μειωτική συμβολή αφενός της διαφοράς επιτοκίου-ρυθμού ανάπτυξης (snowball effect) και αφετέρου των πρωτογενών πλεονασμάτων. Οι προσαρμογές ελλείμματος-χρέους ασκούν περιορισμένη μειωτική επίδραση το 2025 (κατά 0,3 ποσ. μον.), καθώς η πρόωρη αποπληρωμή των ευρωπαϊκών δανείων GLF ύψους 5,3 δισεκ. ευρώ αντισταθμίζεται μεταξύ άλλων από το δανεισμό μέσω του RRF. Αντίθετα, το 2026 η μειωτική συμβολή της προσαρμογής ελλείμματος χρέους είναι σημαντική (1,5 ποσ. μον.), κυρίως λόγω εκτεταμένης χρήσης ταμειακών διαθεσίμων, μεταξύ άλλων για περαιτέρω πρόωρες αποπληρωμές ευρωπαϊκών δανείων του μηχανισμού στήριξης. Αξίζει να σημειωθεί ότι το 2026 θα είναι έτος-ορόσημο για τη δημοσιονομική πορεία της χώρας, καθώς το δημόσιο χρέος της Ελλάδος προβλέπεται να προσεγγίσει, ως ποσοστό του ΑΕΠ, εκείνο της Ιταλίας, παύοντας να αποτελεί εξαίρεση στην Ευρώπη. Σύμφωνα με τον Πολυετή Δημοσιονομικό Προγραμματισμό 2026-2029, αναμένεται ότι για τα έτη 2027-29 το δημόσιο χρέος θα συνεχίσει να αποκλιμακώνεται χάρη στα πρωτογενή πλεονάσματα καθώς και στις πρόωρες αποπληρωμές χρέους.

Οι προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος επιβεβαιώνουν τη σταθερή καθοδική πορεία του δημόσιου χρέους τα επόμενα έτη, με αυξημένη ανθεκτικότητα μεσοπρόθεσμα, αλλά και εντεινόμενους κινδύνους μακροπρόθεσμα λόγω της σταδιακής μετάβασης σε χρηματοδότηση με όρους αγοράς. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, το χρέος της γενικής κυβέρνησης αναμένεται να διαμορφωθεί σε 145,3% του ΑΕΠ το 2025 και σε 137,4% του ΑΕΠ το 2026. 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. Τα Διαγράμματα V.3 και V.4 παραθέτουν την εκτιμώμενη εξέλιξη του δημόσιου χρέους και των ακαθάριστων χρηματοδοτικών αναγκών αντίστοιχα ως ποσοστών του ΑΕΠ, τόσο στο βασικό σενάριο όσο και σε τρία τυποποιημένα εναλλακτικά σενάρια, τα οποία καταδεικνύουν την ευαισθησία των προβλέψεων του βασικού σεναρίου σε δυσμενέστερες υποθέσεις αναφορικά με το κόστος αναχρηματοδότησης, το πρωτογενές αποτέλεσμα και το ρυθμό ανάπτυξης. Τα αποτελέσματα δείχνουν περιορισμένες διαφοροποιήσεις μεταξύ των υπό εξέταση σεναρίων μέχρι τις αρχές του 2030, γεγονός που υποδηλώνει την αυξημένη ανθεκτικότητα του δημόσιου χρέους σε μια σειρά από αρνητικές επισφάλειες μεσοπρόθεσμα. Ωστόσο, μακροπρόθεσμα εκτιμάται αυξημένη αβεβαιότητα, καθώς η σταδιακή αναχρηματοδότηση των δανειακών υποχρεώσεων προς τον επίσημο τομέα με όρους αγοράς θα αυξήσει την έκθεση του Ελληνικού Δημοσίου στον επιτοκιακό κίνδυνο και στον κίνδυνο αγοράς, γεγονός που εξαλείφει τα περιθώρια δημοσιονομικής χαλάρωσης. Η παραπάνω εκτίμηση

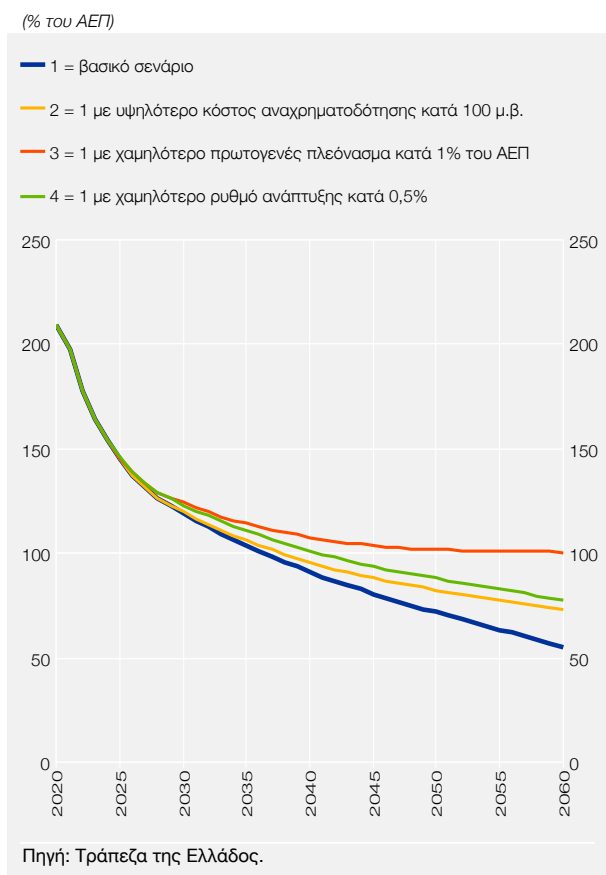
Διάγραμμα V.2 Μεταβολή του δημόσιου χρέους

(% του ΑΕΠ)

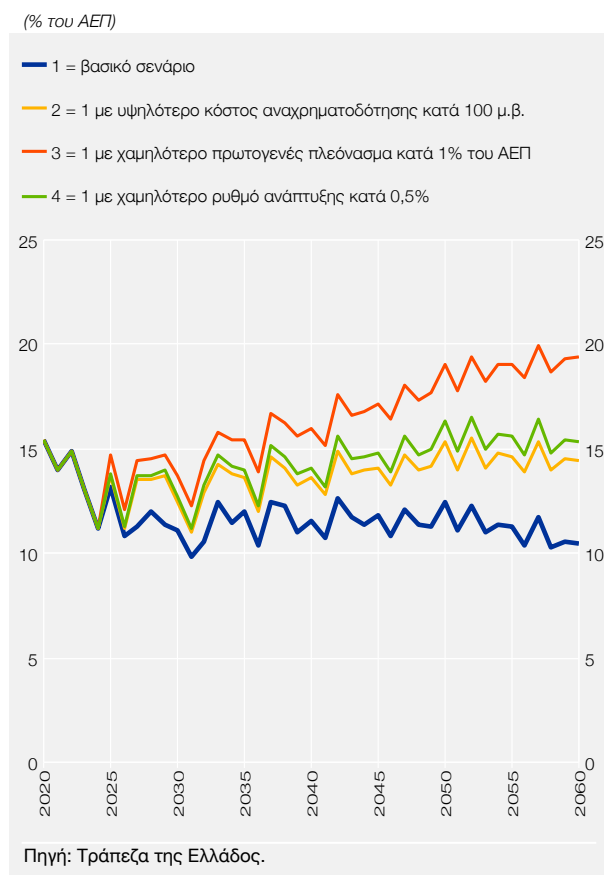


Πηγή: Επεξεργασία δεδομένων της ΕΛΣΤΑΤ και εκτιμήσεων της Εισηγητικής Έκθεσης του Προϋπολογισμού 2026.

Διάγραμμα V.3 Δημόσιο χρέος



Διάγραμμα V.4 Ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες



υποστηρίζεται επίσης από στοχαστική ανάλυση,¹⁴ με βάση την οποία η πιθανότητα ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ το 2029 να βρίσκεται χαμηλότερα σε σχέση με το 2024 υπερβαίνει το 80%, επιβεβαιώνοντας την εκτίμηση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής,¹⁵ ενώ παρόμοια πιθανότητα εκτιμάται και για το 2033 έναντι του 2028, συνάδοντας με τις εκτιμήσεις του ΜΔΣ.

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 συνολικού χρέους, σε συνδυασμό με την έγκαιρη σύναψη συμβάσεων ανταλλαγής επιτοκίων (swap), οι οποίες έχουν “κλειδώσει” τα ιστορικά χαμηλά επιτόκια των προηγούμενων ετών. Πρέπει να τονιστεί πάντως ότι τα υφιστάμενα θετικά χαρακτηριστικά του συσσωρευμένου χρέους δεν είναι μόνιμα. Παρέχουν μόνο ένα σημαντικό παράθυρο ευκαιρίας προκειμένου το δημόσιο χρέος να παραμείνει βιώσιμο κατά την επερχόμενη σταδιακή λήξη και αντικατάσταση των ευνοϊκών δανείων που χορηγήθηκαν στο πλαίσιο των μνημονίων με νέο δανεισμό σε όρους αγοράς. Προϋποθέσεις για να αξιοποιηθεί αυτό το παράθυρο ευκαιρίας είναι η διαφύλαξη της δημοσιονομικής αξιοπιστίας, η ενεργητική διαχείριση των υψηλών ταμειακών διαθεσίμων και η αποτελεσματική απορρόφηση των ευρωπαϊκών πόρων. Η εκπλήρωση αυτών των προϋποθέσεων θα διασφαλίσει όχι μόνο τη διατήρηση της επενδυτικής βαθμίδας, αλλά και την περαιτέρω βαθμιαία βελτίωση της πιστοληπτικής διαβάθμισης της χώρας.

¹⁴ Οι εκτιμήσεις βασίζονται σε στοχαστικές προσομοιώσεις 100 χιλιάδων εναλλακτικών σεναρίων με τη χρήση ενός μικρής κλίμακας οικονομετρικού υποδείγματος BVAR, βλ. Παπαοικονομού, D. (2025), “[Stochastic Debt Sustainability Analysis: A Methodological Note](#)”, Bank of Greece Working Paper No. 338.

¹⁵ Βλ. Table 1, σελ. 136 στο European Commission, [Debt Sustainability Monitor 2024](#), March 2025.

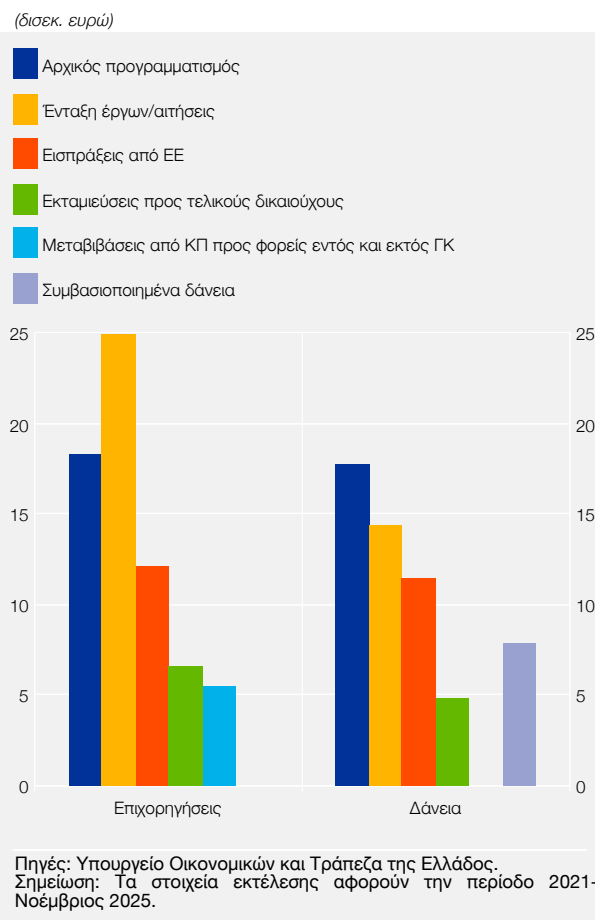
1.6 Μηχανισμός Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας

Όσον αφορά την απορρόφηση των πόρων του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF), μέχρι στιγμής η Ελλάδα σημειώνει ικανοποιητική πρόοδο έναντι των υπόλοιπων χωρών της ΕΕ ως προς την εκπλήρωση σχετικών οροσήμων και στόχων και την είσπραξη των δόσεων, όπως αντικατοπτρίζεται και στη σχετική έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την πορεία υλοποίησης του RRF.¹⁶ Μετά την εκταμίευση της 6ης δόσης των επιχορηγήσεων το Νοέμβριο του 2025, η Ελλάδα έχει λάβει συνολικά 23,4 δισεκ. ευρώ (65% των διαθέσιμων πόρων, έναντι 56% για το μέσο όρο της ΕΕ), εκ των οποίων 12 δισεκ. ευρώ σε επιχορηγήσεις (66% του συνόλου των επιχορηγήσεων) και 11,4 δισεκ. ευρώ σε δάνεια (64% του συνόλου των δανείων),¹⁷ έχοντας ολοκληρώσει το 48% των συμφωνημένων στόχων/οροσήμων (έναντι 40% για το μέσο όρο της ΕΕ).

Σχετικά με το δανειακό σκέλος του RRF, παρατηρείται επιβράδυνση στο ρυθμό αύξησης των συμβασιοποιήσεων των δανείων. Αξίζει να σημειωθεί ότι ο προϋπολογισμός των συμβασιοποιημένων δανείων παρακολουθείται ως προαπαιτούμενος στόχος κατά την υποβολή αιτημάτων είσπραξης του δανειακού σκέλους του Μηχανισμού. Συγκεκριμένα, έως το τέλος του Νοεμβρίου, 547 αιτήσεις για χρηματοδότηση μέσω δανείων του RRF έχουν συμβασιοποιηθεί για έργα προϋπολογισμού 7,8 δισεκ. ευρώ (ή 68% των συνολικών εισπράξεων δανείων). Σημειώνεται ότι, σύμφωνα με την επιχειρησιακή συμφωνία της Ελλάδας με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή για τον RRF, δάνεια ύψους 16,7 δισεκ. ευρώ πρέπει να έχουν συμβασιοποιηθεί έως το τέλος του 2026.¹⁸ 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. Έως το τέλος του Νοεμβρίου 2025 οι εκταμιεύσεις προς τις επιχειρήσεις ανέρχονταν σε 4,8 δισεκ. ευρώ (βλ. Διάγραμμα V.5).

Επίσης, ως προς το σκέλος των επιχορηγήσεων του RRF, οι εκταμιεύσεις προς τους τελικούς δικαιούχους παρουσιάζουν καθυστερήσεις, αν και επιταχύνθηκαν έναντι του 2024. Ειδικότερα, μέχρι τον Ιούνιο του 2025 είχε καταβληθεί ποσό ύψους 6,6 δισεκ. ευρώ (ή 66% των εισπράξεων επιχορηγήσεων) στους τελικούς δικαιούχους, ενώ μέχρι το Νοέμβριο του 2025 επιπλέον 5,4 δισεκ. ευρώ μεταβιβάστηκαν από τον κρατικό προϋπολογισμό προς τους φορείς της γενικής κυβέρνησης.

Διάγραμμα V.5 Μηχανισμός Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας



16 Βλ. European Commission, [COM\(2025\) 637 final](#), 8.10.2025.

17 Για τις χώρες της ΕΕ συνολικά, μέχρι το τέλος του Νοεμβρίου 2025, είχαν εκταμιευθεί 365 δισεκ. ευρώ (56% των συνολικών διαθέσιμων πόρων) από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, εκ των οποίων περίπου 60% αφορούσε επιχορηγήσεις (63% του συνόλου των επιχορηγήσεων) και το υπόλοιπο δάνεια (48,5% του συνόλου των δανείων), μετά την υλοποίηση του 40% των συμφωνημένων στόχων/οροσήμων.

18 Από το συνολικό ποσό, ύψους 17,7 δισεκ. ευρώ, του δανειακού σκέλους του RRF, 1 δισεκ. ευρώ προορίζεται για παροχή εγγυήσεων και κεφαλαιακές ενισχύσεις.

Για την επίσπευση των διαδικασιών και τη διασφάλιση της πλήρους απορρόφησης των διαθέσιμων πόρων, το Νοέμβριο του 2025 η Ελλάδα κατέθεσε το τρίτο αναθεωρημένο Εθνικό Σχέδιο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, το οποίο εγκρίθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και περιλαμβάνει αναμόρφωση ορισμένων οροσήμων/στόχων και αντικατάσταση έργων με κριτήριο την ωρίμανση, διατηρώντας το συνολικό προϋπολογισμό του Σχεδίου, καθώς και το μίγμα των έργων που συμβάλλουν σε πράσινους και ψηφιακούς στόχους.¹⁹ Επίσης, το Σεπτέμβριο ψηφίστηκε ο ν. 5233/2025 με σκοπό την ενίσχυση των κρατικών υπηρεσιών που διαχειρίζονται αναπτυξιακά προγράμματα, με έμφαση στην εύρυθμη λειτουργία και τη στελέχωσή τους, ώστε να επιταχυνθεί η απορρόφηση ευρωπαϊκών και εθνικών πόρων.

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

2 ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΙ ΘΕΣΜΙΚΕΣ ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΙΣ

Το δεύτερο εξάμηνο του 2025 θεσμοθετήθηκαν σημαντικές νομοθετικές και διοικητικές παρεμβάσεις για την ενίσχυση της δημοσιονομικής διακυβέρνησης, τη βελτίωση της φορολογικής συμμόρφωσης και την προώθηση της ψηφιοποίησης διαδικασιών. Παράλληλα, η σταθερή δημοσιονομική επίδοση της χώρας, με τη διατήρηση πρωτογενών πλεονασμάτων και την ενίσχυση των εσόδων μέσω της μείωσης της φοροδιαφυγής, διαμόρφωσε τις προϋποθέσεις για την υιοθέτηση ενός συνεκτικού πλαισίου φορολογικών και αναπτυξιακών παρεμβάσεων. Προς αυτή την κατεύθυνση, ο φορολογικός πολυνόμος του Νοεμβρίου εισήγαγε ένα σύνολο μέτρων που ενισχύουν το διαθέσιμο εισόδημα, στηρίζουν τη μεσαία τάξη, τις οικογένειες και τους νέους εργαζομένους, ενώ ταυτόχρονα ενδυναμώνουν την περιφερειακή ανάπτυξη και τη φορολογική δικαιοσύνη.

Αναλυτικότερα, ο ν. 5217/2025 αναβάθμισε τη δημοσιονομική διακυβέρνηση και εποπτεία, με την ενίσχυση του ρόλου του Ελληνικού Δημοσιονομικού Συμβουλίου ως ανεξάρτητου φορέα παρακολούθησης και αξιολόγησης των δημόσιων οικονομικών, την επικαιροποίηση των αρμοδιοτήτων των φορέων σχεδιασμού, εκτέλεσης και εποπτείας της δημοσιονομικής πολιτικής, την εισαγωγή νέων εργαλείων προγραμματισμού – Μεσοπρόθεσμο Δημοσιονομικό-Διαρθρωτικό Σχέδιο (ΜΔΣ) και Πολυετής Δημοσιονομικός Προγραμματισμός – και την πιλοτική λειτουργία του Εθνικού Μητρώου Παροχών, ενώ επίσης περιλάμβανε και στοχευμένα μέτρα για την ενίσχυση του εισοδήματος και την προώθηση επενδύσεων.

Ο ν. 5219/2025 κωδικοποίησε τη φορολογία ακίνητης και κινητής περιουσίας, με διατάξεις μεταξύ άλλων για τον ΕΝΦΙΑ, τους φόρους μεταβίβασης και το φόρο κληρονομιών, δωρεών και γονικών παροχών, προάγοντας τη σαφήνεια και τη συμμόρφωση. Επιπλέον, ο ν. 5222/2025 εναρμόνισε τη χώρα με τον Τελωνιακό Κώδικα της ΕΕ, προωθώντας την ψηφιοποίηση και απλοποίηση των διαδικασιών, την ενίσχυση της διαφάνειας, την ηλεκτρονικοποίηση των τελωνειακών πράξεων και τη δημιουργία ψηφιακών μητρώων.

Τέλος, ο πολυνόμος 5246/2025 του Νοεμβρίου εισήγαγε φορολογικές ελαφρύνσεις για όλους τους φορολογουμένους, με έμφαση στη μεσαία τάξη, τις οικογένειες με παιδιά και τους νέους

19 Ειδικότερα, το “Σχέδιο Ελλάδα 2.0” εμπλουτίζεται με επιπλέον δράσεις του Εθνικού Προγράμματος Πρόληψης “Προλαμβάνω”, το πρόγραμμα δασικής προστασίας Antinero ενισχύεται με πέμπτο κύκλο, ενώ το Ψηφιακό Σχολείο διευρύνεται με νέες τεχνολογίες που αξιοποιούν την τεχνητή νοημοσύνη. Διευρύνεται επίσης το gigabit voucher που φέρνει την οπτική ίνα μέχρι το σπίτι, προστίθεται σύστημα παρακολούθησης και διαχείρισης κινδύνων από φυσικές καταστροφές και επεκτείνεται το πρόγραμμα για τις έξυπνες γέφυρες. Τέλος, ενισχύονται τα έργα που υλοποιούνται από τους οργανισμούς τοπικής αυτοδιοίκησης στους τομείς της οδικής ασφάλειας και της επεξεργασίας λυμάτων. Παράλληλα, προσαρμόζονται οι στόχοι σε ιδιωτικές επενδύσεις αποθήκευσης ενέργειας καθώς και σε προγράμματα ενεργειακής εξοικονόμησης αναλογικά με τις αιτήσεις, ενώ η δημόσια συνεισφορά στα έργα ΣΔΙΤ αρδευτικών δικτύων κατευθύνονται σε άλλες πηγές χρηματοδότησης.

εργαζομένους, καθώς και παρεμβάσεις ενίσχυσης της περιφέρειας, κίνητρα για επενδύσεις και διαρθρωτικές αλλαγές.

Παράλληλα, επιταχύνθηκαν οι ψηφιακές και διοικητικές παρεμβάσεις της φορολογικής διοίκησης με στόχο τη βελτίωση της φορολογικής συμμόρφωσης και της διαφάνειας. Συγκεκριμένα, αναβαθμίστηκε το Ψηφιακό Πελατολόγιο, επεκτάθηκε η μηνιαία υποβολή ΦΠΑ σε ελεύθερους επαγγελματίες, σε επιχειρήσεις με απλογραφικά βιβλία και σε νέες επιχειρήσεις, καθιερώθηκε η υποχρεωτική χρήση IRIS μέσω QR code σε όλες τις επιχειρήσεις, ενεργοποιήθηκε το Μητρώο Ιδιοκτησίας και Διαχείρισης Ακινήτων, εφαρμόστηκαν νέες ψηφιακές διαδικασίες διακοπής εργασιών για επιχειρήσεις και ελεύθερους επαγγελματίες και επεκτάθηκε ο Ψηφιακός Φάκελος Μεταβίβασης Ακινήτου, ενώ τέθηκε σε λειτουργία αυτοματοποιημένο σύστημα επιβολής προστίμων για εκπρόθεσμες δηλώσεις. Οι παρεμβάσεις αυτές ενίσχυσαν την αξιοπιστία των δεδομένων και διευκόλυναν την ψηφιοποίηση των διαδικασιών.

Το Νοέμβριο, στο πλαίσιο του Ευρωπαϊκού Εξαμήνου η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσίευσε έκθεση αξιολόγησης για τις χώρες που τελούν σε μεταπρογραμματική εποπτεία (Post-Programme Surveillance Assessments – Autumn 2025). Σύμφωνα με την έκθεση, επιβεβαιώνονται τόσο η ανθεκτικότητα της ελληνικής οικονομίας, παρά τη γεωπολιτική αβεβαιότητα, όσο και οι θετικές δημοσιονομικές προοπτικές για την περίοδο 2026-27, όπως αυτές έχουν διαμορφωθεί με βάση τις φθινοπωρινές οικονομικές προβλέψεις της Επιτροπής. Οι ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες προβλέπεται ότι θα διατηρηθούν κάτω από το 10% του ΑΕΠ μέχρι το τέλος του 2027, λόγω και της μειωτικής επίδρασης των πρόωγων αποπληρωμών των δανείων του επίσημου τομέα. Στη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους επιπλέον συμβάλλουν τα υψηλά ταμειακά διαθέσιμα, τα ευνοϊκά χαρακτηριστικά του δημόσιου χρέους και η προβλεπόμενη ενίσχυση του δυνητικού ρυθμού ανάπτυξης.

3 ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Τα φορολογικά μέτρα που ανακοινώθηκαν από την κυβέρνηση στη Διεθνή Έκθεση Θεσσαλονίκης εκτιμάται ότι θα έχουν θετική επίδραση στην ανάπτυξη τα επόμενα έτη. Ειδικότερα, η μείωση του μη μισθολογικού κόστους της εργασίας (tax wedge) αναμένεται να οδηγήσει σε ενδυνάμωση των κινήτρων αφενός των επιχειρήσεων για τη δημιουργία νέων θέσεων εργασίας και αφετέρου του πληθυσμού που βρίσκεται σε παραγωγική ηλικία, προκειμένου να συμμετάσχει στην αγορά εργασίας. Επιπλέον, τα πρόσφατα φορολογικά κίνητρα για νέους εργαζομένους, που περιλαμβάνουν φορολογικές μειώσεις και απαλλαγές από το φόρο εισοδήματος, ενθαρρύνουν την ενεργό συμμετοχή τους στην αγορά εργασίας και τη συγκράτηση του ανθρώπινου δυναμικού στη χώρα. Η αύξηση της συμμετοχής των νέων στην αγορά εργασίας είναι βασική προϋπόθεση για την περαιτέρω πτώση του ποσοστού της ανεργίας, για την αντιμετώπιση των ελλείψεων εργατικού δυναμικού σε διάφορους τομείς όπως ο τουρισμός, αλλά και για την αύξηση των παραγωγικών δυνατοτήτων της χώρας. Παράλληλα, η μείωση της φορολογίας στα εισοδήματα από ενοίκια αυξάνει το διαθέσιμο εισόδημα των ιδιοκτητών και ενδέχεται να ενισχύσει τη διαφάνεια και τη δηλωμένη δραστηριότητα στην αγορά ακινήτων. Ιδιαίτερη σημασία έχουν επίσης οι ρυθμίσεις που στοχεύουν στην περιφέρεια, καθώς αναμένεται να τονώσουν την τοπική οικονομική δραστηριότητα, να περιορίσουν τις περιφερειακές ανισότητες και να στηρίξουν την κοινωνική συνοχή.²⁰ Η αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών αναμένεται να οδηγήσει σε μείωση των δεικτών φτώχειας. Ωστόσο, η αναλογική ωφέλεια αυξάνεται προοδευτικά με το ύψος του εισοδήματος προκαλώντας οριακή επιδείνωση των δεικτών ανισότητας, χωρίς όμως να αντιστρέφεται η συνολικά θετική εικόνα σε όρους ευημερίας.²¹

20 IMF (2025), “[Greece: 2025 Article IV Consultation](#)”, IMF Staff Country Report No. 2025/085.

21 Hellenic Republic, Ministry of Economy and Finance, “[Greece, Draft Budgetary Plan 2026](#)”, October 2025.

Το δημογραφικό πρόβλημα αποτελεί σύνθετη πρόκληση και συνιστά σημαντικό μεσομακρο-πρόθεσμο δημοσιονομικό κίνδυνο, καθώς επηρεάζει την απασχόληση, τα φορολογικά έσοδα και τη βιωσιμότητα του ασφαλιστικού συστήματος. Η αντιμετώπισή του μέσω συμπληρωματικών πολιτικών αποτελεί κρίσιμη προϋπόθεση για τη διασφάλιση της δημοσιονομικής ανθεκτικότητας. Ως εκ τούτου, οι φορολογικές παρεμβάσεις από μόνες τους δεν επαρκούν για την αντιμετώπιση των μελλοντικών προκλήσεων. Η αποτελεσματικότητά τους μπορεί να αυξηθεί σημαντικά εφόσον συνδυαστούν με ένα πλέγμα στοχευμένων κοινωνικών και αναπτυξιακών παρεμβάσεων, όπως οι επενδύσεις σε ποιοτικούς και οικονομικά προσιτούς παιδικούς σταθμούς, η θεσμοθέτηση ευέλικτων ωραρίων και μορφών απασχόλησης, η στήριξη της στέγασης νέων οικογενειών και η ενίσχυση των υπηρεσιών υγειονομικής περίθαλψης. Επιπλέον, οι ειδικές παροχές, όπως τα επιδόματα σπουδών για τα παιδιά ή η παροχή υποστήριξης στο σπίτι κατά τα πρώτα βήματα μιας νέας μητέρας, ενισχύουν την οικογενειακή ασφάλεια. Ο συνδυασμός σχετικών φορολογικών και διαρθρωτικών παρεμβάσεων μπορεί να αποφέρει πολλαπλασιαστικά οφέλη για την οικονομία, συμβάλλοντας ταυτόχρονα στην ενίσχυση της κοινωνικής συνοχής.

Όσον αφορά την προσέλκυση παραγωγικών επενδύσεων, αυτή προϋποθέτει τη διαμόρφωση ενός σταθερού και φιλικού επιχειρηματικού περιβάλλοντος. Κρίσιμες παρεμβάσεις προς αυτή την κατεύθυνση περιλαμβάνουν την ταχύτερη απονομή δικαιοσύνης²² και τη μείωση της γραφειοκρατίας. Παρά τη σημαντική πρόοδο που έχει συντελεστεί μέσω του ψηφιακού μετασχηματισμού των δημόσιων υπηρεσιών, απαιτείται στενότερη διασύνδεση των υφιστάμενων ψηφιακών συστημάτων και απλοποίηση διαδικασιών με υψηλό διοικητικό κόστος. Συμπληρωματικά στοιχεία για την αναβάθμιση της δημόσιας διοίκησης αποτελούν η αντιμετώπιση της πολυνομίας και η ενίσχυση της αποτελεσματικότητας των θεσμών, οι οποίες θα διασφαλίσουν παράλληλα την προστασία των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας και την ορθή εκτέλεση συμβάσεων, βελτιώνοντας το επενδυτικό κλίμα. Επιπλέον, η σταθερότητα του φορολογικού συστήματος, η καθιέρωση επιταχυνόμενων αποσβέσεων για πάγιο εξοπλισμό και οι μεγαλύτερες εκπτώσεις φόρου για επενδύσεις σε έρευνα και ανάπτυξη μπορούν να καταστήσουν τη χώρα πιο ελκυστική για την υλοποίηση επενδύσεων στη βιομηχανία και την καινοτομία, με θετικές επιδράσεις στην αναπτυξιακή δυναμική. Προκειμένου η ανωτέρω προτεραιοποίηση να προσφέρει τα αναμενόμενα οφέλη, είναι αναγκαία η μετάβαση της οικονομίας σε ένα μοντέλο διασύνδεσης των μισθολογικών αυξήσεων με την παραγωγικότητα, καθώς με αυτό τον τρόπο το μέρος της ανάπτυξης μεταφέρεται στις απολαβές από εργασία.

Μέρος του διαθέσιμου δημοσιονομικού χώρου θα πρέπει να αξιοποιείται κατά προτεραιότητα για την ενίσχυση των δημόσιων επενδύσεων, ώστε να διατηρηθεί (ή και να επιταχυνθεί) η αναπτυξιακή δυναμική της οικονομίας (ιδίως μετά τη λήξη του RRF). Στο προσεχές διάστημα απαιτείται εντατικοποίηση της προσπάθειας για την έγκαιρη απορρόφηση και εκταμίευση των υπολειπόμενων πόρων του RRF προς τον ιδιωτικό τομέα, προκειμένου να επιτευχθούν οι προβλεπόμενοι ρυθμοί αύξησης των επενδύσεων κατά την περίοδο 2025-26.

Η ελληνική οικονομία θα πρέπει επίσης να εκμεταλλευθεί στο έπακρο τις νέες πρωτοβουλίες της ΕΕ για την ενίσχυση της ευρωπαϊκής άμυνας. Προς τούτο, θα πρέπει να επιδιωχθεί πιο ενεργός συμμετοχή της εγχώριας αμυντικής βιομηχανίας (όπου θα δραστηριοποιούνται από κοινού τόσο ο δημόσιος όσο και ο ιδιωτικός τομέας) σε διεθνή εξοπλιστικά προγράμματα και κοινοπραξίες. Η μεγαλύτερη ενσωμάτωση του εγχώριου παραγωγικού δυναμικού στις αμυντικές δαπάνες μπορεί να αυξήσει την προστιθέμενη αξία της αμυντικής βιομηχανίας στο σύνολο της οικονομίας και να οδηγήσει σε σταδιακά μεγαλύτερη κάλυψη των αμυντικών αναγκών της χώρας από την εγχώρια παραγωγή.

Τέλος, η διασφάλιση της βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους και η συνέχιση της ταχείας αποκλιμάκωσής του πρέπει να παραμείνουν κεντρική και αδιαπραγμάτευτη προτεραιότητα της οικονομικής πολιτικής. Προς το σκοπό αυτό, απαιτείται όχι μόνο σταθερή συμμόρφωση με το νέο

22 IMF (2025), "[Greece: Selected Issues](#)", IMF Staff Country Report No. 2025/086.

ευρωπαϊκό δημοσιονομικό πλαίσιο, αλλά και αξιοποίηση των υφιστάμενων υψηλών ταμειακών διαθεσίμων για την ταχύτερη μείωση του χρέους, γεγονός που θα ενισχύσει περαιτέρω την αξιοπιστία της χώρας στις αγορές. Μόνο η ταχύτερη μείωση του λόγου δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ θα ελαφρύνει τις ανάγκες διαρθρωτικής προσαρμογής για την πλήρη συμμόρφωση με τους δημοσιονομικούς κανόνες και θα επιτρέψει τη μεγαλύτερη αύξηση του ορίου δαπανών για την άσκηση ενεργητικής πολιτικής. Καθοριστικό ρόλο στη διατήρηση της δημοσιονομικής πειθαρχίας, στην παρακολούθηση της συμμόρφωσης με το νέο δημοσιονομικό πλαίσιο και στην περαιτέρω ενίσχυση της εμπιστοσύνης διαδραματίζουν οι ανεξάρτητες δημοσιονομικές αρχές, οι οποίες συμβάλλουν στη διαφάνεια και τη λογοδοσία της δημοσιονομικής πολιτικής (βλ. Πλαίσιο V.1).

Πλαίσιο V.1

Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΩΝ ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΩΝ ΑΡΧΩΝ ΣΤΗ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ

Οι ανεξάρτητες δημοσιονομικές αρχές είναι θεσμοί που προβλέπονται από τη νομοθεσία¹ και λειτουργούν ανεξάρτητα από την εκτελεστική εξουσία (έχουν δηλαδή διοικητική και λειτουργική αυτοτέλεια), αποσκοπώντας στην ενίσχυση της αξιοπιστίας και της βιωσιμότητας της δημοσιονομικής πολιτικής. Στην Ελλάδα² λειτουργούν δύο ανεξάρτητες δημοσιονομικές αρχές:

α) Το Γραφείο Προϋπολογισμού του Κράτους στη Βουλή, που συστάθηκε με το ν. 3871/2010 με κύριες αρμοδιότητες την παρακολούθηση της εκτέλεσης του κρατικού προϋπολογισμού (ΚΠ), την αποτίμηση της πορείας της ελληνικής οικονομίας και την τήρηση των δημοσιονομικών στόχων και το οποίο μέσω περιοδικών εκθέσεων (μηνιαίων και τριμηνιαίων, καθώς και με την ετήσια Γνώμη του επί του Προσχεδίου του ΚΠ) ενημερώνει τις αρμόδιες επιτροπές της Βουλής των Ελλήνων. Οι εκθέσεις αυτές δημοσιοποιούνται, παρέχοντας τη σχετική πληροφόρηση και στο ενδιαφερόμενο κοινό.

β) Το Ελληνικό Δημοσιονομικό Συμβούλιο, που συστάθηκε με το ν. 4270/2014 προκειμένου να αξιολογεί τις μακροοικονομικές προβλέψεις στις οποίες βασίζονται το προσχέδιο και το σχέδιο για τον ετήσιο ΚΠ και το Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής (ΜΠΔΣ). Είναι επίσης αρμόδιο για την παρακολούθηση της συμμόρφωσης με τους αριθμητικούς δημοσιονομικούς κανόνες και την αξιολόγηση της εφαρμογής τους, ιδιαίτερα σε σχέση με τυχόν αποκλίσεις από τους στόχους. Το Ελληνικό Δημοσιονομικό Συμβούλιο, μέσα από την έκδοση περιοδικών εκθέσεων και γνωμοδοτήσεων, παρακολουθεί την τήρηση των εθνικών δημοσιονομικών κανόνων και των κανόνων του Δημοσιονομικού Συμφώνου (Fiscal Compact) καθώς και τη δημοσιονομική βιωσιμότητα (δυναμική του χρέους, πορεία του δημοσιονομικού αποτελέσματος) και αξιολογεί επίσης τις μακροοικονομικές προβλέψεις του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών. Ειδικότερα, το Ελληνικό Δημοσιονομικό Συμβούλιο δημοσιοποιεί τριμηνιαία δελτία για την πορεία της ελληνικής οικονομίας, εξαμηνιαίες εκθέσεις για την ανάλυση των μακροοικονομικών και δημοσιονομικών εξελίξεων στην Ελλάδα, καθώς και τις γνωμοδοτήσεις του επί του ΚΠ και των προσχεδίων του και επί του ΜΠΔΣ. Ο ν. 5217/2025 δίνει τη δυνατότητα στο Ελληνικό Δημοσιονομικό Συμβούλιο να αξιολογεί, πέραν του ΚΠ, και τα προγράμματα των κομμάτων της αντιπολίτευσης, συνεισφέροντας εποικοδομητικά στο διάλογο για την οικονομία.

Αβεβαιότητες στη δημοσιονομική διαχείριση και η αναγκαιότητα για θεσμικές παρεμβάσεις

Η δημοσιονομική διαχείριση τα τελευταία χρόνια υπόκειται στους περιορισμούς και τις αβεβαιότητες που απορρέουν από τη γεωπολιτική και γεωοικονομική πραγματικότητα, την κλιματική και την ενεργειακή κρίση και τις τεχνολογικές αλλαγές, παράγοντες που, μεταξύ άλλων, καθιστούν αναγκαίο τον παραγωγικό μετασχηματισμό της οικονομίας. Αυτά δεν αφήνουν ανεπηρέαστο το μεσοπρόθεσμο σχεδιασμό της δημοσιονομικής πολιτικής και την εκτέλεση του ΚΠ, που δεν θα πρέπει να αποκλίνουν από το δημοσιονομικό πλαίσιο και τους κανόνες της ΕΕ. Έτσι, ο οικονομικός σχεδιασμός και τα προγράμματα των κυβερνήσεων είναι αναπόφευκτα εκτεθειμένα σε αβεβαιότητες ως προς τους στόχους τους και την υλοποίησή τους, αφού βασίζονται σε προβλέψεις και επιλογές που

1 Στην περίπτωση της Ελλάδας, οι ανεξάρτητες αρχές προβλέπονται στο άρθρο 101Α του Συντάγματος.

2 Για μια λεπτομερή παρουσίαση του έργου όλων των ανεξάρτητων αρχών στην Ελλάδα, βλ. τη μελέτη του IOBE “Οι Ανεξάρτητες Αρχές στην ελληνική διοίκηση και οικονομία: Ανάλυση και αξιολόγηση”, Μάιος 2025, *διαΝΕΟσις*.

επηρεάζονται από απρόβλεπτα γεγονότα συνδεδεμένα με τους παραπάνω παράγοντες. Επιπρόσθετα, οι στόχοι των κυβερνητικών προγραμμάτων καθορίζονται από τις πιέσεις του πολιτικού κύκλου και από το κίνητρο των κυβερνήσεων για επανεκλογή, κάτι που, στο βαθμό που δεν λαμβάνονται υπόψη το δημοσιονομικό κόστος και οι δημοσιονομικοί στόχοι, μπορεί να οδηγήσει σε δημοσιονομική εκτροπή. Επιπλέον, η υλοποίηση των οικονομικών προγραμμάτων απαιτεί την εμπιστοσύνη της κοινωνίας στην κυβερνητική πολιτική. Και αυτό γιατί τα απαιτούμενα μέτρα συχνά αποδίδουν σε βάθος χρόνου και αφορούν στόχους που δεν γίνονται άμεσα ορατοί ή εύκολα αντιληπτοί από τους πολίτες.³

Θα πρέπει λοιπόν τόσο οι επιλογές της φορολογικής πολιτικής και της πολιτικής των δαπανών όσο και οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις να γεφυρώνουν το χάσμα ανάμεσα στις προσδοκίες (πιθανώς διαγενεακές) των πολιτών και τις δυνατότητες της δημοσιονομικής πολιτικής διαχρονικά,⁴ λαμβάνοντας υπόψη τους περιορισμούς τους οποίους επιβάλλει η ανάγκη συμμόρφωσης με τους δημοσιονομικούς κανόνες της ΕΕ. Εν προκειμένω, σημαντική είναι η συμβολή των θεσμικά ανεξάρτητων δημοσιονομικών αρχών, σκοπός των οποίων είναι ακριβώς να προωθούν τη δημοσιονομική βιωσιμότητα ελέγχοντας τη συμμόρφωση της δημοσιονομικής πολιτικής με τους δημοσιονομικούς κανόνες, αξιολογώντας τις δημοσιονομικές προβλέψεις του ΚΠ, καθώς και παρέχοντας γνωμοδοτήσεις σε θέματα δημοσιονομικής πολιτικής. Αξίζει επίσης να επισημανθεί ότι στην οικονομική διακυβέρνηση της ΕΕ ο ρόλος του ανεξάρτητου Ευρωπαϊκού Δημοσιονομικού Συμβουλίου (ΕΔΣ) ως συμβουλευτικού οργάνου είναι σημαντικός σε θέματα που αφορούν την πολυμερή δημοσιονομική εποπτεία και το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Ειδικότερα, το ΕΔΣ αξιολογεί εκ των υστέρων την εφαρμογή του δημοσιονομικού πλαισίου της ΕΕ, διατυπώνει προτάσεις για τη μελλοντική εξέλιξη του εν λόγω πλαισίου και, μέσω της δημοσίευσης των εκθέσεων του, συμβάλλει στην ενίσχυση της διαφάνειας και της λογοδοσίας στην ΕΕ.⁵

Ανεξάρτητες δημοσιονομικές αρχές – πλεονεκτήματα

Στην Ελλάδα οι ανεξάρτητες δημοσιονομικές αρχές (Γραφείο Προϋπολογισμού του Κράτους στη Βουλή, Ελληνικό Δημοσιονομικό Συμβούλιο) συμβάλλουν καθοριστικά στην ενίσχυση της αξιοπιστίας και της αποτελεσματικότητας της δημοσιονομικής πολιτικής.⁶ Και τούτο διότι, παρέχοντας ανεξάρτητες, αντικειμενικές και τεκμηριωμένες αξιολογήσεις επί των κυβερνητικών προγραμμάτων και των κρατικών προϋπολογισμών και δημοσιονομικών στόχων (ετήσιων και μεσοπρόθεσμων), βοηθούν στην αποφυγή μη ενδεδειγμένων μέτρων πολιτικής που πιθανώς υπαγορεύονται από την επιδίωξη των κυβερνήσεων να επανεκλεγούν.⁷ Ανατροφοδοτούν έτσι τις κυβερνήσεις με τεκμηριωμένη ανάλυση σχετικά με τη δυνατότητα υλοποίησης των επιθυμητών επιλογών καθώς και τον τρόπο και το κόστος επίτευξής τους. Επίσης, οι ανεξάρτητες δημοσιονομικές αρχές παίζουν καθοριστικό ρόλο στη δημοσιονομική πειθαρχία και στη διαφάνεια των κυβερνητικών επιλογών, ως βάση για τη λογοδοσία της κυβέρνησης, αλλά και για ένα γόνιμο διάλογο με την κοινωνία και τους άλλους θεσμικούς φορείς. Επιπρόσθετα, η ύπαρξη και η σωστή λειτουργία των ανεξάρτητων δημοσιονομικών αρχών ενισχύει την αξιοπιστία της κυβερνητικής πολιτικής και συμβάλλει θετικά στην εμπιστοσύνη των αγορών όσον αφορά την εφαρμοσιμότητα των κυβερνητικών προγραμμάτων, τη σταθερότητα και συνέπεια της δημοσιονομικής πολιτικής και την εν γένει πορεία της οικονομίας μεσοπρόθεσμα.

Βέβαια, δεν θα πρέπει να παραγνωριστεί ότι, σε μια οικονομία και κοινωνία όπου η διάχυση της γνώσης είναι πλέον δεδομένη, και οι ίδιες οι ανεξάρτητες δημοσιονομικές αρχές κρίνονται – ή θα πρέπει να κρίνονται – ως

3 Για παράδειγμα, ορισμένες φορολογικές επιβαρύνσεις ή περικοπές δαπανών αναγκαίες για την κλιματική μετάβαση στοχεύουν σε μακροπρόθεσμα αποτελέσματα και κατά συνέπεια δεν γίνεται ορατή η χρησιμότητά τους στο βραχυπρόθεσμο ορίζοντα μιας κυβερνητικής θητείας.

4 Σύμφωνα με μελέτη του ΟΟΣΑ (*Government at a Glance 2025*), μόνο το 37% των πολιτών στις χώρες-μέλη του ΟΟΣΑ πιστεύει ότι οι κυβερνήσεις μπορούν να εξισορροπήσουν τις ανάγκες διαφορετικών γενεών, ενώ το ποσοστό αυτό για την Ελλάδα είναι μικρότερο από 30%. Θα πρέπει επίσης να επισημανθεί ότι μεταξύ 2021 και 2023 η εμπιστοσύνη των πολιτών στις κυβερνήσεις μειώθηκε κατά 2%.

5 Το Ευρωπαϊκό Δημοσιονομικό Συμβούλιο αρχικά συστάθηκε με την Απόφαση 2015/1937 της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, η οποία εν συνεχεία αντικαταστάθηκε από την Απόφαση 2024/2115 που του αναθέτει πιο εξέχοντα συμβουλευτικό ρόλο.

6 Σημειώνεται ότι ο ρόλος, η σημασία και το πεδίο λειτουργίας των ανεξάρτητων δημοσιονομικών αρχών προβλέπονται και στο νέο δημοσιονομικό πλαίσιο της ΕΕ, επομένως έχουν δεσμευτικό χαρακτήρα για τα κράτη-μέλη.

7 Για περαιτέρω ανάλυση, βλ. Beetsma, R. and H. Debrun (eds.) (2018), *Independent Fiscal Councils: Watchdogs or lap-dogs?*, A Vox EU.org Book, και Cao, Y., E. Dabla-Norris and E. Di Gregorio (2024), "Fiscal Discourse and Fiscal Policy", IMF Working Paper No. 2024/194.

Ευρωπαϊκές ανεξάρτητες δημοσιονομικές αρχές

Αυστρία	Fiskalrat
Βέλγιο	Federaal Planbureau/Bureau fédéral du plan High Council of Finance
Βουλγαρία	Bulgarian Fiscal Council
Γαλλία	Haut Conseil des Finances Publiques
Γερμανία	Stabilitätsrat (Independent Advisory Board to the Stability Council)
Δανία	Danish Economic Council
Ελλάδα	Ελληνικό Δημοσιονομικό Συμβούλιο Γραφείο Προϋπολογισμού του Κράτους στη Βουλή
Εσθονία	Estonian Fiscal Council
Ηνωμένο Βασίλειο	Office for Budget Responsibility
Ιρλανδία	Irish Fiscal Advisory Council
Ισπανία	Independent Authority for Fiscal Responsibility
Ιταλία	Ufficio Parlamentare di Bilancio
Κροατία	Fiscal Policy Commission
Κύπρος	Δημοσιονομικό Συμβούλιο Κύπρου
Λεττονία	Fiscal Discipline Council
Λιθουανία	National Audit Office
Λουξεμβούργο	Conseil National des Finances Publiques
Μάλτα	Malta Fiscal Advisory Council
Ολλανδία	CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis Raad van State (Dutch Council of State)
Ουγγαρία	Fiscal Council of Hungary
Πορτογαλία	Conselho das Finanças Públicas
Ρουμανία	Romania Fiscal Council
Σλοβακία	Council for Budget Responsibility
Σλοβενία	Institute of Macroeconomic Analysis and Development Slovenian Fiscal Council
Σουηδία	Swedish Fiscal Policy Council
Τσεχία	Czech Fiscal Council
Φινλανδία	The Finnish Economic Policy Council National Audit Office of Finland

Πηγή: EU Independent Fiscal Institutions (<https://www.euifis.eu/pages/members>).

προς την αποτελεσματικότητα του έργου τους, χτίζοντας με τον τρόπο αυτό την αξιοπιστία τους. Θα πρέπει λοιπόν να υπάγονται σε λογοδοσία και να λειτουργούν σε ένα θεσμικά κατοχυρωμένο πλαίσιο για να παράγουν αμερόληπτες και αντικειμενικές αξιολογήσεις.

Ανεξάρτητες δημοσιονομικές αρχές λειτουργούν σε όλα τα ευρωπαϊκά κράτη (βλ. τον πίνακα). Αναφέρεται χαρακτηριστικά η λειτουργία του ολλανδικού CPB ήδη από το 1945.

Προϋποθέσεις για την αποτελεσματική λειτουργία των ανεξάρτητων δημοσιονομικών αρχών

Για να μπορούν οι ανεξάρτητες δημοσιονομικές αρχές να επιτελούν αποτελεσματικά το έργο τους – το οποίο είναι αναγκαίο να καθορίζεται με σαφήνεια – η διοικητική και λειτουργική ανεξαρτησία τους θα πρέπει να κατοχυρώνεται θεσμικά, ώστε να ελαχιστοποιούνται οι πιθανές παρεμβάσεις από την εκάστοτε πολιτική και οικονομική ηγεσία.

Τα μέλη και το επιστημονικό προσωπικό τους θα πρέπει να επιλέγονται αμερόληπτα, μέσα από διαφανείς διαδικασίες, με κριτήριο την εμπειρία και τις γνώσεις τους, ενώ παράλληλα θα πρέπει να κατοχυρώνεται θεσμικά η θητεία των μελών της διοίκησης για διάστημα μεγαλύτερο του εκλογικού κύκλου. Είναι επίσης απαραίτητο να διασφαλίζεται η απρόσκοπτη πρόσβαση των εν λόγω αρχών στις πηγές πληροφόρησης που συνδέονται με το έργο τους (στατιστικά στοιχεία κ.λπ.), αλλά και η επαρκής χρηματοδότησή τους ώστε να έχουν στη διάθεσή τους υλικοτεχνικούς πόρους για την αποτελεσματική λειτουργία τους.⁸ Αναγκαία είναι εξάλλου η δημοσιοποίηση των αναλύσεων τους και των συμπερασμάτων πολιτικής σχετικά με τη μακροοικονομική και δημοσιονομική πορεία της χώρας, ώστε να γίνεται γνωστή η θέση τους τόσο στους υπόλοιπους θεσμικούς φορείς όσο και στους πολίτες. Τέλος, ιδιαίτερα σημαντικό είναι να έχει θεσμοθετηθεί μηχανισμός αξιολόγησης του έργου τους από άλλους ανεξάρτητους φορείς, καθώς και να επανεξετάζεται η αναγκαιότητα ύπαρξης των υφιστάμενων αρχών, αλλά και η σκοπιμότητα δημιουργίας νέων θεσμικών οργάνων.

Συμπέρασμα

Στις δημοκρατικές κοινωνίες η τεκμηριωμένη πολυφωνία ως προς την αξιολόγηση και την εξέλιξη των οικονομικών μεγεθών ενισχύει την αξιοπιστία των δημοσιονομικών προγραμμάτων και κατά συνέπεια της οικονομικής πολιτικής κάθε χώρας τόσο στο εσωτερικό όσο και στο διεθνές οικονομικό περιβάλλον. Ανατροφοδοτεί αμερόληπτα τις κυβερνήσεις με χρήσιμες πληροφορίες που συμβάλλουν στην επίτευξη των δημοσιονομικών στόχων, αλλά και στην εξομάλυνση των ανισορροπιών μεταξύ της δημοσιονομικής πολιτικής και της (κεντρικά καθοριζόμενης) νομισματικής πολιτικής των κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ. Η ενίσχυση του ρόλου των ανεξάρτητων δημοσιονομικών αρχών κρίνεται αναγκαία, όπως και η ύπαρξη ενός μηχανισμού για την αξιολόγηση του έργου τους.

8 Προς αυτή την κατεύθυνση κινείται και ο ν. 5217/2025 για τη διασφάλιση δημοσιονομικής ισορροπίας, ο οποίος περιλαμβάνει ρυθμίσεις για το Ελληνικό Δημοσιονομικό Συμβούλιο.

4 ΑΝΑΛΥΤΙΚΑ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ

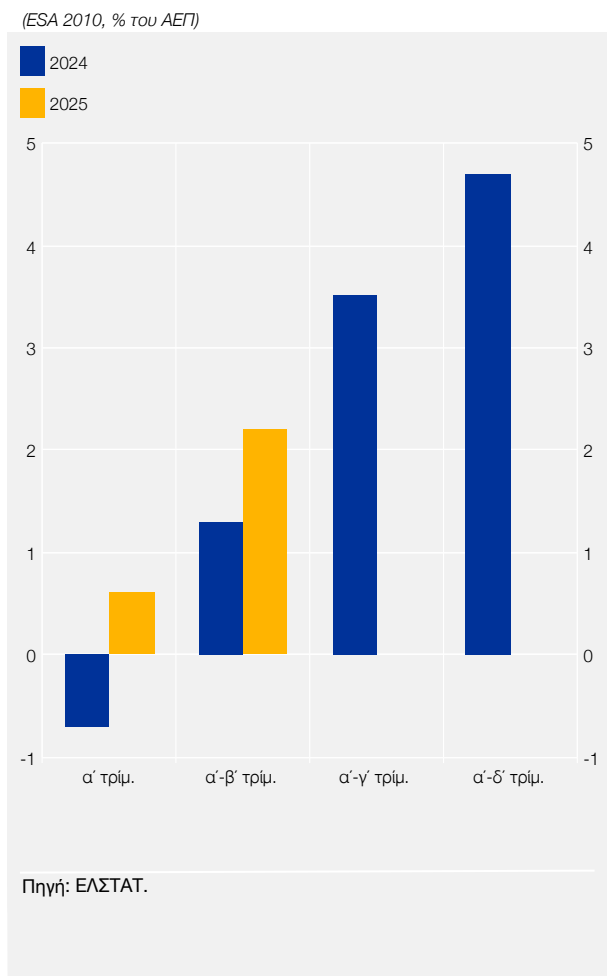
4.1 Γενική κυβέρνηση (εθνικολογιστικά στοιχεία – ΕΛΣΤΑΤ)

Σύμφωνα με τα εθνικολογιστικά στοιχεία της γενικής κυβέρνησης για το πρώτο εξάμηνο του 2025, το πρωτογενές αποτέλεσμα διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 2,2% του ΑΕΠ, παρουσιάζοντας βελτίωση κατά 0,8 ποσ. μον. έναντι του πρώτου εξαμήνου του 2024 (βλ. Διάγραμμα V.6). Η βελτίωση αυτή προκύπτει συμψηφιστικά από την αύξηση των εσόδων κατά 0,6 ποσ. μον. του ΑΕΠ και τη μείωση των πρωτογενών δαπανών κατά 0,2 ποσ. μον. του ΑΕΠ.

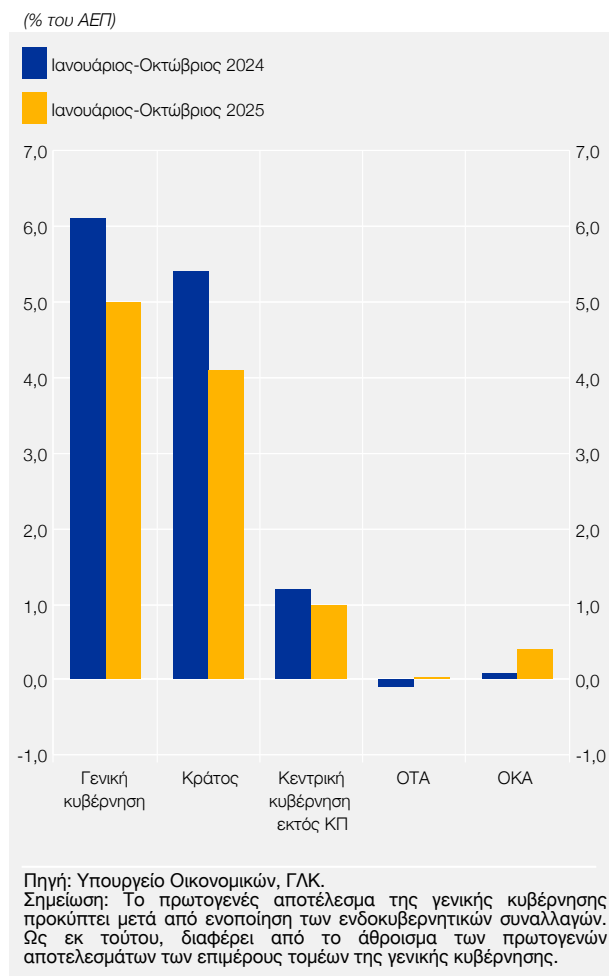
Σε απόλυτα μεγέθη, τα έσοδα και οι πρωτογενείς δαπάνες αυξήθηκαν (κατά 7,9% και κατά 3,9% αντίστοιχα) έναντι του πρώτου εξαμήνου του 2024. Η αύξηση των εσόδων οφείλεται κυρίως στην ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας, στη μείωση της φοροδιαφυγής και στην άνοδο των τιμών. Η αύξηση των πρωτογενών δαπανών προήλθε από: α) την αύξηση στις αμοιβές των εργαζομένων, λόγω της αναμόρφωσης του μισθολογίου του δημόσιου τομέα και της σύνδεσής τους με την αύξηση του κατώτατου μισθού, β) την άνοδο της ενδιάμεσης δημόσιας κατανάλωσης, λόγω της αύξησης των τιμών, γ) την αύξηση των κοινωνικών παροχών ως αποτέλεσμα της αύξησης των κύριων συντάξεων, του αριθμού των συνταξιούχων και της εκκαθάρισης εκκρεμών αιτημάτων συνταξιοδότησης, καθώς και δ) την αύξηση των κεφαλαιακών μεταβιβάσεων λόγω, μεταξύ άλλων, της συμπερίληψης ποσού ύψους 427 εκατ. ευρώ που αφορά το πρόστιμο για τον ΟΠΕΚΕΠΕ.²³ Αντιθέτως, μειώσεις καταγράφηκαν στις επιδοτήσεις, λόγω της απόσυρσης των μέτρων για την αντιμετώπιση της πανδημίας και της ενεργειακής κρίσης, καθώς και, οριακά, στις δημόσιες επενδύσεις.

23 Αφορά το πρόστιμο που επέβαλε η Ευρωπαϊκή Επιτροπή στην Ελλάδα τον Ιούνιο του 2025 για τη συστηματική κακοδιαχείριση των γεωργικών επιδοτήσεων από τον ΟΠΕΚΕΠΕ μεταξύ 2016 και 2023 και, πιο συγκεκριμένα, για την αδυναμία του να διενεργήσει κατάλληλους ελέγχους και επιτόπιες επιθεωρήσεις για τις πληρωμές επιδοτήσεων, γεγονός που οδήγησε σε εκτεταμένες παρατυπίες και σε σκάνδαλο που αφορούσε δυνητικά παράνομους δικαιούχους.

Διάγραμμα V.6 Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης σε εθνολογιστική βάση



Διάγραμμα V.7 Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης σε ταμειακή βάση



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

Σύμφωνα με τα ταμειακά στοιχεία της γενικής κυβέρνησης που συλλέγει το Γενικό Λογιστήριο του Κράτους (ΓΛΚ), κατά την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2025 το ταμειακό αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 2,5% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 3,3% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους. Ομοίως, το πρωτογενές αποτέλεσμα επιδεινώθηκε και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 5,0% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 6,1% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2024.

Η επιδείνωση του πρωτογενούς αποτελέσματος έναντι της περιόδου Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2024 προκύπτει συνδυαστικά από: α) την επιδείνωση του πρωτογενούς αποτελέσματος του κρατικού προϋπολογισμού κατά 2,6 δισεκ. ευρώ ή 1,3 ποσ. μον. του ΑΕΠ, η οποία οφείλεται στην επίδραση αποτελέσματος βάσης, καθώς πέρυσι τον Οκτώβριο είχε εισπραχθεί ποσό ύψους 3,2 δισεκ. ευρώ από τη σύμβαση παραχώρησης της Αττικής Οδού, β) την επιδείνωση του πρωτογενούς αποτελέσματος των νομικών προσώπων της κεντρικής κυβέρνησης (ΝΠΚΚ) κατά 0,2 ποσ. μον. του ΑΕΠ, γ) τη βελτίωση του πρωτογενούς αποτελέσματος των οργανισμών κοινωνικής ασφάλισης (ΟΚΑ) κατά 0,3 ποσ. μον. του ΑΕΠ, εξέλιξη που αντανακλά αυξημένα έσοδα από μεταβιβάσεις και ασφαλιστικές εισφορές, και δ) την οριακή βελτίωση του πρωτογενούς αποτελέσματος των οργανισμών τοπικής αυτοδιοίκησης (ΟΤΑ), κατά 0,1 ποσ. μον. του ΑΕΠ (βλ. Διάγραμμα V.7).

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

(εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος-Οκτώβριος		Ποσοστιαία μεταβολή	Απόκλιση από τις εκτιμήσεις του Προϋπολογισμού 2025 ¹
	2024	2025	2025/2024	
1. Καθαρά έσοδα κρατικού προϋπολογισμού (α-β)	61.330	60.957	-0,6	-1.681
α. Έσοδα κρατικού προϋπολογισμού (I+II+III+IV)	67.413	68.275	1,3	-618
I. Φόροι	55.136	59.322	7,6	2.083
II. Μεταβιβάσεις	4.918	4.755	-3,3	-2.381
III. Πωλήσεις αγαθών και υπηρεσιών	4.081	1.976	-51,6	-232
IV. Λοιπά έσοδα	3.279	2.222	-32,2	-88
β. Επιστροφές φόρων	6.082	7.318	20,3	1.063
Πληροφοριακά στοιχεία:				
Έσοδα από το Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) ²	3.616	2.930	-19,0	-615
Έσοδα από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας ³	1.157	1.346	16,3	-2.109
2. Δαπάνες κρατικού προϋπολογισμού (I+II+III+IV+V+VI+VII+VIII)	55.214	57.871	4,8	-4.556
Πρωτογενείς δαπάνες κρατικού προϋπολογισμού (2-VI)	47.762	50.566	5,9	-4.881
I. Παροχές σε εργαζομένους	12.285	12.615	2,7	338
II. Μεταβιβάσεις	24.280	25.752	6,1	-1.542
III. Αγορές αγαθών και υπηρεσιών	1.414	1.521	7,6	153
IV. Αποκτήσεις πάγιων περιουσιακών στοιχείων	1.078	1.072	-0,6	-943
V. Λοιπές πρωτογενείς δαπάνες	322	267	-17,1	-2.489
VI. Τόκοι (σε ακαθάριστη βάση)	7.452	7.305	-2,0	325
VII. Δαπάνες Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ)	6.817	6.284	-7,8	-656
VIII. Δαπάνες Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας	1.566	3.054	95,0	257
3. Ισοζύγιο κρατικού προϋπολογισμού (1-2)	6.116	3.087		2.875
% του ΑΕΠ	2,6	1,2		
4. Πρωτογενές αποτέλεσμα κρατικού προϋπολογισμού (3+2.VI)	13.528	10.298		3.106
% του ΑΕΠ	5,7	4,1		

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

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

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

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

Οι συνολικές ληξιπρόθεσμες οφειλές της γενικής κυβέρνησης²⁴ στο τέλος του Οκτωβρίου 2025 διαμορφώθηκαν σε 3,8 δισεκ. ευρώ, έναντι 3 δισεκ. ευρώ το Δεκέμβριο του 2024.²⁵

4.3 Κρατικός προϋπολογισμός (τροποποιημένη ταμειακή βάση)

Την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2025 ο κρατικός προϋπολογισμός (ΚΠ) παρουσίασε επιδείνωση σε σχέση με την αντίστοιχη περσινή περίοδο, καθώς το πλεόνασμα ανήλθε σε 1,2% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 2,6% του ΑΕΠ (βλ. Πίνακα V.2). Το πρωτογενές αποτέλεσμα

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

25 Η αύξηση των ληξιπρόθεσμων οφειλών εξηγείται σε μεγάλο βαθμό από τον υψηλότερο πληθωρισμό των τελευταίων ετών: η ονομαστική αξία των οφειλών που συσσωρεύονται τα τελευταία έτη είναι μεγαλύτερη αυτής των οφειλών παλαιότερων ετών που αποπληρώνονται σταδιακά. Οι ληξιπρόθεσμες οφειλές των νοσοκομείων, που αποτελούν το μεγαλύτερο μέρος του συνόλου (55,6% τον Οκτώβριο του 2025), είναι σημαντικά χαμηλότερες αν συνυπολογιστεί ο μηχανισμός αυτόματης επιστροφής (claw-back). Οι ΟΚΑ είναι σε πορεία εκκαθάρισης των ληξιπρόθεσμων οφειλών που αφορούν επικουρικές συντάξεις και εφάπαξ.

του ΚΠ διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 4,1% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 5,7% του ΑΕΠ την ίδια περίοδο του 2024.

Αναλυτικότερα, η επιδείνωση του πρωτογενούς αποτελέσματος προκύπτει πρωτίστως λόγω επιδράσεων βάσης, καθώς πέρυσι είχε εισπραχθεί ποσό ύψους 3,2 δισεκ. ευρώ από τη σύμβαση παραχώρησης της Αττικής Οδού, και δευτερευόντως λόγω μειωμένων εσόδων από το Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ). Τα έσοδα (προ επιστροφών φόρων) παρουσίασαν αύξηση χάρη στην αυξημένη απόδοση φόρων τόσο για το προηγούμενο έτος (μέσω των δύο τελευταίων δόσεων του φόρου εισοδήματος του 2024 που εισπράχθηκαν τους δύο πρώτους μήνες του 2025) όσο και για το τρέχον έτος. Σε μικρότερο βαθμό, θετική επίδραση είχε και το γεγονός ότι η εκκαθάριση των φορολογικών δηλώσεων και η είσπραξη του ΕΝΦΙΑ έγιναν νωρίτερα μέσα στο έτος. Οι φόροι εισοδήματος του 2025 επηρεάστηκαν θετικά από την τεκμαρτή φορολόγηση των ελεύθερων επαγγελματιών, την αύξηση των μισθών και των συντάξεων, τη μείωση της ανεργίας, την αύξηση του κατώτατου μισθού, τη βελτιωμένη φορολογική συμμόρφωση και την αυξημένη κερδοφορία των επιχειρήσεων. Σημαντική αύξηση σημείωσαν και τα έσοδα από ΦΠΑ, εξέλιξη που συνδέεται με την ανάπτυξη της οικονομίας, τις ανατιμήσεις, αλλά και τις πρωτοβουλίες για την αντιμετώπιση της φοροδιαφυγής. Τέλος, οι πρωτογενείς δαπάνες παρουσίασαν άνοδο κυρίως λόγω των υψηλότερων δαπανών του Ταμείου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας και των αυξημένων μεταβιβάσεων.

Το πρωτογενές αποτέλεσμα παρουσίασε υπέρβαση κατά 3,1 δισεκ. ευρώ έναντι του στόχου περιόδου στον Προϋπολογισμό 2025. Η υπέρβαση αυτή οφείλεται στην καλύτερη απόδοση των φορολογικών εσόδων (μέρος της οποίας αφορά το 2024). Παράλληλα, σημειώθηκε συγκράτηση δαπανών έναντι του στόχου, μέρος της οποίας προήλθε από τον ετεροχρονισμό μεταβιβαστικών πληρωμών προς τους ΟΚΑ και δαπανών για εξοπλιστικά προγράμματα, οι οποίες ωστόσο ενδέχεται να πραγματοποιηθούν έως το τέλος του έτους.

4.4 Κρατικός προϋπολογισμός (ΚΠ) σε ταμειακή βάση

Το καθαρό ταμειακό αποτέλεσμα του ΚΠ το πρώτο δεκάμηνο του 2025 παρουσίασε επιδείνωση σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του προηγούμενου έτους και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 1,6% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 3,0% του ΑΕΠ (βλ. Πίνακα V.3). Αντίστοιχα, το καθαρό πρωτογενές ταμειακό αποτέλεσμα του ΚΠ επιδεινώθηκε και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 4,2% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 5,7% του ΑΕΠ το ίδιο διάστημα του 2024.

Ο τακτικός προϋπολογισμός (ΤΠ) παρουσίασε επιδείνωση σε σχέση με το προηγούμενο έτος, λόγω είσπραξης το 2024 αυξημένων εσόδων από αποκρατικοποιήσεις. Ομοίως, ο Προϋπολογισμός Δημοσίων Επενδύσεων, στον οποίο περιλαμβάνονται οι εισπράξεις και οι πληρωμές του RRF, παρουσίασε επιδείνωση, λόγω μειωμένων εσόδων αλλά και αυξημένων επενδυτικών δαπανών.

Πίνακας V.3 Καθαρό αποτέλεσμα κρατικού προϋπολογισμού σε ταμειακή βάση

(εκατ. ευρώ)

	Ετήσια στοιχεία		Ιανουάριος-Οκτώβριος	
	2023	2024	2024	2025
Κρατικός προϋπολογισμός ¹	-2.685	1.031	7.043	3.922
% του ΑΕΠ	-1,2	0,4	3,0	1,6
– Τακτικός προϋπολογισμός	1.781	8.760	10.653	9.035
– Προϋπολογισμός Δημοσίων Επενδύσεων ²	-4.466	-7.729	-3.610	-5.113

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 Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας.

VI ΧΡΗΜΑ, ΠΙΣΤΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΕΣ

Το πρώτο δεκάμηνο του 2025¹ τα επιτόκια τραπεζικών καταθέσεων προθεσμίας κατέγραψαν αξιόλογες μειώσεις και εξακολουθούν να διαμορφώνονται σε επίπεδο χαμηλότερο από το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ, αν και η απόκλιση μεταξύ των δύο περιορίστηκε. Την ίδια περίοδο τα επιτόκια καταθέσεων διάρκειας μίας ημέρας (λογαριασμοί τρεχούμενοι, όψεως και ταμειυτηρίου) διατηρήθηκαν κατ' ουσίαν αμετάβλητα.

Το κόστος τραπεζικού δανεισμού των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (ΜΧΕ) επίσης υποχώρησε σημαντικά, με συγκριτικά εντονότερες μειώσεις επιτοκίων στα δάνεια ύψους άνω των 250.000 ευρώ, τα οποία κατά κανόνα διοχετεύονται σε μεγαλύτερου μεγέθους επιχειρήσεις. Στη μείωση του κόστους χρηματοδότησης των επιχειρήσεων συνέβαλαν επιπρόσθετα τα προγράμματα του Ομίλου της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων (ΕΤΕπ) και της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας (ΕΑΤ) και η συγχρηματοδότηση από κεφάλαια του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF), από τα οποία επωφελήθηκε περίπου το 1/3 των νέων επιχειρηματικών δανείων. Η θετική απόκλιση του μεσοσταθμικού κόστους τραπεζικού δανεισμού για τις ΜΧΕ στην Ελλάδα έναντι της ζώνης του ευρώ συγκρατήθηκε περαιτέρω.

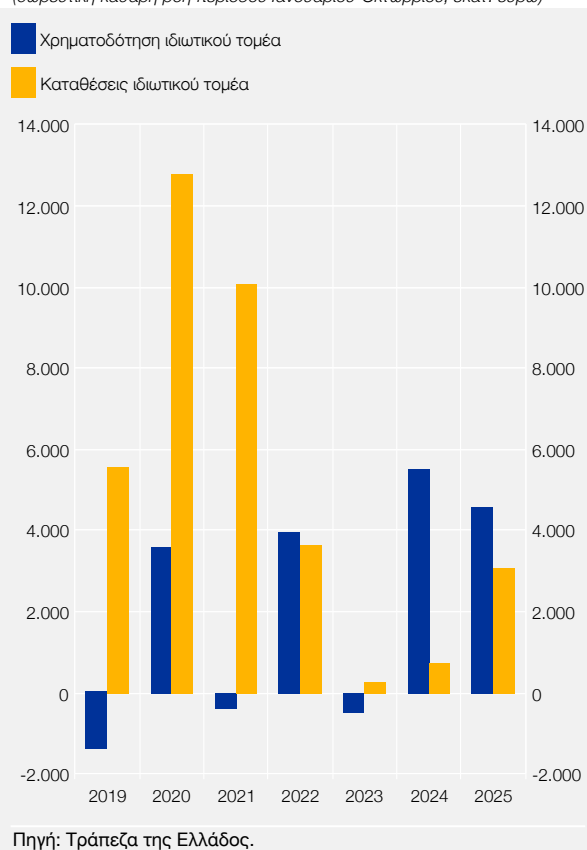
Τα επιτόκια τραπεζικών δανείων προς τα νοικοκυριά υποχώρησαν συγκριτικά λιγότερο από ό,τι τα επιτόκια επιχειρηματικής πίστης. Το κόστος στεγαστικής πίστης ήταν στην πράξη χαμηλότερο από ό,τι αποτυπώνεται στη στατιστική σειρά των επιτοκίων, καθώς περίπου το 1/3 των νέων στεγαστικών δανείων συγχρηματοδοτήθηκε από την ΕΑΤ (κυρίως μέσω του προγράμματος “Σπίτι μου II”).

Το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2025, σε σύγκριση με το αντίστοιχο δεκάμηνο του 2024, τα τραπεζικά δάνεια προς ΜΧΕ κατέγραψαν επιτάχυνση του θετικού ετήσιου ρυθμού μεταβολής τους, αλλά μείωση της μέσης μηνιαίας καθαρής ροής τους. Στα δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια (πιστωτικές γραμμές και άλλες διευκολύνσεις) προς ΜΧΕ αυξήθηκε το μέσο μηνιαίο υπόλοιπο, ενώ η ακαθάριστη ροή δανείων με καθορισμένη διάρκεια αυξήθηκε μόνο για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις.

Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των τραπεζικών δανείων προς τα νοικοκυριά διαμορφώθηκε θετικός για πρώτη φορά μετά τον Οκτώβριο του 2010. Η εξέλιξη αυτή προήλθε από την αυξημένη

Διάγραμμα VI.1 Τραπεζική χρηματοδότηση και καταθέσεις του εγχώριου ιδιωτικού τομέα

(συνρευτική καθαρή ροή περιόδου Ιανουαρίου-Οκτωβρίου, εκατ. ευρώ)



1 Στο κεφάλαιο αυτό έχουν ληφθεί υπόψη στοιχεία και πληροφορίες που είχαν δημοσιευθεί έως τις 10.12.2025.

μέση μηνιαία ακαθάριστη ροή τόσο των στεγαστικών δανείων, η συρρίκνωση των οποίων επιβραδύνθηκε και έγινε μηδενική τον Οκτώβριο, όσο και των καταναλωτικών δανείων καθορισμένης διάρκειας που οδήγησε σε συνεχή επιτάχυνση του ετήσιου ρυθμού ανόδου της καταναλωτικής πίστης.

Το απόθεμα των καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα παρουσίασε σωρευτική αύξηση εντονότερη σε σύγκριση με το αντίστοιχο δεκάμηνο του 2024 (βλ. Διάγραμμα VI.1), κυρίως λόγω σημαντικής ανόδου στις καταθέσεις των νοικοκυριών. Η θετική μεταβολή των καταθέσεων προήλθε από τις καταθέσεις μίας ημέρας, καθώς οι καταθέσεις προθεσμίας μειώθηκαν εξαιτίας της αποκλιμάκωσης των επιτοκίων τους.

Εν μέσω αυξημένης αβεβαιότητας στην παγκόσμια οικονομία, οι ελληνικές τράπεζες καταγράφουν θετικές επιδόσεις, με βελτίωση της κερδοφορίας τους και διατήρηση των δεικτών κεφαλαιακής επάρκειας και ρευστότητας σε υψηλά επίπεδα σύμφωνα με στοιχεία τέλους Σεπτεμβρίου 2025. Ο δείκτης μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων υποχώρησε ελαφρά για τον ελληνικό τραπεζικό τομέα, μειώνοντας περαιτέρω την απόσταση από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο. Τα αποτελέσματα της πανευρωπαϊκής άσκησης προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων (stress test) του 2025 επιβεβαιώνουν την ανθεκτικότητα των ελληνικών τραπεζών, οι οποίες, ακόμη και στο δυσμενές μακροοικονομικό σενάριο, διατηρούν επίπεδα ιδίων κεφαλαίων που υπερβαίνουν τις κανονιστικές απαιτήσεις και τον ευρωπαϊκό μέσο όρο. Οι ισχυρές επιδόσεις του ελληνικού τραπεζικού τομέα αποτυπώνονται στις συνεχείς αναβαθμίσεις του αξιόχρεου των τραπεζών από τους διεθνείς οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης, εξέλιξη που αντανακλά επίσης την ενίσχυση του πλαισίου μακροπροληπτικής εποπτείας και τις θετικές επιδράσεις από τις αναβαθμίσεις της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης. Η βελτίωση των θεμελιωδών μεγεθών και των πιστοληπτικών αξιολογήσεων των τραπεζών ενισχύει την ανθεκτικότητα του ελληνικού τραπεζικού τομέα και κατ'επέκταση τις προοπτικές για τη χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας υπό συνθήκες αυξημένης διεθνούς αβεβαιότητας.

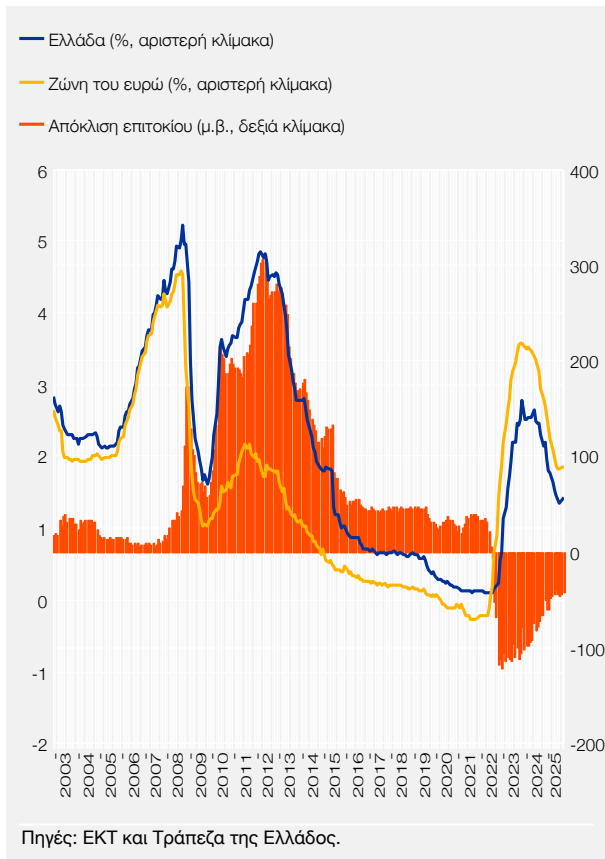
1 ΤΡΑΠΕΖΙΚΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ

1.1 Επιτόκια τραπεζικών καταθέσεων

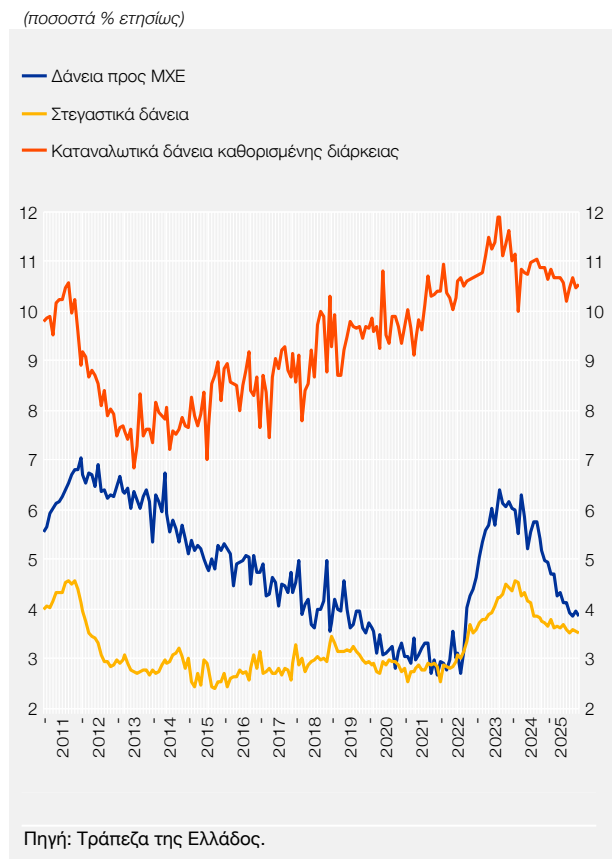
Τα επιτόκια τραπεζικών καταθέσεων προθεσμίας ακολούθησαν πτωτική τάση κατά τη διάρκεια του δεκαμήνου Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2025, σε συνέπεια με τις μειώσεις των επιτοκίων πολιτικής του Ευρωσυστήματος. Οι μειώσεις ήταν ελαφρώς εντονότερες στα επιτόκια καταθέσεων των επιχειρήσεων, τα οποία άλλωστε είχαν καταγράψει μεγαλύτερες αυξήσεις κατά την ανοδική φάση του κύκλου των επιτοκίων νομισματικής πολιτικής. Τα επιτόκια καταθέσεων διάρκειας μίας ημέρας (λογαριασμοί τρεχούμενοι, όψεως και ταμειυτηρίου) διατηρήθηκαν αμετάβλητα για τα νοικοκυριά και μειώθηκαν οριακά για τις επιχειρήσεις. Αναλυτικότερα, το μεσοσταθμικό επιτόκιο στις καταθέσεις προθεσμίας των νοικοκυριών διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο το γ' τρίμηνο του 2025 σε 1,2% (Οκτώβριος 2025: 1,1%), έναντι 1,7% το δ' τρίμηνο του 2024. Στις καταθέσεις προθεσμίας των ΜΧΕ το μεσοσταθμικό επιτόκιο διαμορφώθηκε σε 1,7% το γ' τρίμηνο του 2025 (Οκτώβριος 2025: 1,7%), δηλ. περίπου μία ποσοστιαία μονάδα χαμηλότερα έναντι της μέσης τιμής του δ' τριμήνου του προηγούμενου έτους.

Τα επιτόκια καταθέσεων προθεσμίας στην Ελλάδα εξακολουθούν να διαμορφώνονται σε επίπεδο χαμηλότερο από το αντίστοιχο μέσο επιτόκιο της ζώνης του ευρώ (βλ. Διάγραμμα VI.2). Πάντως, οι μειώσεις των επιτοκίων καταθέσεων στην Ελλάδα υπήρξαν πιο περιορισμένες από ό,τι στη ζώνη του ευρώ, ώστε η αρνητική απόκλιση του μέσου επιτοκίου καταθέσεων προθεσμίας της Ελλάδος σε σχέση με το αντίστοιχο της ζώνης του ευρώ να περιοριστεί σε 45 μονάδες βάσης (μ.β.) το γ' τρίμηνο του 2025 (Οκτώβριος 2025: 43 μ.β.), έναντι 60 μ.β. το δ' τρίμηνο του 2024 και μέγιστης αρνητικής απόκλισης περίπου 120 μ.β. τον Ιανουάριο του 2023 (βλ. Διάγραμμα VI.2).

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



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



1.2 Επιτόκια τραπεζικών δανείων

Τα επιτόκια των τραπεζικών δανείων προς ΜΧΕ υποχώρησαν σημαντικά κατά τη διάρκεια του τρέχοντος έτους σε όλες τις κατηγορίες δανείων. Οι μειώσεις ήταν συγκριτικά εντονότερες στα δάνεια ύψους άνω των 250.000 ευρώ, τα οποία κατά κανόνα αφορούν μεγαλύτερου μεγέθους επιχειρήσεις. Το μεσοσταθμικό επιτόκιο των νέων επιχειρηματικών δανείων (βλ. Διάγραμμα VI.3) διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο το γ' τρίμηνο του 2025 σε 3,9% (Οκτώβριος 2025: 3,9%), περίπου κατά 110 μ.β. χαμηλότερα από τη μέση τιμή του δ' τριμήνου του 2024. Συνολικά, από την έναρξη της πτωτικής τάσης των επιτοκίων δανεισμού των επιχειρήσεων τον Αύγουστο του 2023, το μεσοσταθμικό επιτόκιο των επιχειρηματικών δανείων έχει υποχωρήσει κατά 2,5 ποσοστιαίες μονάδες και πλέον, με αποτέλεσμα να αναστραφεί περίπου το 70% της αύξησης που είχε σημειωθεί κατά την ανοδική φάση του κύκλου των επιτοκίων πολιτικής του Ευρωσυστήματος.

Αναλυτικότερα, στα δάνεια με καθορισμένη διάρκεια (τακτή λήξη) το μεσοσταθμικό επιτόκιο μειώθηκε την επισκοπούμενη περίοδο σε 3,8% (δ' τρίμηνο 2024: 4,9%). Ομοίως, το αντίστοιχο επιτόκιο στα δάνεια αποκλειστικά προς μικρομεσαίες επιχειρήσεις – τα οποία αντιπροσώπευαν το 34% της ακαθάριστης ροής επιχειρηματικών δανείων με τακτή λήξη τη διαθέσιμη περίοδο του 2025 – μειώθηκε κατά 103 μ.β. και διαμορφώθηκε σε 4,2%. Στα δάνεια μη καθορισμένης διάρκειας το μεσοσταθμικό επιτόκιο μειώθηκε περισσότερο, κατά 144 μ.β. σε 4,5%. Όσον αφορά την ανά μέγεθος ταξινόμηση των δανείων με καθορισμένη διάρκεια, κατά πολύ εντονότερες μειώσεις επιτοκίου καταγράφηκαν στα μεγαλύτερου μεγέθους δάνεια. Η εξέλιξη αυτή συνδέεται με το γεγονός ότι στα δάνεια κάτω των 250.000 ευρώ από το β' τρίμηνο του 2024 προοδευτικά ενισχύθηκε το μερίδιο των δανείων σταθερού επιτοκίου, τα οποία κατά κανόνα

προσφέρονται ακριβότερα από ό,τι τα δάνεια κυμαινόμενου επιτοκίου. Χαρακτηριστικά, στα ποσά έως 250.000 ευρώ το μερίδιο των δανείων σταθερού επιτοκίου ήταν 22% τη διαθέσιμη περίοδο του 2025, έναντι μόλις 3% στα δάνεια μεσαίου μεγέθους (από 250.000 ευρώ έως 1 εκατ. ευρώ) και 1% στα δάνεια μεγάλου μεγέθους (άνω του 1 εκατ. ευρώ). Αναλυτικότερα, το μεσοσταθμικό επιτόκιο δανεισμού διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο το γ' τρίμηνο του 2025 σε: α) 5,2% στα δάνεια έως 250.000 ευρώ (δ' τρίμηνο 2024: 5,6%), β) 4,3% στα δάνεια μεταξύ 250.000 ευρώ και 1 εκατ. ευρώ (δ' τρίμηνο 2024: 5,3%) και γ) 3,7% στα δάνεια άνω του 1 εκατ. ευρώ (δ' τρίμηνο 2024: 4,8%). Σημειώνεται επίσης ότι τα νέα δάνεια άνω του 1 εκατ. ευρώ αντιπροσώπευαν το 85% της ακαθάριστης ροής επιχειρηματικών δανείων με τακτή λήξη κατά την επισκοπούμενη περίοδο.

Το κόστος χρηματοδότησης των επιχειρήσεων μετρίασαν τα προγράμματα του Ομίλου ΕΤΕπ και της ΕΑΤ και τα δάνεια που χορηγήθηκαν στο πλαίσιο του RRF.² Στο σύνολο των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων υπολογίζεται ότι περίπου το 1/3 της ακαθάριστης ροής νέας τραπεζικής χρηματοδότησης συνδέεται με τα εν λόγω προγράμματα ή με τα χαμηλότοκα δάνεια του RRF. Περισσότερο ωφελημένες υπήρξαν οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις, καθώς εκτιμάται ότι άνω του 40% της νέας τραπεζικής χρηματοδότησης που έλαβαν συνδέεται με δάνεια χαμηλότοκου επιτοκίου ή/και μειωμένων απαιτήσεων για εξασφαλίσεις.

Τα επιτόκια των τραπεζικών δανείων προς τα νοικοκυριά υποχώρησαν κατά τη διάρκεια του τρέχοντος έτους, αλλά οι μειώσεις επιτοκίων ήταν συγκριτικά μικρότερες από ό,τι για τις επιχειρήσεις. Ειδικότερα, το μεσοσταθμικό επιτόκιο των στεγαστικών δανείων διαμορφώθηκε το γ' τρίμηνο του 2025 σε 3,5% (Οκτώβριος 2025: 3,5%), μόλις κατά 17 μ.β. χαμηλότερα από τη μέση τιμή του δ' τριμήνου του 2024.³ Στην πραγματικότητα, το κόστος στεγαστικής πίστης ήταν πιο περιορισμένο από ό,τι αποτυπώνεται στη στατιστική σειρά των επιτοκίων, καθώς σημαντικό μερίδιο (περίπου το 1/3) των στεγαστικών δανείων που χορηγήθηκαν κατά την επισκοπούμενη περίοδο αφορούσε χαμηλότοκα δάνεια συγχρηματοδοτούμενα από προγράμματα της ΕΑΤ.⁴ Το επιτόκιο των καταναλωτικών δανείων καθορισμένης διάρκειας μειώθηκε σε 10,5% (Οκτώβριος 2025: 10,5%), επίπεδο κατά 26 μ.β. χαμηλότερο από τη μέση τιμή του δ' τριμήνου του 2024 (βλ. Διάγραμμα VI.3). 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, μειώθηκε κατά 37 μ.β. σε 14,6%, επηρεαζόμενο κυρίως από τις αξιόλογες αναπροσαρμογές επιτοκίου στις υπεραναλήψεις από τρεχούμενους λογαριασμούς.

Η θετική απόκλιση του μεσοσταθμικού κόστους δανεισμού για τις ΜΧΕ στην Ελλάδα από το αντίστοιχο της ζώνης του ευρώ συρρικνώθηκε περαιτέρω το τρέχον έτος και διαμορφώθηκε σε 48 μ.β. κατά μέσο όρο το γ' τρίμηνο του 2025 (Οκτώβριος 2025: 36 μ.β.), έναντι 55 μ.β. το δ' τρίμηνο του 2024 και μέγιστης τιμής 335 μ.β. τη δεκαετία 2016-25. Η αντίστοιχη απόκλιση στο μεσοσταθμικό κόστος δανεισμού των νοικοκυριών για τη λήψη στεγαστικού δανείου σταθεροποιήθηκε σε περίπου 25 μ.β. (Οκτώβριος 2025: 21 μ.β., μέγιστη τιμή Ιανουαρίου 2016-Οκτωβρίου 2025: 175 μ.β.).

2 Υπενθυμίζεται ότι το ελάχιστο επιτόκιο δανεισμού στο σκέλος των δανείων που χρηματοδοτείται από πόρους του RRF ορίστηκε από 24.10.2022 σε 0,35% για τις μικρές και πολύ μικρές επιχειρήσεις και σε 1% για τις υπόλοιπες επιχειρήσεις. Βλ. ΦΕΚ Β' 5473/24.10.2022.

3 Μεταξύ των επιμέρους κατηγοριών στεγαστικής πίστης, οι αναπροσαρμογές επιτοκίων ήταν μεγαλύτερες στα δάνεια κυμαινόμενου επιτοκίου (κατά μέσο όρο περίπου 30 μ.β.). Μικρότερες (κατά μέσο όρο περίπου 20 μ.β.) ήταν οι μειώσεις στα σταθερά επιτόκια διάρκειας 1-5 ετών και άνω των 10 ετών, ενώ στην κατηγορία σταθερού επιτοκίου διάρκειας 5-10 ετών σημειώθηκε άνοδος άνω των 20 μ.β.

4 Το μεγαλύτερο ποσοστό της αξίας των στεγαστικών δανείων (90%) που χορηγήθηκαν μέσω προγραμμάτων συγχρηματοδότησης της ΕΑΤ το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2025 αφορούσε το πρόγραμμα "Σπίτι μου II", το οποίο υλοποιείται με πόρους του RRF.

1.3 Προοπτικές για τα τραπεζικά επιτόκια

Στο άμεσο μέλλον αναμένεται να συνεχιστεί η μετακύλιση των μειώσεων των επιτοκίων πολιτικής του Ευρωσυστήματος στα επιτόκια τραπεζικού δανεισμού των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών. Οι ευνοϊκές συνθήκες άντλησης ρευστότητας των ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων και η βελτίωση της ποιότητας των δανειακών χαρτοφυλακίων τους καθιστούν δυνατή τη συγκράτηση του περιθωρίου επιτοκίου και την περαιτέρω ελάφρυνση του ονομαστικού κόστους δανεισμού.

2 ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΠΙΣΤΗ

2.1 Τραπεζικές πιστώσεις προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις

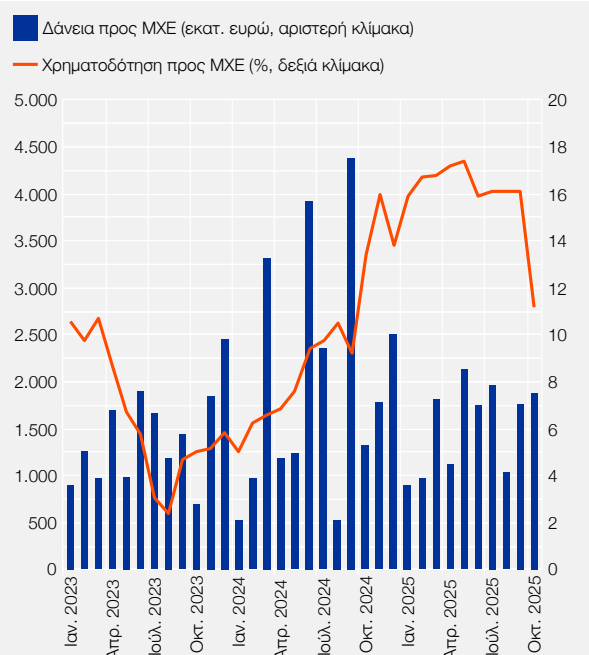
Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των τραπεζικών δανείων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (ΜΧΕ) το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2025 επιταχύνθηκε και διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο σε 16,0%, έναντι μέσης τιμής 8,5% το αντίστοιχο δεκάμηνο του 2024. Πάντως, την ίδια περίοδο η μέση μηνιαία καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις ΜΧΕ μειώθηκε σε 438 εκατ. ευρώ από 557 εκατ. ευρώ. Παρομοίως, η μέση μηνιαία ακαθάριστη ροή τραπεζικών δανείων καθορισμένης διάρκειας (τακτής λήξης) προς τις ΜΧΕ την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2025 μειώθηκε σε 1,5 δισεκ. ευρώ από 2,0 δισεκ. ευρώ το πρώτο δεκάμηνο του 2024 (βλ. Διάγραμμα VI.4). Τα δάνεια προς μεγάλες ΜΧΕ, που αντιπροσώπευαν τα 2/3 αυτής της ακαθάριστης ροής (1,0 δισεκ. ευρώ), κατέγραψαν ετήσια μείωση 32,3%. Εντούτοις, η ακαθάριστη ροή δανείων προς τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις (502 εκατ. ευρώ) αυξήθηκε αντίστοιχα κατά 11,2%. Τέλος, το μέσο μηνιαίο υπόλοιπο της τραπεζικής χρηματοδότησης χωρίς καθορισμένη διάρκεια (δηλ. των πιστωτικών γραμμών και άλλων διευκολύνσεων) προς τις ΜΧΕ αυξήθηκε κατά 15,0% ή 1,4 δισεκ. ευρώ το πρώτο δεκάμηνο του 2025 σε σύγκριση με το αντίστοιχο διάστημα του 2024.

Η ευρωστία της πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις αντανάκλα την τόνωση της ζήτησης τραπεζικών δανείων, εξαιτίας της ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας και της μείωσης των τραπεζικών επιτοκίων δανεισμού. Όσον αφορά τις εξελίξεις στην πλευρά της προσφοράς τραπεζικών πιστώσεων, οι ελληνικές τράπεζες συγκέντρωσαν στο διάστημα Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2025 σημαντικά κεφάλαια κυρίως από εισροές καταθέσεων πελατών, αλλά και από τη διατραπεζική αγορά του εξωτερικού, καθώς και μέσω της έκδοσης ομολόγων. Η άντληση ρευστότητας από το Ευρωσύστημα μειώθηκε την ίδια περίοδο και το συνολικό υπόλοιπο δανεισμού από το Ευρωσύστημα έφθασε πλέον σε πολύ χαμηλό επίπεδο.

Τη χορήγηση δανείων από τις τράπεζες προς τις επιχειρήσεις υποστήριξαν σημαντικά και φέτος τα προγράμματα συγχρηματοδότησης και εγγυοδοσίας του Ομίλου ΕΤΕπ καθώς και εκείνα της ΕΑΤ. Στην ίδια κατεύθυνση συνέβαλαν και τα τραπεζικά δάνεια συγχρηματοδότησης στο πλαίσιο του RRF, οι εκταμιεύσεις των οποίων σημείωσαν μικρή αύξηση το πρώτο δεκάμηνο του 2025 έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2024.

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

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



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

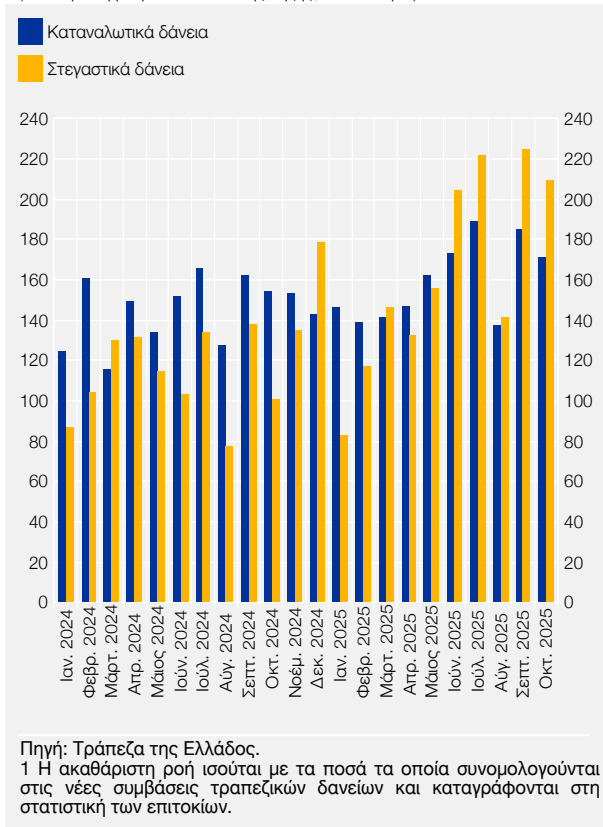
¹ Η ακαθάριστη ροή ισούται με τα ποσά τα οποία συνομολογούνται στις νέες συμβάσεις τραπεζικών δανείων και καταγράφονται στη στατιστική των επιτοκίων.

2.2 Τραπεζικές πιστώσεις προς τα νοικοκυριά

Ο ετήσιος ρυθμός συρρίκνωσης των τραπεζικών δανείων προς τα νοικοκυριά τους δέκα πρώτους μήνες του 2025 περιορίστηκε και τελικά μεταστράφηκε από αρνητικές σε θετικές τιμές – για πρώτη φορά μετά τον Οκτώβριο του 2010. Για όλο το δεκάμηνο κατά μέσο όρο ο ρυθμός μεταβολής έφθασε σε ελαφρώς θετική τιμή (0,3%), έναντι αρνητικής μέσης τιμής (-1,1%) το ίδιο διάστημα του 2024 (Οκτώβριος 2025: 1,7%, Δεκέμβριος 2024: -0,5%). Η εξέλιξη αυτή αντανάκλα την περαιτέρω υποχώρηση του ρυθμού συρρίκνωσης των στεγαστικών δανείων σε μηδέν τον Οκτώβριο, καθώς και την επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου της καταναλωτικής πίστης, ο οποίος ήδη από το 2024 έχει ισχυροποιηθεί και ανήλθε σε 6,6% τον Οκτώβριο. Η μέση μηνιαία ακαθάριστη ροή των καταναλωτικών δανείων καθορισμένης διάρκειας καθώς και των στεγαστικών αυξήθηκε το διάστημα Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2025 έναντι του ίδιου δεκαμήνου του 2024 (καταναλωτικά δάνεια: 159 εκατ. ευρώ από 144 εκατ. ευρώ, στεγαστικά δάνεια: 163 εκατ. ευρώ από 112 εκατ. ευρώ) (βλ. Διάγραμμα VI.5).

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

(ακαθάριστη ροή δανείων τακτικής λήξης,¹ εκατ. ευρώ)



Η ανοδική πορεία της καταναλωτικής πίστης συνάδει με τη θετική εξέλιξη της ιδιωτικής κατανάλωσης, συμπεριλαμβανομένων των δαπανών για διαρκή αγαθά, καθώς η καταναλωτική εμπιστοσύνη ενισχύθηκε. Η ετήσια αύξηση της μέσης ακαθάριστης ροής στεγαστικών δανείων συνδέεται με την ανοδική τάση του δείκτη τιμών κατοικιών, με τη μείωση που κατέγραψαν τα τραπεζικά επιτόκια των στεγαστικών δανείων το πρώτο δεκάμηνο του έτους έναντι του ίδιου διαστήματος του 2024, εξελίξεις οι οποίες επέδρασαν ενισχυτικά στη ζήτηση δανείων, καθώς επίσης και με την επίδραση του προγράμματος “Σπίτι μου II”.

Σημειώνεται ότι κατά το πρώτο δεκάμηνο του 2025 σταδιακά ενισχύθηκε η απορρόφηση του νέου προγράμματος “Σπίτι μου II” (σε συνέχεια του πρώτου προγράμματος το οποίο είχε απορροφηθεί σε μεγάλο βαθμό το 2024) υπό τη διαχείριση της ΕΑΤ. Σύμφωνα με τον προϋπολογισμό του προγράμματος, πόροι ύψους 1 δισεκ. ευρώ πρόκειται να διοχετευθούν από το τραπεζικό σύστημα. Με αυτούς τους πόρους οι τράπεζες⁵ συγχρηματοδοτούν δάνεια, τα οποία συμπληρώνονται από δημόσια κονδύλια προερχόμενα από τον RRF, συνολικού ύψους επίσης 1 δισεκ. ευρώ. Τα εν λόγω κονδύλια του RRF δεν περιλαμβάνονται στη δημοσιευμένη ροή τραπεζικών δανείων.

2.3 Προοπτικές της επιχειρηματικής πίστης

Το 2025-26, η προβλεπόμενη άνοδος του ΑΕΠ σε συνδυασμό με χαμηλότερο επίπεδο επιτοκίων στα τραπεζικά δάνεια από ό,τι τα αμέσως προηγούμενα έτη εκτιμάται ότι θα συνεχίσουν να στηρίζουν τη χορήγηση τραπεζικών πιστώσεων προς τις ΜΧΕ. Επίσης, η απορρόφηση δανειακών πόρων στο πλαίσιο του RRF δεν αποκλείεται να ενισχυθεί περαιτέρω την εν λόγω διετία. Τέλος, τα χρηματοδοτικά προγράμματα του Ομίλου ΕΤΕπ και της ΕΑΤ αναμένεται να συνεχίσουν να συμβάλλουν στη διοχέτευση τραπεζικών επιχειρηματικών πιστώσεων.

⁵ Το 22% της αξίας των στεγαστικών δανείων που χορηγήθηκαν με πόρους των τραπεζών υποστηρίχθηκε από το “Σπίτι μου II”. Στο πλαίσιο της συγχρηματοδότησης, τα τραπεζικά δάνεια συμπληρώνονται με τους δημόσιους πόρους που αναφέρονται ανωτέρω και άλλα συναφή προγράμματα της ΕΑΤ.

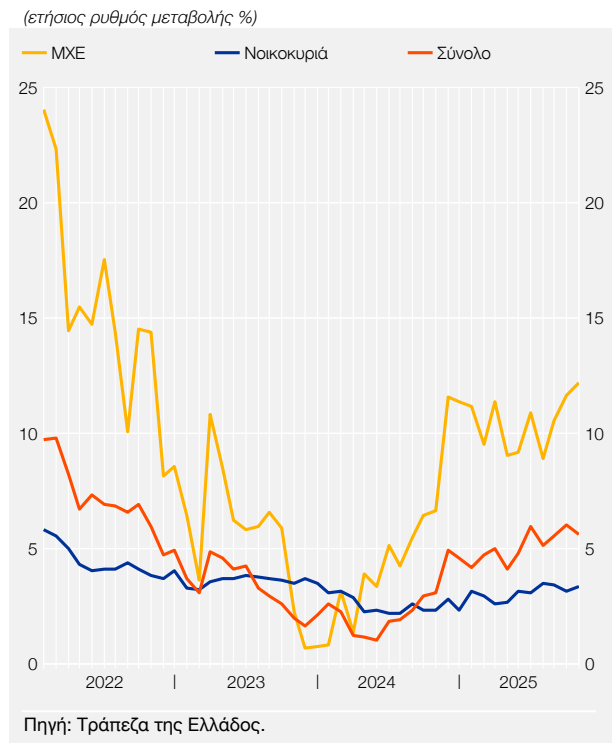
3 ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ

Μετά από συνολική ετήσια αύξηση κατά 8,6 δισεκ. ευρώ το 2024, κατά τους δέκα πρώτους μήνες του 2025 το απόθεμα των καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα κατέγραψε σωρευτική αύξηση κατά 3,1 δισεκ. ευρώ, η οποία ήταν εντονότερη σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο πέρυσι (0,7 δισεκ. ευρώ), και ανήλθε τον Οκτώβριο του 2025 σε 206 δισεκ. ευρώ.

3.1 Καταθέσεις των νοικοκυριών και των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων

Την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2025 οι καταθέσεις των νοικοκυριών κατέγραψαν σωρευτική αύξηση κατά 1,9 δισεκ. ευρώ, έναντι αύξησης κατά 0,4 δισεκ. ευρώ το ίδιο διάστημα πέρυσι. Την επισκοπούμενη περίοδο ο ετήσιος ρυθμός ανόδου⁶ των καταθέσεων αυτών επιταχύνθηκε σε σχέση με το 2024 (Οκτώβριος 2025: 3,4%, Δεκέμβριος 2024: 2,4%, βλ. Διάγραμμα VI.6). Η σημαντική άνοδος των καταθέσεων των νοικοκυριών υποστηρίχθηκε από την παρατηρούμενη ευνοϊκή εξέλιξη του ονομαστικού διαθέσιμου εισοδήματος το 2024 και στις αρχές του 2025, αλλά και από τις εξελίξεις των πιστοδοτήσεων προς τα νοικοκυριά καθώς στο μεγαλύτερο μέρος της επισκοπούμενης περιόδου καταγράφονται θετικές καθαρές ροές χρηματοδότησης.

Διάγραμμα VI.6 Καταθέσεις στις εγχώριες τράπεζες (Ιανουάριος 2022 - Οκτώβριος 2025)



Οι επιχειρηματικές καταθέσεις σημείωσαν άνοδο κατά 1,2 δισεκ. ευρώ τους δέκα πρώτους μήνες του 2025, έναντι αύξησης κατά 0,8 δισεκ. ευρώ το αντίστοιχο διάστημα του 2024, και ο ετήσιος ρυθμός ανόδου τους διατηρήθηκε σε υψηλά επίπεδα (Οκτώβριος 2025: 12,2%, Δεκέμβριος 2024: 11,4%, βλ. Διάγραμμα VI.6). Η άνοδος των καταθέσεων των ΜΧΕ αντανάκλα κυρίως την αύξηση των καταθέσεων μίας ημέρας, που συνάδει με τη συνεχιζόμενη ενίσχυση της πιστωτικής επέκτασης προς τις ΜΧΕ, ενώ – λόγω και της αποκλιμάκωσης των επιτοκίων – οι καταθέσεις προθεσμίας των ΜΧΕ σημείωσαν μικρή μόνο αύξηση (0,2 δισεκ. ευρώ).

3.2 Καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας και καταθέσεις προθεσμίας

Ο κύριος όγκος της καταθετικής βάσης των τραπεζών απαρτίζεται από ρευστά διαθέσιμα που τηρούνται σε λογαριασμούς διάρκειας μίας ημέρας (76% των καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα). Κατά τους δέκα πρώτους μήνες του 2025 η αύξηση των καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα προήλθε από τις καταθέσεις μίας ημέρας (5,5 δισεκ. ευρώ), καθώς οι καταθέσεις προθεσμίας μειώθηκαν σημαντικά (-2,3 δισεκ. ευρώ). Σε ετήσια βάση, ο δωδεκάμηνος ρυθμός μεταβολής των καταθέσεων μίας ημέρας, που από τα μέσα του 2024 λαμβάνει θετικές τιμές, επιταχύνθηκε περαιτέρω το πρώτο δεκάμηνο του 2025 (Οκτώβριος 2025: 7,9%, Δεκέμβριος 2024: 5,7%), ενώ ο αντίστοιχος ρυθμός των καταθέσεων προθεσμίας κατέγραψε σταδιακή υποχώρηση, με αποτέλεσμα την περίοδο Απριλίου-Οκτωβρίου 2025 να γίνει αρνητικός (Οκτώβριος 2025: -1,8%, Δεκέμβριος 2024: 0,9%). Ενδεικτικά αναφέρεται ότι η διαφορά επιτοκίου μεταξύ των καταθέσεων με συμφωνημένη διάρκεια (έως ένα έτος) και των καταθέσεων διάρκειας μίας ημέρας των νοικοκυριών μειώθηκε κατά 51 μ.β., έναντι αύξησης κατά 1 μ.β. το πρώτο δεκάμηνο του 2024 (μει-

6 Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής ορίζεται ως το άθροισμα των δώδεκα τελευταίων μηνιαίων καθαρών ροών καταθέσεων προς το αρχικό τους υπόλοιπο ένα χρόνο πριν.

ωση έτους 2024: 18 μ.β.), ενώ για τις καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια άνω του ενός έτους η εν λόγω διαφορά επιτοκίου μειώθηκε το πρώτο δεκάμηνο του 2025 κατά 26 μ.β., έναντι μείωσης κατά 5 μ.β. το πρώτο δεκάμηνο του 2024 (μείωση έτους 2024: 46 μ.β.). Η παρατηρούμενη ανακοπή της τάσης υποκατάστασης των καταθέσεων μίας ημέρας με καταθέσεις προθεσμίας συνάδει με τη μείωση των επιτοκίων πολιτικής της ΕΚΤ, που οδήγησε στη μείωση του επιτοκίου των καταθέσεων προθεσμίας.

3.3 Καταθέσεις γενικής κυβέρνησης και λοιπών τομέων

Το πρώτο δεκάμηνο του 2025 οι καταθέσεις της κεντρικής κυβέρνησης στις εμπορικές τράπεζες σημείωσαν άνοδο κατά 0,8 δισεκ. ευρώ, ενώ ταυτόχρονα άνοδο κατά 7,1 δισεκ. ευρώ κατέγραψαν οι καταθέσεις της κεντρικής κυβέρνησης στην Τράπεζα της Ελλάδος. Οι καταθέσεις στις εμπορικές τράπεζες των οργανισμών κοινωνικής ασφάλισης και των οργανισμών τοπικής 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, οι καταθέσεις των ασφαλιστικών επιχειρήσεων και των λοιπών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων παρέμειναν ουσιαστικά αμετάβλητες, ενώ οι καταθέσεις συνολικά των μη κατοίκων και των κατόικων λοιπών χωρών της ζώνης του ευρώ αυξήθηκαν κατά 0,3 δισεκ. ευρώ.

3.4 Προοπτικές για τις ιδιωτικές καταθέσεις

Η ζήτηση καταθέσεων αναμένεται να εξελιχθεί σύμφωνα με την άνοδο του ΑΕΠ και, ειδικότερα για τα νοικοκυριά, με την πορεία του διαθέσιμου εισοδήματος. Η επικείμενη εφαρμογή μέτρων φορολογικής ελάφρυνσης και μισθολογικής ενίσχυσης αναμένεται να έχει θετική επίδραση στο διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών και στις καταθέσεις. Από την άλλη πλευρά, αν τα επιτόκια καταθέσεων συνεχίσουν να υποχωρούν και μάλιστα σε πραγματικούς όρους, θα μειωθεί η ελκυστικότητα των τραπεζικών καταθέσεων ως μέσου διακράτησης πλούτου.

4 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΟΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΤΟΜΕΑ

4.1 Κερδοφορία

Την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2025 τα καθαρά κέρδη του συνόλου των ελληνικών τραπεζών (σημαντικών και λιγότερο σημαντικών) αυξήθηκαν, κυρίως ως αποτέλεσμα της αύξησης της καθαρής χρηματοδότησης προς την πραγματική οικονομία και της ενίσχυσης των καθαρών εσόδων από προμήθειες και λοιπές πηγές. Στην εξέλιξη αυτή θετική συμβολή είχαν τα έκτακτα έσοδα από αναβαλλόμενο φόρο, τα οποία προέκυψαν από τη συναλλαγή συγχώνευσης με απορρόφηση της Alpha Υπηρεσιών και Συμμετοχών από την Alpha Bank στο πλαίσιο του εταιρικού μετασχηματισμού (hive-down reversal), καθώς και οι μικρότερες απομειώσεις στοιχείων ενεργητικού λόγω μη επαναλαμβανόμενων παραγόντων το αντίστοιχο διάστημα του 2024. Ως αποτέλεσμα, η αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων των ελληνικών τραπεζών παρέμεινε σε υψηλά επίπεδα, πάνω από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο.

Την ίδια περίοδο τα έσοδα από κύριες τραπεζικές εργασίες (δηλ. καθαρά έσοδα από τόκους και προμήθειες) παρέμειναν σχεδόν αμετάβλητα, καθώς η αύξηση στα καθαρά έσοδα από προμήθειες αντισταθμισε την ελαφρά μείωση στα καθαρά έσοδα από τόκους, η οποία ήλθε ως αποτέλεσμα της μείωσης στα βασικά επιτόκια του Ευρωσυστήματος (βλ. Πίνακα VI.1).⁷ Τα καθαρά έσοδα από τόκους υποστηρίχθηκαν κυρίως από την καθαρή πιστωτική επέκταση, μεταξύ άλλων λόγω της αύξησης των πιστώσεων μέσω του RRF. Τα καθαρά έσοδα από προμήθειες ενισχύθηκαν σημαντικά, χάρη στη θετική συμβολή των εσόδων από τη διαχείριση χαρτοφυλακίου και τις πράξεις πληρωμών και σε συνάφεια με την αύξηση της χρηματοδότησης, συμβάλλοντας στη διαφοροποίηση και ανθεκτικότητα των εσόδων. Η αύξηση στα καθαρά

⁷ Η νομοθετική ρύθμιση για τον περιορισμό των προμηθειών και λοιπών χρεώσεων επί συναλλαγών από τα ΑΤΜ των τραπεζών τέθηκε σε εφαρμογή στις 11.8.2025.

έσοδα μετά από φόρους περιορίστηκε από τα υψηλότερα λειτουργικά έξοδα και, σε μικρότερο βαθμό, τις υψηλότερες προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο στο πλαίσιο των ενεργειών των τραπεζών για την περαιτέρω βελτίωση της ποιότητας των στοιχείων ενεργητικού τους. Οι θετικές επιδόσεις των ελληνικών τραπεζών την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου προοιωνίζονται διατήρηση της υψηλής κερδοφορίας για το σύνολο του έτους, επιτρέποντας στις σημαντικές τράπεζες να επιτύχουν τους μεσοπρόθεσμους στόχους τους για ενίσχυση των ιδίων κεφαλαίων και της χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και να υποστηρίξουν τα σχέδιά τους για επιτάχυνση της απόσβεσης των οριστικών και εκκαθαρισμένων αναβαλλόμενων φορολογικών απαιτήσεων (deferred tax credits – DTCs).

4.2 Κεφαλαιακή επάρκεια

Το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2025 οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας των ελληνικών τραπεζών παρέμειναν σε υψηλά επίπεδα, έχοντας κατά μέσο όρο συγκλίνει με τους αντίστοιχους ευρωπαϊκούς δείκτες. Στην εξέλιξη αυτή επιδρούν θετικά, εκτός της ενισχυμένης καθαρής κερδοφορίας, οι εκδόσεις χρεογράφων πρόσθετων κεφαλαίων Κατηγορίας 1 (Additional Tier 1 – AT1) και οι εκδόσεις ομολόγων μειωμένης εξασφάλισης (Tier 2). Από την αρχή του έτους έχουν πραγματοποιηθεί εκδόσεις χρεογράφων AT1 ύψους 2,2 δισεκ. ευρώ και ομολόγων Tier 2 ονομαστικής αξίας 1,4 δισεκ. ευρώ, ενώ το 2024 οι αντίστοιχες εκδόσεις ανέρχονταν σε 300 εκατ. ευρώ και 2,5 δισεκ. ευρώ. Σημειώνεται ότι οι σημαντικές τράπεζες έχουν επιτύχει τον τελικό δεσμευτικό στόχο της ελάχιστης απαίτησης ιδίων κεφαλαίων και επιλέξιμων υποχρεώσεων (MREL) της 30ής Ιουνίου 2025. Στην κατεύθυνση αυτή έχουν συμβάλει, μεταξύ άλλων, οι εκδόσεις χρεογράφων υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας (senior bonds), οι οποίες για το 2025 ανέρχονται σε 3,8 δισεκ. ευρώ (έναντι 5,0 δισεκ. ευρώ το 2024), εκ των οποίων 2,3 δισεκ. ευρώ αφορούν εκδόσεις “πράσινων” ομολόγων.

4.3 Ποιότητα ενεργητικού

Η ποιότητα του δανειακού χαρτοφυλακίου του συνόλου των σημαντικών τραπεζών στην ευρωζώνη παρέμεινε αμετάβλητη τον Ιούνιο του 2025 σε σύγκριση με το τέλος του 2024, ενώ αυτή των ελληνικών τραπεζών βελτιώθηκε ελαφρά κατά το ίδιο διάστημα του 2025. Αναλυτικότερα, ο δείκτης μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων (MEA) σε επίπεδο ευρωζώνης διατηρήθηκε κοντά στα ιστορικά χαμηλά τον Ιούνιο του 2025. Για τις ελληνικές τράπεζες, ο δείκτης MEA σε ατομική βάση, έχοντας υποχωρήσει αισθητά το Δεκέμβριο του 2024 σε σχέση με το Σεπτέμβριο του 2024, παρέμεινε σε χαμηλό επίπεδο και το Σεπτέμβριο του 2025 (βλ. Πίνακα VI.2). Επίσης, μειώθηκε και το ποσοστό των εξυπηρετούμενων δανείων που παρουσιάζουν αυξημένο πιστωτικό κίνδυνο σε σχέση με την αρχική αναγνώριση (Stage 2) ως προς το σύνολο των δανείων (σε ατομική βάση), το οποίο παραμένει σταθερά χαμηλότερο από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο. Σημειώνεται ότι οι τράπεζες στα μεσοπρόθεσμα σχέδιά τους αναμένουν περαιτέρω σύγκλιση του δείκτη MEA προς τον ευρωπαϊκό μέσο όρο.

Πίνακας VI.1 Αποτελέσματα χρήσεως των ελληνικών τραπεζών

(ποσά σε εκατ. ευρώ)

	Εννεά- μηνο 2024	Εννεά- μηνο 2025	Μετα- βολή (%)
Λειτουργικά έσοδα	8.750	8.746	-0,1
Καθαρά έσοδα από τόκους	6.719	6.467	-3,8
– Έσοδα από τόκους	12.177	11.206	-8,0
– Έξοδα τόκων	-5.457	-4.739	-13,2
Καθαρά έσοδα από μη τοκοφόρες εργασίες	2.031	2.279	12,2
– Καθαρά έσοδα από προμήθειες	1.537	1.741	13,3
– Έσοδα από χρηματοοικονομικές πράξεις	299	279	-6,5
– Λοιπά έσοδα	195	258	32,0
Λειτουργικά έξοδα	-2.961	-3.328	12,4
Δαπάνες προσωπικού	-1.500	-1.690	12,6
Διοικητικά έξοδα	-976	-1.133	16,0
Αποσβέσεις	-485	-506	4,3
Καθαρά έσοδα (λειτουργικά έσοδα – λειτουργικά έξοδα)	5.790	5.418	-6,4
Προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο	-843	-857	1,6
Λοιπές ζημιές απομείωσης ¹	-595	-188	-68,5
Μη επαναλαμβανόμενα κέρδη/ζημιές	3	5	54,4
Κέρδη/ζημιές προ φόρων	4.354	4.378	0,5
Φόροι	-1.108	-806	-27,3
Κέρδη/ζημιές από διακοπτόμενες δραστηριότητες	54	12	-77,6
Κέρδη/ζημιές μετά από φόρους	3.300	3.584	8,6

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

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

Πίνακας VI.2 Βασικοί χρηματοοικονομικοί δείκτες τραπεζών

(ποσοστό %)

		Εννεά- μηνο 2024	Έτος 2024	Εννεά- μηνο 2025
Κερδοφορία				
Δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων	Ελλάδα	12,4	11,6	12,2
	Ευρωζώνη	10,1	9,5	10,1
Δείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού	Ελλάδα	1,3	1,2	1,3
	Ευρωζώνη	0,7	0,7	0,7
Ποιότητα δανειακού χαρτοφυλακίου				
Δείκτης μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων (MEA)	Ελλάδα	4,6	3,8	3,6
	Ευρωζώνη	2,3	2,3	2,2
Δείκτης δανείων στο Στάδιο 2	Ελλάδα	7,9	7,4	6,5
	Ευρωζώνη	9,5	9,9	9,6
Κεφαλαιακή επάρκεια				
Δείκτης CET1	Ελλάδα	15,5	16,0	15,9
	Ευρωζώνη	15,8	16,0	16,1
Συνολικός δείκτης κεφαλαίου	Ελλάδα	19,4	19,8	20,1
	Ευρωζώνη	19,9	20,1	20,2
Ρευστότητα				
Δείκτης κάλυψης ρευστότητας	Ελλάδα	219,2	217,6	209,3
	Ευρωζώνη	159,4	158,4	157,8
Λόγος δανείων προς καταθέσεις	Ελλάδα	67,0	68,8	70,4
	Ευρωζώνη	102,1	100,4	102,2

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Οι δείκτες αφορούν στοιχεία σε ενοποιημένη βάση για τις σημαντικές και λιγότερο σημαντικές τράπεζες στην Ελλάδα καθώς και για τις σημαντικές τράπεζες στην ευρωζώνη, με εξαίρεση τους δείκτες ποιότητας δανειακού χαρτοφυλακίου για τις ελληνικές τράπεζες που υπολογίζονται σε ατομική βάση. Τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία για την ευρωζώνη αφορούν το πρώτο εξάμηνο του 2025.

4.4 Ρευστότητα

Η ρευστότητα των τραπεζών της ευρωζώνης και της Ελλάδος εξακολούθησε να βρίσκεται σε υψηλά επίπεδα. Ειδικότερα για τις ελληνικές τράπεζες, ο δείκτης κάλυψης ρευστότητας (Liquidity Coverage Ratio – LCR) και ο δείκτης καθαρής σταθερής χρηματοδότησης (Net Stable Funding Ratio – NSFR) μειώθηκαν ελαφρώς σε σύγκριση με το τέλος του 2024. Αμφότεροι οι δείκτες ωστόσο διατηρήθηκαν σε επίπεδα πολύ υψηλότερα από την εποπτική απαίτηση και από τους αντίστοιχους δείκτες των τραπεζών της ευρωζώνης. Επίσης, ο λόγος δανείων προς καταθέσεις παραμένει σημαντικά χαμηλότερος στις ελληνικές τράπεζες σε σύγκριση με τις τράπεζες της ευρωζώνης.

4.5 Προοπτικές

Η ενίσχυση της ανθεκτικότητας των ελληνικών τραπεζών έχει αναγνωριστεί τόσο στις επίσημες εκθέσεις θεσμικών φορέων όσο και στις εκθέσεις των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης. Συγκεκριμένα, τα αποτελέσματα της πανευρωπαϊκής άσκησης προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων (stress test) του 2025 επιβεβαιώνουν την ανθεκτικότητα των ελληνικών τραπεζών, οι οποίες, ακόμη και στο δυσμενές σενάριο για το οικονομικό περιβάλλον στην ευρωζώνη, διατηρούν επίπεδα ιδίων κεφαλαίων που υπερβαίνουν τις κανονιστικές απαιτήσεις και τον ευρωπαϊκό μέσο όρο. Επιπρόσθετα, οι οίκοι αξιολόγησης S&P (Ιανουάριος 2025), Morningstar DBRS (Μάρτιος και Απρίλιος 2025), Moody's (Μάρτιος και Οκτώβριος 2025) και Fitch (Απρίλιος και Οκτώβριος 2025) προχώρη-

σαν σε αναβαθμίσεις του αξιόχρεου των ελληνικών τραπεζών. Οι αναβαθμίσεις αυτές αντανakλούν αφενός τις εκτιμήσεις τους για διατηρήσιμους ρυθμούς κερδοφορίας, που θα επηρεάσουν θετικά τους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας και ρευστότητας καθώς και την ποιότητα του ενεργητικού, και αφετέρου τη θέσπιση από την Τράπεζα της Ελλάδος μέτρων μακροπροληπτικής πολιτικής που εφαρμόζονται σε επίπεδο δανειολήπτη. Κατόπιν των αναβαθμίσεων, οι πιστοληπτικές αξιολογήσεις είναι εντός της επενδυτικής κατηγορίας για τις τέσσερις μεγάλες τράπεζες, με τις βέλτιστες αξιολογήσεις να είναι στο BBB+, δηλ. μία βαθμίδα χαμηλότερα από το A.

Η ενισχυμένη ανθεκτικότητα των ελληνικών τραπεζών δημιουργεί προϋποθέσεις για την επέκταση των δραστηριοτήτων τους. Ήδη παρατηρούνται νέες συνεργασίες καθώς και εξαγορές και συγχωνεύσεις με τράπεζες του εξωτερικού και με άλλους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς. Συγκεκριμένα, η Eurobank τον Ιούνιο του 2025 ολοκλήρωσε τη διαδικασία του δικαιώματος εξαγοράς (squeeze out) για την απόκτηση του 100% των μετοχών της Ελληνικής Τράπεζας στην Κύπρο και εν συνεχεία έλαβε τις εποπτικές εγκρίσεις για τη συγχώνευση της τελευταίας με τη Eurobank Κύπρου. Πιο πρόσφατα, η Eurobank υπέγραψε σχέδιο συμφωνίας με τη Fairfax για την απόκτηση του 80% της ασφαλιστικής εταιρίας Eurolife Life. Επίσης, η Alpha Bank ανακοίνωσε τον Αύγουστο του 2025 ότι η UniCredit αύξησε περαιτέρω, κατά περίπου 5%, τη συμμετοχή της στην τράπεζα, με το συνολικό ποσοστό της να ανέρχεται σε 26% περίπου. Νωρίτερα, η Alpha Bank είχε συνάψει συμφωνία για την εξαγορά της τράπεζας AstroBank στην Κύπρο

(Ιούνιος 2025), η οποία ολοκληρώθηκε το Νοέμβριο, καθώς και των εξειδικευμένων χρηματοοικονομικών εταιριών FlexFin και Axia Ventures (Αύγουστος 2025), ενώ το Νοέμβριο του 2024 είχε μεταβιβάσει το 90,1% των μετοχών της θυγατρικής της Alpha Bank Romania στην UniCredit. Τέλος, το Μάρτιο του 2025 η Τράπεζα Πειραιώς συνήψε σύμβαση αγοραπωλησίας μετοχών για την εξαγορά του 90,01% της Εθνικής Ασφαλιστικής, η οποία ολοκληρώθηκε το Νοέμβριο με την απόκτηση του 100% της εταιρίας, ενώ το Σεπτέμβριο η CrediaBank, που προέκυψε από τη συγχώνευση της Τράπεζας Αττικής με την Παγκρήτια Τράπεζα, ανακοίνωσε την επικείμενη εξαγορά του 70,03% των μετοχών της HSBC Bank Malta από την HSBC. Οι εξελίξεις αυτές αντανakλούν τη βελτίωση των θεμελιωδών μεγεθών των τραπεζών και τις συνεχείς αναβαθμίσεις από τους οίκους αξιολόγησης, δημιουργώντας ευνοϊκές προοπτικές για το μέλλον.

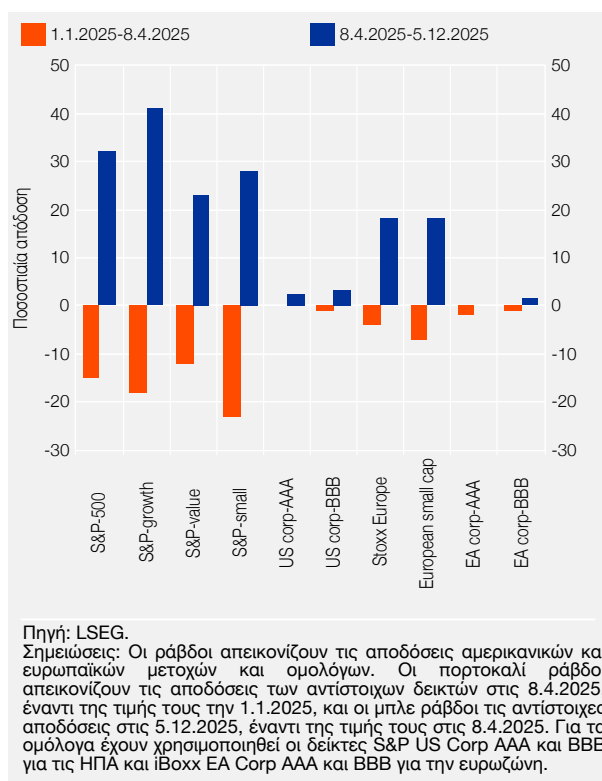
Συνοπτικά, ο ελληνικός τραπεζικός τομέας εξακολουθεί να ενισχύει την κερδοφορία και την ανθεκτικότητά του εν μέσω αυξημένων κινδύνων και αβεβαιότητας στο γενικότερο περιβάλλον. Ωστόσο, οι αβεβαιότητες στο διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα είναι αυξημένες και κατά συνέπεια αποτελούν πηγές ενδεχόμενων κινδύνων για τις τράπεζες της ευρωζώνης και τον ελληνικό τραπεζικό τομέα. Απέναντι στους εξωγενείς αυτούς κινδύνους, είναι σημαντικό οι ελληνικές τράπεζες να συνεχίσουν τη θετική τους πορεία και να παραμείνουν σε τροχιά επίτευξης των μεσοπρόθεσμων στόχων τους, ώστε οι διαρκείς βελτιώσεις και ενδεχόμενες περαιτέρω αναβαθμίσεις να λειτουργήσουν ως ανάχωμα στο περιβάλλον αυξημένης αβεβαιότητας.

VII ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Οι μειώσεις επιτοκίων που έχουν πραγματοποιηθεί εντός του 2025 από μεγάλες κεντρικές τράπεζες, αλλά και οι προοπτικές για συνέχιση των μειώσεων από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (Fed), επιδρούν βελτιωτικά στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές συνθήκες.¹ Εντούτοις, οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες διεθνώς παραμένουν ευάλωτες στις μεταβολές της οικονομικής πολιτικής στις ΗΠΑ και τις παρεμβάσεις στη λειτουργία των θεσμών, όπως υποδηλώνει η κατά καιρούς αύξηση της μεταβλητότητας στις διεθνείς αγορές ομολόγων και μετοχών. Ταυτόχρονα, οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ομοσπονδιακών ομολόγων των ΗΠΑ έχουν μειωθεί λιγότερο από ό,τι εκείνες των βραχυπρόθεσμων ομολόγων, γεγονός που αντανάκλα την αύξηση της συνιστώσας του αναμενόμενου πληθωρισμού στις ΗΠΑ, τους τελευταίους 12 μήνες, στα μεσομακροπρόθεσμα ομόλογα, σε συνάφεια με ανησυχίες για το κόστος των θεσμικών παρεμβάσεων στις ΗΠΑ. Επίσης, οι αποτιμήσεις στις αγορές μετοχών και εταιρικών ομολόγων υπερβαίνουν τα επίπεδα που επικρατούσαν προ της αναταραχής του Απριλίου (βλ. Διάγραμμα VII.1), ενσωματώνοντας αισιόδοξες προσδοκίες για την κερδοφορία των επιχειρήσεων, γεγονός που επίσης συμβάλλει στην αύξηση της ευπάθειας των διευκολυντικών χρηματοπιστωτικών συνθηκών διεθνώς.

Κατά τη διάρκεια της αναταραχής του Απριλίου, οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ μειώθηκαν, ως αποτέλεσμα εισροών κεφαλαίων σε ομόλογα και μετοχές της ζώνης του ευρώ μετά από ρευστοποιήσεις αντίστοιχων θέσεων σε αμερικανικούς τίτλους (βλ. Πλαίσιο VII.1). Από την εξέλιξη αυτή έχουν ευνοηθεί και τα ελληνικά κρατικά και εταιρικά ομόλογα και μετοχές. Ακόμη πιο σημαντικό είναι το γεγονός ότι στο πλαίσιο αυτής της εξέλιξης οι θέσεις σε ελληνικά κρατικά και εταιρικά ομόλογα αυξήθηκαν, με αποτέλεσμα τη μείωση των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών, τραπεζικών και λοιπών εταιρικών ομολόγων από τον Απρίλιο και ύστερα. Στις αγορές ομολόγων της ζώνης του ευρώ το 2025 σημαντική ανοδική επίδραση άσκησε η αύξηση των αποδόσεων των γαλλικών κρατικών ομολόγων, κυρίως το γ' τρίμηνο του έτους, εν μέσω της πολιτικής αβεβαιότητας στη χώρα. Έτσι, συνολικά σε σύγκριση με τις αρχές του έτους οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων παραμένουν σχετικά αμετάβλητες, παρότι οι διεθνείς εξελίξεις οδήγησαν τους επενδυτές σε "φυγή προς την ασφάλεια". Τέλος, η εξαγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών από τον όμιλο Euronext θα ενισχύσει τις προοπτικές για διεύρυνση της επενδυτικής βάσης των ελληνικών επιχειρήσεων. Συνεπώς, γίνεται εμφανές ότι η ελληνική οικονομία επηρεάζεται θετικά από τις αναβαθμίσεις των πιστοληπτικών αξιολογήσεων των τελευταίων ετών, μέσα σε ένα ιδιαίτερα ευμετάβλητο διεθνές περιβάλλον.

Διάγραμμα VII.1 Μεταβολή στις αποτιμήσεις μετοχών και ομολόγων



1 Στο κεφάλαιο αυτό έχουν ληφθεί υπόψη στοιχεία και πληροφορίες που είχαν δημοσιευθεί έως τις 11.12.2025.

1 ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΑΓΟΡΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

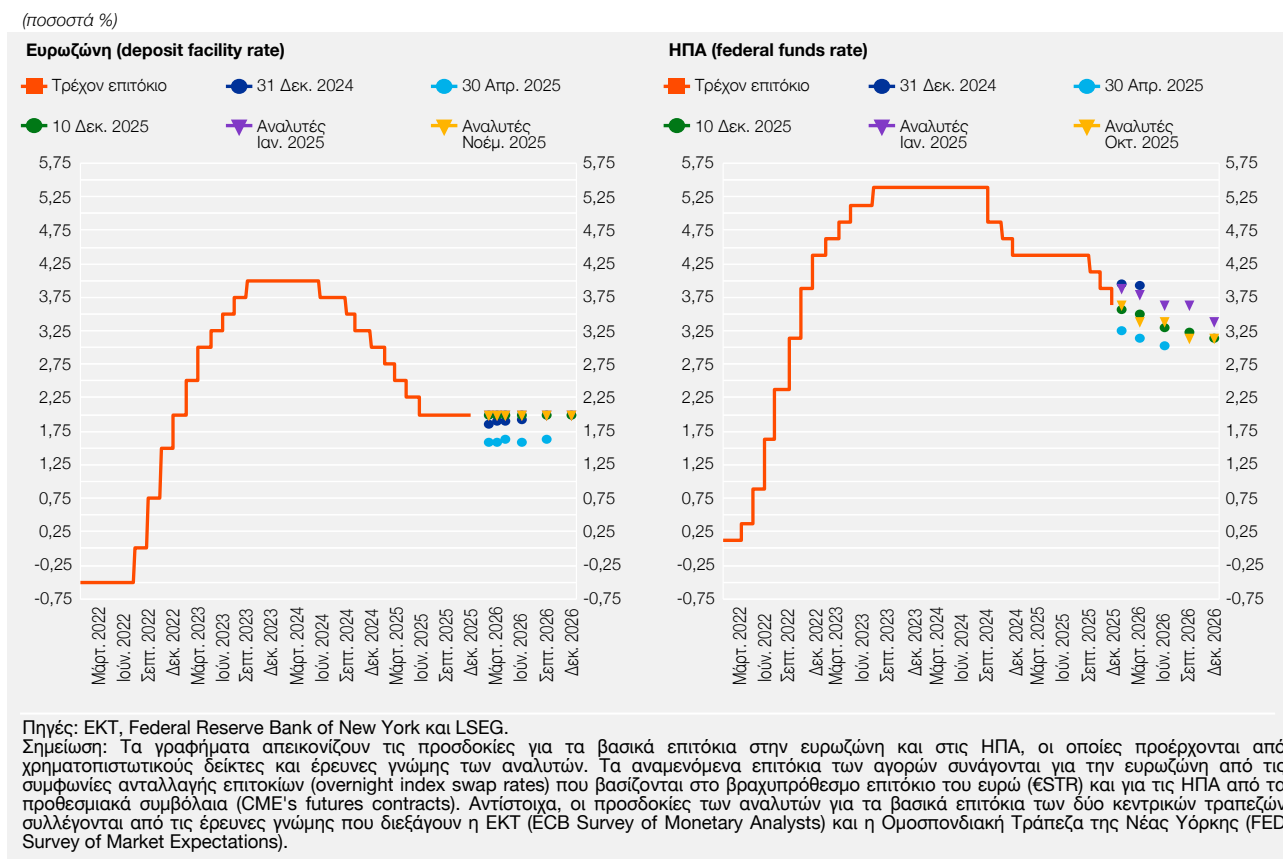
1.1 Αγορές χρήματος

Οι αποτιμήσεις μετοχών και ομολόγων ενσωματώνουν προσδοκίες ότι τα βασικά επιτόκια στην ευρωζώνη θα παραμείνουν στα τρέχοντα επίπεδα έως και το τέλος του 2026 (βλ. Διάγραμμα VII.2, αριστερό γράφημα). Στην άλλη πλευρά του Ατλαντικού, αναμένεται περαιτέρω χαλάρωση των νομισματικών συνθηκών λόγω των προσδοκώμενων μειώσεων επιτοκίων από τη Fed (βλ. Διάγραμμα VII.2, δεξιό γράφημα). Ως προς τις προσδοκίες για τη διαμόρφωση των επιτοκίων τόσο από την ΕΚΤ όσο και από τη Fed, οι εκτιμήσεις των αναλυτών συμπίπτουν με τους δείκτες των επιτοκιακών παραγώγων (interest rate swaps και forward rates).²

Συγκεκριμένα, για την ευρωζώνη οι επενδυτές αναμένουν ότι η ΕΚΤ θα διατηρήσει αμετάβλητα τα επιτόκιά της έως το τέλος του 2026. Για τις ΗΠΑ οι επενδυτές αναμένουν ότι το βασικό επιτόκιο της Fed θα βρίσκεται στο 3,125%, δηλαδή 50 μ.β. χαμηλότερα, στο τέλος του 2026. Δηλαδή συνολικά αναμένεται ότι έως το τέλος του 2026 τα βασικά επιτόκια τόσο στην ευρωζώνη όσο και στις ΗΠΑ θα βρίσκονται 200-225 μ.β. χαμηλότερα σε σχέση με την περίοδο πριν την έναρξη του κύκλου μειώσεων των επιτοκίων.

Ταυτόχρονα, πρέπει να συνεκτιμηθεί ότι το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα διαθέτει άφθονη ρευστότητα, παρά το γεγονός ότι από το 2021 η συρρίκνωση του μεγέθους των στοιχείων ενεργητικού, κυρίως της ΕΚΤ, έχει οδηγήσει σε σημαντική μείωση της υπερβάλλουσας ρευστότητας

Διάγραμμα VII.2 Προσδοκίες για τα βασικά επιτόκια στην ευρωζώνη και στις ΗΠΑ



2 Αναφορικά με τις εκτιμήσεις των αναλυτών, βλ. ECB Survey of Monetary Analysts για την ευρωζώνη και Fed Survey of Market Expectations για τις ΗΠΑ. Οι εκτιμήσεις των αναλυτών από τις τελευταίες έρευνες, τόσο της ΕΚΤ όσο και της Fed, απεικονίζονται στο Διάγραμμα VII.2 με κίτρινο χρώμα.

στις τράπεζες της ευρωζώνης (βλ. Διάγραμμα VII.3). Έτσι, υπολογίζεται ότι η υπερβάλλουσα ρευστότητα στο τραπεζικό σύστημα των ΗΠΑ και της ευρωζώνης ανέρχεται περίπου στα 5,3 τρισεκ. ευρώ, γεγονός που επιδρά διευκολυντικά στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές συνθήκες – η επίδραση αυτή προστίθεται σε εκείνη των μεταβολών στα επιτόκια της ΕΚΤ και της Fed.

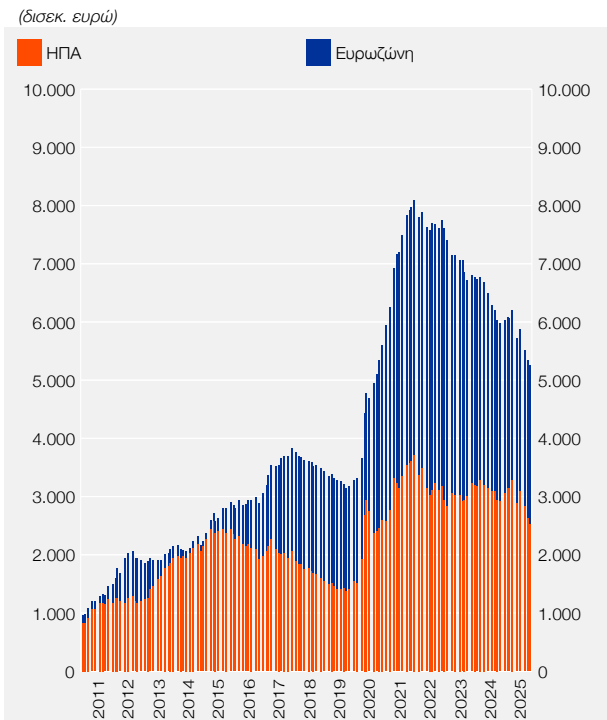
Κατά συνέπεια, αναμένεται ότι η νομισματική πολιτική θα συνεχίσει να επηρεάζει τις διεθνείς χρηματοπιστωτικές συνθήκες προς διευκολυντική κατεύθυνση, καθώς αφενός οι πρόσφατες μειώσεις επιτοκίων από την ΕΚΤ θα εξακολουθήσουν να επιδρούν με κάποια χρονική υστέρηση, ενώ αναμένονται και περαιτέρω μειώσεις επιτοκίων από τη Fed, και αφετέρου η ρευστότητα στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα παραμένει σε υψηλά επίπεδα.

1.2 Αγορές κεφαλαίων

Ενώ οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες είχαν σημειώσει βελτίωση από το τέλος του πρώτου εξαμήνου του 2024 έως και τις αρχές του 2025, κυρίως λόγω της διευκολυντικής μεταβολής των νομισματικών συνθηκών διεθνώς, την περίοδο από τις αρχές Φεβρουαρίου έως και τα τέλη Απριλίου του τρέχοντος έτους η αβεβαιότητα για την οικονομική πολιτική των ΗΠΑ, ιδίως σε σχέση με την επιβολή δασμών στους εμπορικούς εταίρους τους, οδήγησε σε αύξηση της μεταβλητότητας στις αγορές και της αποστροφής προς τον κίνδυνο μεταξύ των επενδυτών. Οι εξελίξεις αυτές αποτυπώθηκαν σε ρευστοποίηση επενδυτικών θέσεων σε ομόλογα και μετοχές των ΗΠΑ και εκροές κεφαλαίων, κυρίως από διεθνείς επενδυτές (βλ. Πλαίσιο VII.1), γεγονός που οδήγησε σε αύξηση των αποδόσεων των αμερικανικών ομολόγων και σε σημαντική μείωση των τιμών των αμερικανικών μετοχών.

Στη συνέχεια, από τα μέσα Μαΐου οι τιμές των μετοχών και των ομολόγων στις ΗΠΑ ανέκαμψαν, συμπαρασύροντας ανοδικά και τις τιμές των μετοχών διεθνώς. Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλαν α) το γεγονός ότι οι ανακοινώσεις των δασμών από τον πρόεδρο των ΗΠΑ δεν εφαρμόστηκαν πλήρως και β) τα καλύτερα των αναμενόμενων αποτελέσματα που παρουσίασαν οι εισηγμένες στο αμερικανικό χρηματιστήριο εταιρίες, κυρίως του κλάδου της τεχνολογίας. Βέβαια, καθώς οι αποδόσεις των μετοχών, ειδικά του τεχνολογικού κλάδου, υπερβαίνουν σημαντικά την αύξηση της κερδοφορίας των αντίστοιχων επιχειρήσεων, τεκμαίρεται ότι οι αποτιμήσεις ενσωματώνουν σε σημαντικό βαθμό προσδοκίες για μελλοντική ενίσχυση της κερδοφορίας, οι οποίες οδηγούν και στη λήψη αποφάσεων για πραγματοποίηση επενδύσεων ιδίως στον τομέα της τεχνητής νοημοσύνης. Έτσι, έχουν διατυπωθεί ανησυχίες ότι οι αποτιμήσεις των μετοχών αυτών υπερβαίνουν σημαντικά εκείνες που δικαιολογούνται από τα θεμελιώδη μεγέθη τους και άρα είναι ιδιαίτερα ευάλωτες σε πιθανές ανατιμολογήσεις κινδύνων ή αναθεωρήσεις των προσδοκιών των επενδυτών.³

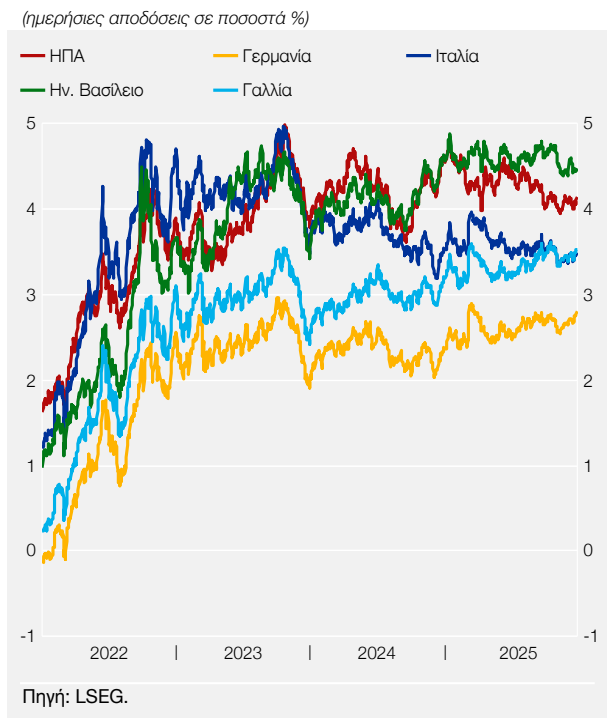
Διάγραμμα VII.3 Διαθέσιμη ρευστότητα στο χρηματοπιστωτικό σύστημα



Πηγές: Federal Reserve Economic Data (FRED) και ECB Data Portal. Σημειώσεις: Το διάγραμμα παρουσιάζει την υπερβάλλουσα ρευστότητα στα τραπεζικά συστήματα των ΗΠΑ και της ευρωζώνης σε απόλυτα μεγέθη (σε ευρώ). Ως υπερβάλλουσα ρευστότητα ορίζεται το ποσό χρήματος που απομένει στο τραπεζικό σύστημα μετά την αφαίρεση των υποχρεώσεων τήρησης ελάχιστων αποθεματικών. Για τις ΗΠΑ, η σειρά αναφέρεται στα αποθεματικά των πιστωτικών ιδρυμάτων και για την ευρωζώνη στα υπόλοιπα των τρεχούμενων λογαριασμών και των λογαριασμών διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων των τραπεζικών ιδρυμάτων που υποχρεούνται να τηρούν ελάχιστα αποθεματικά.

3 Βλ. IMF, *Global Financial Stability Report*, Οκτώβριος 2025. Η ανάλυση υποδεικνύει ότι οι τρέχουσες αποτιμήσεις υπερβαίνουν εκείνες που δικαιολογούνται από την κερδοφορία των εταιριών τεχνολογίας, σε βαθμό συγκρίσιμο με την περίοδο του dot-com bubble.

Διάγραμμα VII.4 Αποδόσεις 10ετών κρατικών ομολόγων
(Ιανουάριος 2022 - Δεκέμβριος 2025)



Κατά τη διάρκεια της αναταραχής του Απριλίου, η ταυτόχρονη πτώση των τιμών των μετοχών και αύξηση των αποδόσεων των ομοσπονδιακών ομολόγων στις ΗΠΑ (βλ. Διάγραμμα VII.4) αποτέλεσε μια ιδιαίτερα σημαντική εξέλιξη, η οποία αποτυπώνει την επιφυλακτικότητα απέναντι στα αμερικανικά ομοσπονδιακά ομόλογα, σε αντίθεση με άλλες περιπτώσεις αναζήτησης ασφαλών τοποθετήσεων εκ μέρους των επενδυτών, οπότε οι αποδόσεις των αμερικανικών ομοσπονδιακών ομολόγων μειώνονταν καθώς αυξάνονταν οι επενδυτικές θέσεις σε αυτά. Αξίζει να σημειωθεί ότι η εν συνεχεία μείωση των αποδόσεών τους είναι μικρή στους μακροπρόθεσμους τίτλους σε σύγκριση με τους βραχυπρόθεσμους, υποδηλώνοντας αποσύνδεση των πρώτων από τη μειωτική πορεία των βασικών επιτοκίων που επιδρά σημαντικά στα βραχυπρόθεσμα ομόλογα. Η εξέλιξη αυτή έχει επέλθει ως αποτέλεσμα της ευαισθησίας των μακροπρόθεσμων ομολόγων σε διαρθρωτικούς παράγοντες, όπως οι προοπτικές της οικονομικής ανάπτυξης, η δημοσιονομική θέση της χώρας, αλλά και το θεσμικό πλαίσιο όπως το καθεστώς ανεξαρτησίας της Fed. Έτσι, φαίνεται ότι η αβεβαιότητα για την οικονομική πολιτική

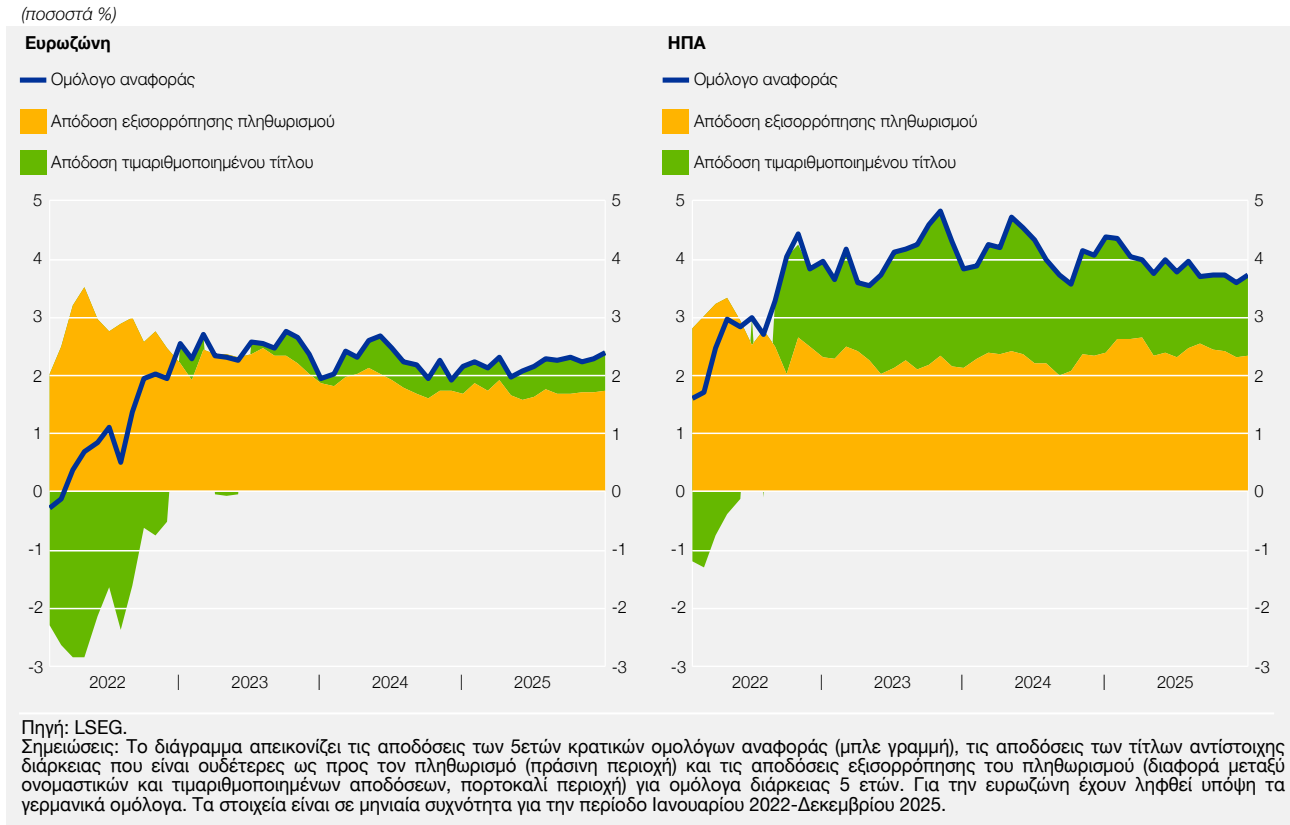
στις ΗΠΑ έχει πιο επίμονες επιδράσεις στα μακροπρόθεσμα ομόλογα των ΗΠΑ σε σχέση με τους βραχυπρόθεσμους τίτλους.

Από την άλλη πλευρά, οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ αυξήθηκαν το α' τρίμηνο του 2025, κυρίως λόγω της αύξησης των γερμανικών πραγματικών αποδόσεων το Μάρτιο, ενώ στη συνέχεια μειώθηκαν καθώς αυξάνονταν οι επενδυτικές θέσεις σε ευρωπαϊκούς τίτλους (βλ. Πλαίσιο VII.1). Βέβαια, συνολικά οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων στην ευρωζώνη αυξήθηκαν και στην εξέλιξη αυτή συνέβαλε και η αναθεώρηση, εντός του β' τριμήνου, των προσδοκιών των επενδυτών για τα βασικά επιτόκια στην ευρωζώνη προς την κατεύθυνση της παύσης των μειώσεων. Ταυτόχρονα, στη δεύτερη μεγαλύτερη οικονομία της ευρωζώνης, τη Γαλλία, οι αποδόσεις αυξήθηκαν σημαντικά περισσότερο, καθώς η κυβερνητική αστάθεια ενίσχυσε τις ανησυχίες των επενδυτών σχετικά με την ασκούμενη δημοσιονομική πολιτική.

Το α' τρίμηνο του 2025 οι δείκτες προσδοκιών για τον πληθωρισμό (βλ. Διάγραμμα VII.5), ειδικά στις ΗΠΑ, παρουσίασαν έντονη μεταβλητότητα: η άνοδος που καταγράφηκε αρχικά, μετά την ανακοίνωση των δασμών από τις ΗΠΑ, αντιστράφηκε στη συνέχεια, καθώς αναβαλλόταν η εφαρμογή των μέτρων. Συνολικά, οι αγορές ομολόγων αναμένουν σταθερά ότι ο πληθωρισμός στις ΗΠΑ θα αποκλίνει σημαντικά προς τα πάνω από το στόχο της Fed για πληθωρισμό 2%, με την απόκλιση αυτή να ανέρχεται στις 30-35 μ.β. σε ορίζοντα 5ετίας.⁴ Η επίμονα υψηλή συνιστώσα του αναμενόμενου πληθωρισμού στις ΗΠΑ για το μεσομακροπρόθεσμο διάστημα εξηγεί και την απόκλιση των αποδόσεων μεταξύ των μακροπρόθεσμων και των βραχυπρόθεσμων ομολόγων. Αντίστοιχα, και οι εκτιμήσεις των αναλυτών για τον πληθωρισμό στις ΗΠΑ υποδηλώνουν ότι ο πληθωρισμός θα αποκλίνει θετικά από το 2%,

4 Στις 8.12.2025 ο αναμενόμενος, από τις αγορές ομολόγων, πληθωρισμός στις ΗΠΑ για χρονικό ορίζοντα 10ετίας ήταν 2,29%, ελαφρώς χαμηλότερος (-6 μ.β.) σε σχέση με την τιμή του στα τέλη του 2024 (ο αναμενόμενος μέσος πληθωρισμός για χρονικό ορίζοντα 5ετίας αφού του παρέλθουν 5 έτη από σήμερα ήταν 2,39%).

Διάγραμμα VII.5 Χρηματοπιστωτικοί δείκτες για τον αναμενόμενο πληθωρισμό και τα πραγματικά επιτόκια



κατά περί 50 μ.β. σε ορίζοντα 2-3 ετών και κατά περίπου 30 μ.β. στο πιο μακροπρόθεσμο διάστημα.⁵

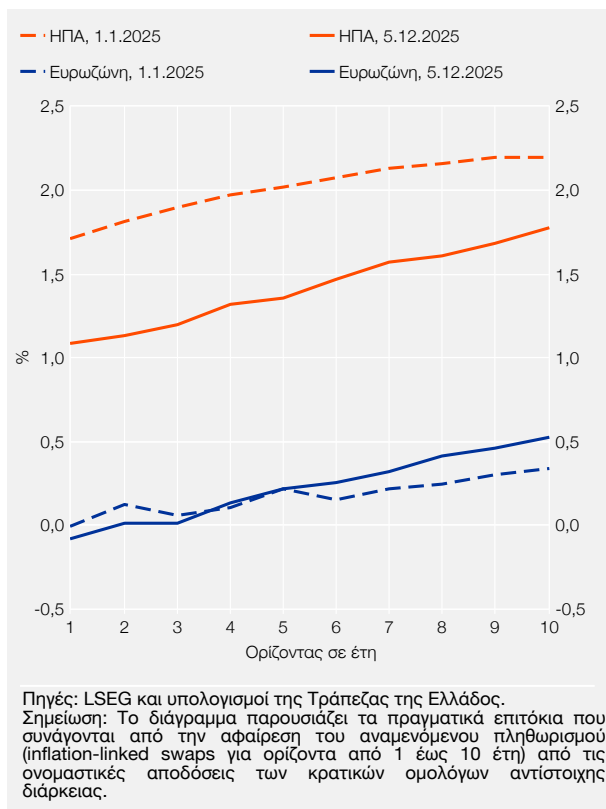
Αντίθετα, για την ευρωζώνη αναμένεται ότι ο πληθωρισμός θα κυμανθεί περίπου στο επίπεδο στόχο της ΕΚΤ όχι μόνο μεσοπρόθεσμα, αλλά και στο μακροπρόθεσμο διάστημα.⁶ Κατά συνέπεια, παρατηρείται σημαντική διαφοροποίηση στις προσδοκίες των επενδυτών για τους ρυθμούς πληθωρισμού στις ΗΠΑ και στη ζώνη του ευρώ αντίστοιχα. Οι αποκλίνουσες προσδοκίες της αγοράς για τον πληθωρισμό στις δύο αυτές οικονομίες σηματοδοτούν την προοπτική για απόκλιση των νομισματικών συνθηκών μεταξύ των ΗΠΑ και της ευρωζώνης στο μεσομακροπρόθεσμο διάστημα.

Ως προς την οικονομική δραστηριότητα, καθώς η οικονομία των ΗΠΑ έχει παρουσιάσει ισχυρότερους ρυθμούς ανάπτυξης από ό,τι εκείνη της ζώνης του ευρώ, οι πραγματικές αποδόσεις των αμερικανικών ομοσπονδιακών ομολόγων βρίσκονται σε πολύ υψηλότερα επίπεδα σε σχέση με τις πραγματικές αποδόσεις στην ευρωζώνη (βλ. Διάγραμμα VII.5). Όμως, από τις αρχές του 2025 παρατηρείται σημαντική μείωση των πραγματικών αποδόσεων στις ΗΠΑ, παρά την ανάκαμψη των αποτιμήσεων στις αγορές μετοχών και ομολόγων (βλ. Διάγραμμα

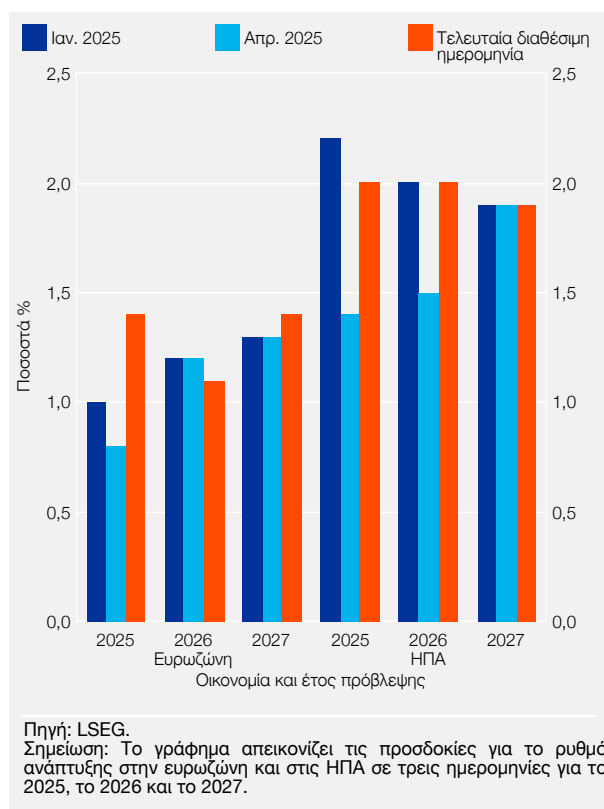
5 Συγκεκριμένα, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των αναλυτών μεγάλων χρηματοπιστωτικών οργανισμών που δημοσιεύονται από τη Reuters, ο πληθωρισμός στις ΗΠΑ αναμένεται να διαμορφωθεί στο 2,8% το 2025 και στο 2,9% το 2026 και να μειωθεί προς το 2,5% το 2027. Αντίστοιχες εκτιμήσεις παρέχονται από το Survey of Professional Forecasters που δημοσιεύει η Federal Reserve Bank of Philadelphia.

6 Στις 8.12.2025 ο αναμενόμενος, από τις αγορές ομολόγων, πληθωρισμός στην ευρωζώνη για χρονικό ορίζοντα 10ετίας (10-year breakeven inflation rate) ήταν 1,97%, οριακά υψηλότερος (+13 μ.β.) από τα επίπεδα όπου είχε διαμορφωθεί στα τέλη του 2024 (ο αναμενόμενος μέσος πληθωρισμός για χρονικό ορίζοντα 5ετίας αφότου παρέλθουν 5 έτη από σήμερα (5-year, 5-year forward inflation-linked swap rate) ήταν 2,14%).

Διάγραμμα VII.6 Αναμενόμενα πραγματικά επιτόκια



Διάγραμμα VII.7 Αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης



VII.6).⁷ Η εξέλιξη αυτή υποδηλώνει ότι οι αναμενόμενοι, από τους επενδυτές, ρυθμοί ανάπτυξης στις ΗΠΑ έχουν αναθεωρηθεί προς τα κάτω, σε αντίθεση με τους αναμενόμενους ρυθμούς ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ, οι οποίοι παρουσιάζουν μεγαλύτερη ανθεκτικότητα.

Οι ενδείξεις που προκύπτουν από τους χρηματοπιστωτικούς δείκτες για την οικονομική δραστηριότητα επιβεβαιώνονται από τις εκτιμήσεις των αναλυτών μεγάλων διεθνών χρηματοπιστωτικών οργανισμών για τους αναμενόμενους ρυθμούς πληθωρισμού και ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ και τις ΗΠΑ (βλ. Διάγραμμα VII.7). Ειδικά για το 2025, ο τελευταίος γύρος εκτιμήσεων, δηλαδή του Νοεμβρίου, των αναλυτών υποδεικνύει μια θετική αναθεώρηση για τους ρυθμούς ανάπτυξης τόσο στην ευρωζώνη όσο και στις ΗΠΑ για το τρέχον έτος σε σχέση με τις εκτιμήσεις του Απριλίου. Βέβαια, όπως προκύπτει και από το επίπεδο των πραγματικών αποδόσεων, αναμένονται υψηλότεροι ρυθμοί ανάπτυξης στις ΗΠΑ από ό,τι στην ευρωζώνη το 2026 και το 2027.⁸

Κατά την αναταραχή του Απριλίου, οι τιμές των μετοχών στις ΗΠΑ μειώθηκαν σημαντικά: ενδεικτικά, στις 10.4.2025, δηλαδή λίγο πριν τη συμφωνία ΗΠΑ και Κίνας να αναστείλουν για 90 ημέρες την αμοιβαία επιβολή δασμών, ο δείκτης S&P 500 σημείωνε πτώση κατά 7,2% σε σχέση με το επίπεδό του στις 2.4.2025. Στη συνέχεια όμως, η πτώση αντιστράφηκε, με αποτέλεσμα οι βασικοί δείκτες τιμών μετοχών διεθνώς να ανακάμψουν πλήρως, οδηγούμενοι ανοδικά κυ-

7 Οι αποδόσεις των ομοσπονδιακών ομολόγων των ΗΠΑ 5ετούς διάρκειας που είναι ουδέτερες ως προς τον πληθωρισμό βρίσκονταν στις 31.12.2024 στο 1,99% και στις 8.12.2025 στο 1,41%, ενώ οι αντίστοιχες αποδόσεις για την ευρωζώνη ήταν 0,46% στις 31.12.2024 και 0,74% στις 8.12.2025. Με βάση τη διεθνή βιβλιογραφία, οι καμπύλες των πραγματικών αποδόσεων αντανακλούν κυρίως προσδοκίες σχετικές με τους ρυθμούς ανάπτυξης της υποκείμενης οικονομίας (βλ. π.χ. Bauer, M.D. and G.D. Rudebusch (2020), "Interest rates under falling stars", *American Economic Review*, 110(5), 1316-1354).

8 Βλ. εκτιμήσεις από έρευνες μεταξύ αναλυτών που διενεργούν η ΕΚΤ (Survey of Monetary Analysts), η Fed (Survey of Market Expectations) και η Reuters (Reuters polls).

ρίως από τις μετοχές των επιχειρήσεων του τεχνολογικού κλάδου που ειδικεύονται στην τεχνητή νοημοσύνη.⁹ Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλαν τόσο οι ανακοινώσεις αποτελεσμάτων από τις αμερικανικές εισηγμένες εταιρίες όσο και η διαμόρφωση προσδοκιών για σημαντικές μειώσεις επιτοκίων από τη Fed.

Συνοπτικά, διαμορφώνεται ένα περιβάλλον όπου η άνοδος στις αποτιμήσεις είναι ισχυρή, αλλά ευάλωτη στις πραγματοποιούμενες μεταβολές στο πλαίσιο άσκησης οικονομικής πολιτικής, ιδίως στις ΗΠΑ, και στη συνεπαγόμενη αμφισβήτηση σταθερών του διεθνούς νομισματικού και χρηματοπιστωτικού συστήματος, όπως το ελεύθερο εμπόριο και η ανεξαρτησία των κεντρικών τραπεζών. Έτσι, οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές συνθήκες, αν και έχουν βελτιωθεί καθώς η νομισματική πολιτική γίνεται πιο διευκολυντική, είναι ευάλωτες. Από την άλλη πλευρά, το περιβάλλον αυτό ανέδειξε την ευκαιρία που παρουσιάζει για την ευρωζώνη η αύξηση των εισροών επενδυτικών κεφαλαίων, ενισχύοντας έτσι τη διαθεσιμότητα χρηματοδοτικών πόρων και μειώνοντας το κόστος χρηματοδότησης για την οικονομία της.

2 ΟΜΟΛΟΓΑ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ

2.1 Εξελίξεις στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις

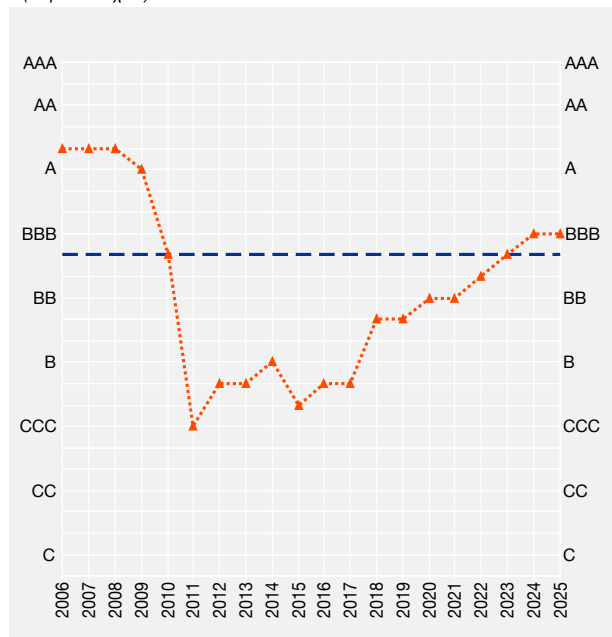
Η κρατική πιστοληπτική αξιολόγηση της Ελλάδος έχει αναβαθμιστεί σημαντικά τα τελευταία χρόνια, με περαιτέρω θετικές εξελίξεις να συντελούνται το 2024 και το 2025 (βλ. Διάγραμμα VII.8).

Συγκεκριμένα, όλοι οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης που είναι αποδεκτοί με βάση το πλαίσιο του Ευρωσυστήματος (δηλαδή Fitch, Moody's, Morningstar DBRS, Scope Ratings και S&P) έχουν πλέον αποδώσει κρατική πιστοληπτική αξιολόγηση για την Ελλάδα εντός της επενδυτικής κατηγορίας. Μετά την αναβάθμιση της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης από τον οίκο Scope Ratings στο τέλος του 2024 (από BBB- σε BBB), στις αρχές Μαρτίου του 2025 ο οίκος Morningstar DBRS αναβάθμισε την ελληνική οικονομία σε BBB από BBB (low), ενώ στα μέσα Μαρτίου του 2025 ο οίκος Moody's προέβη σε αναβάθμιση, από Ba1 (ισοδύναμη της BB+) σε Baa3 (ισοδύναμη της BBB-). Τον Απρίλιο του 2025 ο οίκος S&P αναβάθμισε περαιτέρω την ελληνική οικονομία σε BBB από BBB-. Τέλος, το Νοέμβριο του 2025 ο οίκος Fitch αναβάθμισε την αξιολόγηση της ελληνικής οικονομίας σε BBB από BBB- και ο οίκος Scope Ratings μετέβαλε τις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας σε θετικές.

Σύμφωνα με τους διεθνείς οίκους αξιολόγησης, οι παράγοντες που έχουν οδηγήσει στη σπουδαία βελτίωση του αξιόχρεου της ελληνικής οικονομίας είναι οι ισχυρότεροι των αναμενόμενων ρυθμοί ανάπτυξης, η υπέρβαση των δη-

Διάγραμμα VII.8 Πιστοληπτική αξιολόγηση του Ελληνικού Δημοσίου (2006-2025)

(ετήσια στοιχεία)



Πηγές: Οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης.

Σημείωση: Τα σημεία με τριγωνικό σύμβολο απεικονίζουν το επίπεδο της πλέον ευνοϊκής μακροπρόθεσμης πιστοληπτικής αξιολόγησης του Ελληνικού Δημοσίου στο τέλος κάθε έτους. Για το τρέχον έτος αναφέρεται η τελευταία διαθέσιμη πλέον ευνοϊκή αξιολόγηση. Η μπλε διακεκομμένη γραμμή απεικονίζει το κάτω όριο της επενδυτικής κατηγορίας.

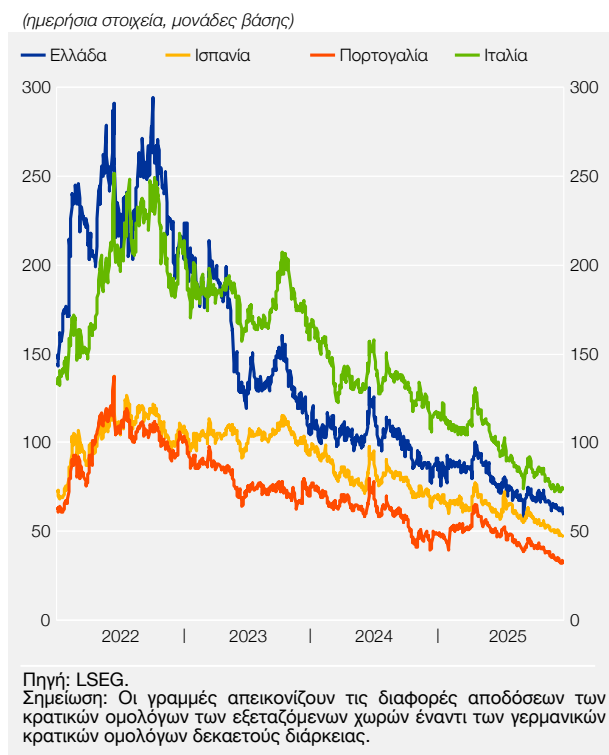
⁹ Ενδεικτικά, στις 8.12.2025 ο δείκτης των ευρωπαϊκών μετοχών Euro Stoxx παρουσίασε άνοδο κατά 19,3% και ο γερμανικός δείκτης DAX κατά 20,8% από τις αρχές του 2025, ενώ ο δείκτης των μετοχών στις ΗΠΑ S&P 500 αυξήθηκε κατά 16,4% μετά από έντονες διακυμάνσεις και ο δείκτης MSCI World αυξήθηκε κατά 18,8%. Ταυτόχρονα, οι δείκτες μεταβλητότητας VIX και VDAX καταγράφουν σημαντική άνοδο το διάστημα 1.1.-8.12.2025 σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2024.

μοσιονομικών μεγεθών έναντι των στόχων και η σημαντική μείωση του δημόσιου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ. Μάλιστα, στις πιο πρόσφατες αξιολογήσεις οι οίκοι τονίζουν την ανθεκτικότητα της ελληνικής οικονομίας και την υπεραπόδοση στο πεδίο των δημόσιων οικονομικών ως ιδιαίτερα σημαντικούς παράγοντες εν μέσω της διεθνούς αβεβαιότητας. Οι αναβαθμίσεις της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος έχουν ευρύτερες θετικές επιδράσεις. Αυτό προκύπτει τόσο από τις συνακόλουθες αναβαθμίσεις πιστοληπτικών αξιολογήσεων ελληνικών τραπεζών και επιχειρήσεων, που συντελούν στη μείωση του κόστους δανεισμού στην ελληνική οικονομία συνολικά, όσο και από την αύξηση των θέσεων των διεθνών επενδυτικών κεφαλαίων σε ελληνικά ομόλογα και μετοχές. Η περαιτέρω βελτίωση των δημόσιων οικονομικών, η συνέχιση της ισχυρής επίδοσης της ελληνικής οικονομίας και η προώθηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων εκτιμάται ότι θα στηρίξουν τις πιστοληπτικές αξιολογήσεις και θα οδηγήσουν σε περαιτέρω αναβαθμίσεις.

2.2 Εξελίξεις στις αγορές

Η ζήτηση ελληνικών κρατικών ομολόγων εκ μέρους διεθνών επενδυτών έχει ενισχυθεί σημαντικά και σε αυτό έχουν συμβάλει οι συνεχιζόμενες αναβαθμίσεις του αξιόχρεου της χώρας, με αποτέλεσμα τη μεγάλη αύξηση των επενδυτικών θέσεων σε ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου (ΟΕΔ).¹⁰ Ταυτόχρονα, στο τρέχον περιβάλλον αυξημένης αβεβαιότητας διεθνώς, οι αναβαθμίσεις και η αύξηση των επενδυτικών θέσεων σε ελληνικά ομόλογα τεκμαίρεται ότι έχουν συμβάλει στη συγκράτηση των αυξητικών πιέσεων στις αποδόσεις που ασκούν οι επιδράσεις μετάδοσης από εξελίξεις σε άλλες οικονομίες της ευρωζώνης, όπως η Γαλλία. Έτσι, οι διαφορές των αποδόσεων

Διάγραμμα VII.9 Διαφορές αποδόσεων 10ετών κρατικών ομολόγων (Ιανουάριος 2022 - Δεκέμβριος 2025)



βρίσκονται σε επίπεδα συγκρίσιμα με εκείνα προ της κρίσης χρέους (βλ. Διάγραμμα VII.9).¹¹ Συγκεκριμένα, η διαφορά αποδόσεων (spread) του ελληνικού 10ετούς ομολόγου έναντι του αντίστοιχου γερμανικού τίτλου ήταν 62 μ.β. στις 8.12.2025, περίπου 135 μ.β. χαμηλότερη σε σχέση με το μέσο επίπεδό της το α' τρίμηνο του 2023, δηλαδή πριν από τη διαμόρφωση προσδοκιών για επικείμενη αναβάθμιση του αξιόχρεου της χώρας στην επενδυτική κατηγορία. Επίσης, οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων συνεχίζουν να είναι μειωμένες και έναντι άλλων ομολόγων της ευρωζώνης με συγκρίσιμη πιστοληπτική αξιολόγηση, όπως τα ιταλικά κρατικά ομόλογα (διαφορά αποδόσεων ιταλικών 10ετών ομολόγων σε σχέση με τα γερμανικά στις 8.12.2025: 69 μ.β.).

Το 2025 οι αποδόσεις των ΟΕΔ έχουν ακολουθήσει τις εξελίξεις στις αποδόσεις των άλλων κρατικών ομολόγων της ευρωζώνης. Έτσι, αυξήθηκαν στα μέσα Μαρτίου, καθώς η αύξηση των αποδόσεων των γερμανικών ομολόγων άσκησε ανοδική επίδραση και στις αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων. Όμως, κατά τη διάρκεια της αναταραχής του Απριλίου στις διεθνείς αγορές οι αποδόσεις μειώθηκαν,

10 Ειδικότερα, με βάση τα στοιχεία της Διεθνούς Επενδυτικής Θέσης, από το α' τρίμηνο του 2023, δηλαδή λίγο πριν την πρώτη αναβάθμιση στην επενδυτική κατηγορία, έως το β' τρίμηνο του 2025, οι θέσεις διεθνών επενδυτών σε ελληνικά κρατικά ομόλογα έχουν αυξηθεί κατά 9,7 δισεκ. ευρώ.

11 Ο μέσος όρος των τιμών της διαφοράς αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων 10ετούς διάρκειας έναντι των αντίστοιχων γερμανικών για την περίοδο 1.1.2007-30.9.2009 ήταν 87 μ.β.

σε στενή συνάφεια με εκείνες των υπόλοιπων κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ. Συνολικά, στις 8.12.2025 οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων σε όλο το μήκος της καμπύλης δεν παρουσιάζουν αξιοσημείωτες διαφορές σε σχέση με το επίπεδό τους στις αρχές του έτους (10ετή: 3,48%, 5ετή: 2,67% και 2ετή: 2,32%, έναντι 3,25%, 2,55% και 2,20% στις 31.12.2024, βλ. Διάγραμμα VII.10).

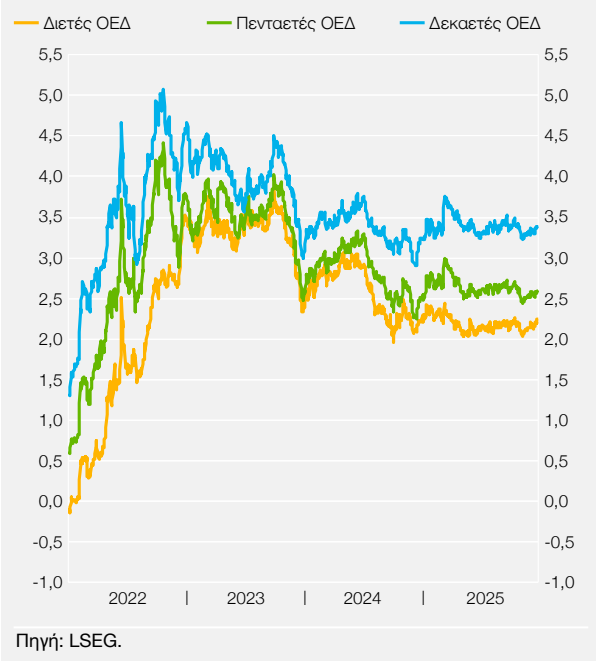
Η εξέλιξη αυτή είναι αποτέλεσμα της σημαντικής αύξησης επενδυτικών θέσεων σε κρατικά ομόλογα της ευρωζώνης, μεταξύ των οποίων τα ελληνικά έχουν προσελκύσει αναλογικά μεγαλύτερες εισροές (βλ. Πλαίσιο VII.1). Μάλιστα, οι εισροές αυτές προς τα ελληνικά κρατικά ομόλογα πραγματοποιήθηκαν εν μέσω στροφής των επενδυτών προς ασφαλείς τοποθετήσεις, γεγονός που υποδεικνύει την ουσιαστική αναβάθμιση των ελληνικών κρατικών ομολόγων, και της ελληνικής οικονομίας εν γένει, στην οπτική των διεθνών επενδυτών. Η συνεπαγόμενη διατήρηση σχετικά αμετάβλητων αποδόσεων εντός του 2025 είναι ιδιαίτερα θετική, καθώς υποδηλώνει ότι οι παραπάνω παράγοντες αντιστάθμισαν την αυξητική επίδραση των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων της Γαλλίας στο σύνολο των κρατικών ομολόγων της ευρωζώνης (γαλλικό 10ετές: +39 μ.β. εντός του 2025).

Σε αυτό το περιβάλλον διαμορφώθηκε ισχυρή ζήτηση για τις νέες εκδόσεις ΟΕΔ εντός του 2025, με αποτέλεσμα την υπερκάλυψη αυτών κατά 10 έως και 20 φορές από τις προσφορές των επενδυτών. Οι εκδόσεις ομολόγων που έχουν πραγματοποιηθεί ήδη στη διάρκεια του έτους έχουν μεσοσταθμική απόδοση 3,8% και μεσοσταθμική διάρκεια 13,4 έτη. Πιο αναλυτικά, τον Ιανουάριο του 2025 το Ελληνικό Δημόσιο εξέδωσε ομόλογο 10ετούς διάρκειας, αντλώντας 4 δισεκ. ευρώ, με τις προσφορές να υπερκαλύπτουν κατά 10 φορές το ύψος της έκδοσης και την απόδοση να διαμορφώνεται στο 3,64%. Επιπλέον, στα μέσα Μαρτίου του 2025 το Ελληνικό Δημόσιο προχώρησε σε επανεκδόσεις των ΟΕΔ 15ετούς και 30ετούς διάρκειας, με απόδοση 4,057% και 4,408% αντίστοιχα, αντλώντας συνολικά 3 δισεκ. ευρώ. Οι εκδόσεις αυτές υπερκαλύφθηκαν από τις προσφορές των επενδυτών κατά 17 και 20 φορές αντίστοιχα.

Η ρευστότητα στη δευτερογενή αγορά ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου παρουσιάζεται αυξημένη την περίοδο υπό επισκόπηση, σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2024. Συγκεκριμένα, εντός του 2025 η μέση ημερήσια αξία συναλλαγών στην Ηλεκτρονική Δευτερογενή Αγορά Τίτλων (ΗΔΑΤ) διαμορφώθηκε σε 152 εκατ. ευρώ έναντι 105,1 εκατ. ευρώ το αντίστοιχο διάστημα του 2024. Τέλος, στο Σύστημα Άυλων Τίτλων (ΣΑΤ), μέσω του οποίου διακανονίζονται τόσο εγχώριες όσο και διεθνείς συναλλαγές σε ΟΕΔ, η μέση ημερήσια αξία αγοραπωλησιών στη διάρκεια του 2025 ανήλθε σε 617 εκατ. ευρώ, ενώ το αντίστοιχο διάστημα του 2024 ήταν 485 εκατ. ευρώ.

Διάγραμμα VII.10 Αποδόσεις ελληνικών κρατικών ομολόγων (Ιανουάριος 2022 - Δεκέμβριος 2025)

(ημερήσια στοιχεία, αποδόσεις σε ποσοστά %)

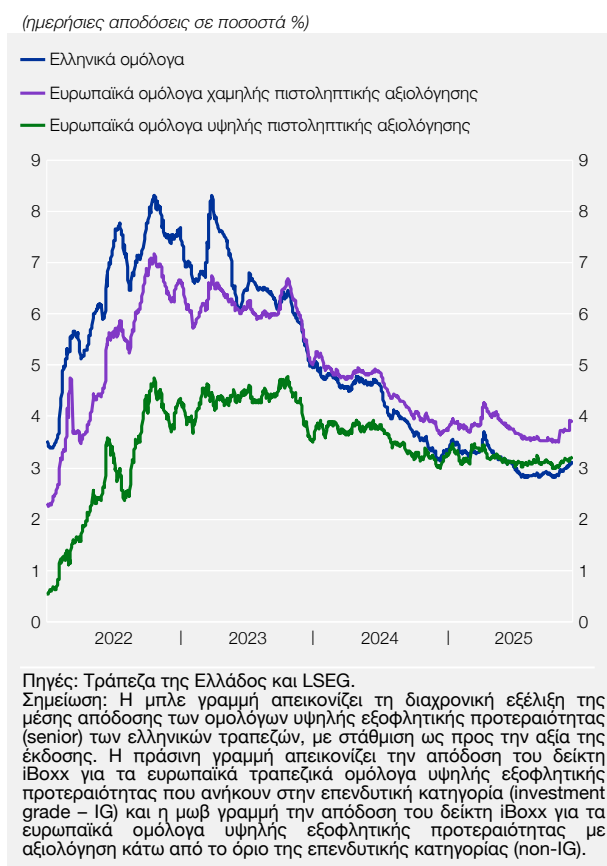


3 ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ

3.1 Ομόλογα ελληνικών τραπεζών

Σε συνάφεια με τις αναβαθμίσεις της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης, συνεχίστηκαν οι αναβαθμίσεις των πιστοληπτικών αξιολογήσεων των ελληνικών τραπεζών. Συγκεκριμένα, τον Ιανουάριο του 2025 ο οίκος S&P προχώρησε σε αναβάθμιση, κατά μία βαθμίδα, της πιστοληπτικής

Διάγραμμα VII.11 Αποδόσεις ελληνικών και ευρωπαϊκών τραπεζικών ομολόγων υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας (Ιανουάριος 2022 - Δεκέμβριος 2025)



αξιολόγησης της Εθνικής (σε BBB- από BB+), της Eurobank (σε BBB- από BB+) και της Πειραιώς (σε BB+ από BB). Επίσης, ο οίκος Morningstar DBRS αναβάθμισε το Μάρτιο τις αξιολογήσεις που δίνει για τις καταθέσεις στην Εθνική και τη Eurobank σε BBB από BBB (low) και τον Απρίλιο την αντίστοιχη αξιολόγηση της Πειραιώς σε BBB. Παράλληλα, ο οίκος Moody's αναβάθμισε τις αξιολογήσεις για τις καταθέσεις στην Alpha Bank, την Εθνική και τη Eurobank σε Baa1 από Baa2 και στην Πειραιώς σε Baa2 από Baa3, καθώς και στην Τράπεζα Αττικής σε Ba2 από B1. Σε αναβαθμίσεις προχώρησε και ο οίκος Fitch (κατά μία βαθμίδα Εθνική και Eurobank σε BBB- και κατά δύο βαθμίδες Alpha Bank και Πειραιώς επίσης σε BBB-, με θετικές προοπτικές για τις πρώτες). Έτσι, όλες οι ελληνικές σημαντικές τράπεζες αξιολογούνται πλέον στην επενδυτική κατηγορία.

Οι συνεχιζόμενες αναβαθμίσεις των ελληνικών τραπεζών έχουν οδηγήσει σε σημαντική μείωση του κόστους χρηματοδότησής τους από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Έτσι, οι αποδόσεις των ομολόγων υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας των ελληνικών τραπεζών είναι πλέον χαμηλότερες της μεσοσταθμικής απόδοσης των ομολόγων υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας των ευρωπαϊκών τραπεζών με αξιολόγηση εντός της επενδυτικής κατηγορίας. Ταυτόχρονα, παρά το περιβάλλον διεθνούς αβεβαιότητας και τις κατά καιρούς εξάρσεις της μεταβλητότητας στις διε-

θνείς κεφαλαιαγορές, οι αποδόσεις των τραπεζικών ομολόγων υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας έχουν μειωθεί, κατά μέσο όρο, κατά 17 μ.β. από την αρχή του έτους (βλ. Διάγραμμα VII.11).¹²

Σε συνάφεια με τη μείωση των αποδόσεων στη δευτερογενή αγορά, συνεχίζεται η τάση μείωσης του κόστους δανεισμού των ελληνικών τραπεζών στην πρωτογενή αγορά, διευκολύνοντας έτσι την επίτευξη των στόχων MREL. Έτσι, το 2025 παρατηρείται περαιτέρω μείωση του κόστους δανεισμού στις νέες εκδόσεις ομολόγων των σημαντικών ελληνικών τραπεζών, η οποία υπερβαίνει τον ευρωπαϊκό μέσο όρο.¹³ Το 2025 η εκδοτική δραστηριότητα συνεχίζεται, με επιταχυνόμενο ρυθμό το δεύτερο εξάμηνο του έτους σε ομόλογα τόσο υψηλής όσο και χαμηλής εξοφλητικής προτεραιότητας. Σημειώνεται ότι εκδόσεις ομολόγων πραγματοποιήθηκαν και από μη συστημικές ελληνικές τράπεζες, με το συνολικό ποσό των εκδόσεων για τον τραπεζικό τομέα να ανέρχεται σε 7,4 δισεκ. ευρώ.¹⁴

¹² Συνολικά, από τον Απρίλιο του 2023, όταν ο οίκος S&P σηματοδότησε την επικείμενη αναβάθμιση της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης για την ελληνική οικονομία στην επενδυτική κατηγορία, οι αποδόσεις των τραπεζικών ομολόγων υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας έχουν μειωθεί κατά περίπου 450 μ.β.

¹³ Από την αρχή του έτους, η απόδοση για τα νεοεκδοθέντα ομόλογα υψηλής και χαμηλής εξοφλητικής προτεραιότητας από τις τέσσερις σημαντικές ελληνικές τράπεζες ανέρχεται σε 3,1% και 5,8% αντίστοιχα. Το κόστος αυτό είναι μειωμένο σε σχέση με το μεσοσταθμικό κόστος έκδοσης ομολόγων από τις ίδιες τράπεζες το 2024 (απόδοση στην έκδοση: 4,3% για τα ομόλογα υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας και 6,2% για τα ομόλογα χαμηλής εξοφλητικής προτεραιότητας, δηλαδή χαμηλότερα κατά περίπου 120 και 40 μ.β. αντίστοιχα από ό,τι το προηγούμενο έτος).

¹⁴ Οι ελληνικές τράπεζες έχουν εκδώσει ομόλογα συνολικής αξίας περίπου 28,2 δισεκ. ευρώ από το 2018. Από τα υφιστάμενα ομόλογα, περίπου 14,7 δισεκ. ευρώ αφορούν ομόλογα υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας και περίπου 7,9 δισεκ. ευρώ χαμηλής εξοφλητικής προτεραιότητας.

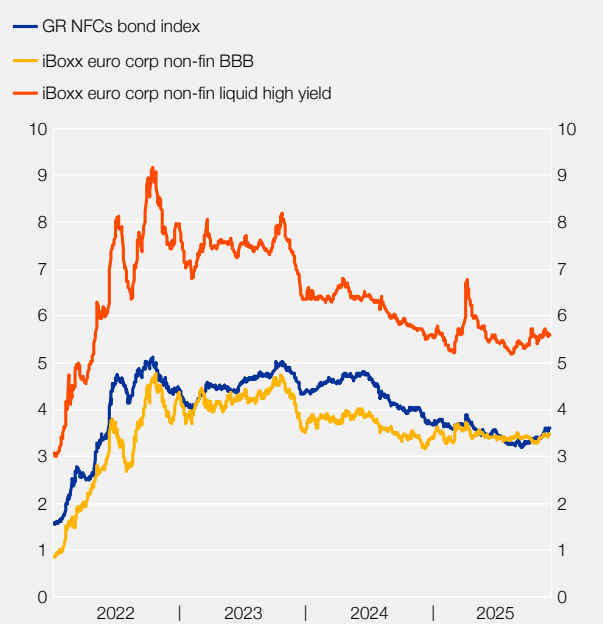
3.2 Ομόλογα ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων

Οι ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις εντός του 2025 έχουν προχωρήσει σε επτά νέες εκδόσεις συνολικού ύψους 3,53 δισεκ. ευρώ, οι οποίες έχουν πραγματοποιηθεί με σημαντικά χαμηλότερο κόστος χρηματοδότησης σε σχέση με τις προηγούμενες εκδόσεις.¹⁵ Το γεγονός αυτό αφενός αναδεικνύει τις προοπτικές της χρηματοδότησης από τις κεφαλαιαγορές, ως εναλλακτικής του τραπεζικού δανεισμού, για τις μεγάλες και εξωστρεφείς ελληνικές επιχειρήσεις, αφετέρου στηρίζει την κερδοφορία των ελληνικών επιχειρήσεων, συμβάλλοντας θετικά και στην εγχώρια οικονομική δραστηριότητα.

Το χαμηλότερο κόστος χρηματοδότησης των ελληνικών επιχειρήσεων από την αγορά ομολόγων είναι απόρροια της σημαντικής μείωσης των αποδόσεων στη δευτερογενή αγορά. Συγκεκριμένα, οι αποδόσεις των ομολόγων μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων στη δευτερογενή αγορά ακολουθούν πτωτική τάση, ήδη από το δεύτερο εξάμηνο του 2024, συγκλίνοντας σταδιακά προς τις αποδόσεις των ευρωπαϊκών ομολόγων στο όριο της επενδυτικής κατηγορίας (BBB). Το 2025 οι αποδόσεις των ομολόγων ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων μειώθηκαν περαιτέρω, με αποτέλεσμα τα ελληνικά εταιρικά ομόλογα να εμφανίζουν συνολικά καλύτερες επιδόσεις σε σχέση με τα ευρωπαϊκά εταιρικά ομόλογα. Αναλυτικότερα, η μεσοσταθμική απόδοση των ομολόγων στις 8.12.2025 ήταν 3,62%, ελαφρώς υψηλότερη της μεσοσταθμικής απόδοσης των ευρωπαϊκών εταιρικών ομολόγων με αξιολόγηση BBB (iBoxx euro corp non-fin BBB: 3,56% στις 8.12.2025), καταγράφοντας μικρή μείωση κατά 5 μ.β. σε σχέση με τις αρχές του έτους, ενώ οι αποδόσεις των ευρωπαϊκών εταιρικών ομολόγων κοντά στο όριο της επενδυτικής κατηγορίας (BBB) εμφάνισαν αύξηση κατά 16 μ.β. (βλ. Διάγραμμα VII.12).

Διάγραμμα VII.12 Αποδόσεις ομολόγων ελληνικών και λοιπών ευρωπαϊκών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων
(Ιανουάριος 2022 - Δεκέμβριος 2025)

(ημερήσια στοιχεία, αποδόσεις σε ποσοστά %)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και LSEG.

Σημειώσεις: Ο δείκτης GR NFCs bond index απεικονίζει τη μεσοσταθμική απόδοση των ομολόγων των ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων που έχουν εκδώσει τίτλους (Eurobonds) από το Δεκέμβριο του 2012 και εξής. Οι δείκτες iBoxx είναι μεσοσταθμικοί δείκτες για εταιρικά ομόλογα μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων σε ευρώ. Ο δείκτης "iBoxx euro corp non-fin BBB" περιέχει ομόλογα εταιριών με πιστοληπτική διαβάθμιση BBB και ο δείκτης "iBoxx euro corp non-fin liquid high yield" ομόλογα εταιριών με πιστοληπτική διαβάθμιση κάτω από το όριο της επενδυτικής κατηγορίας (high yield/non-investment grade).

4 ΑΓΟΡΑ ΜΕΤΟΧΩΝ

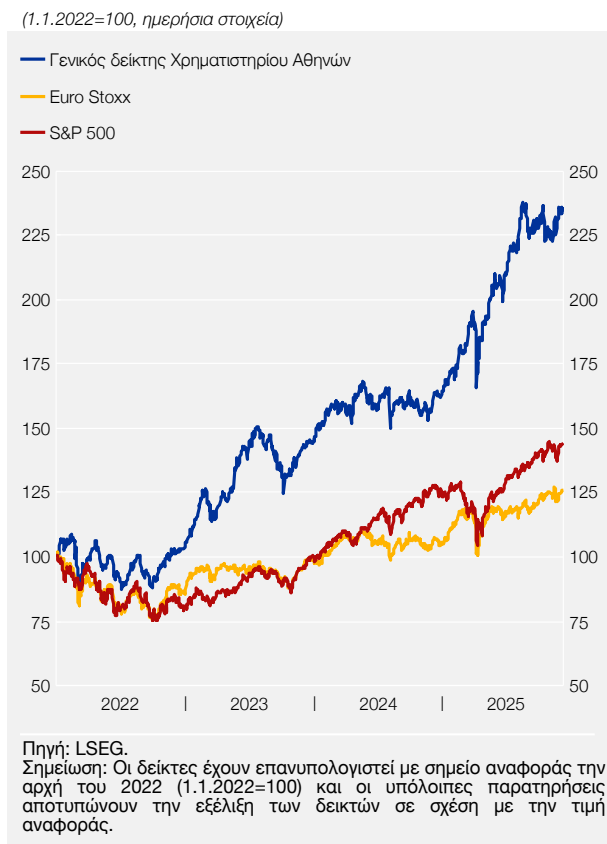
4.1 Τιμές μετοχών

Οι μετοχές των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών επιχειρήσεων παρουσιάζουν σημαντικά υψηλότερες αποδόσεις εντός του 2025 σε σχέση με τις αποδόσεις σε ευρωπαϊκό αλλά και διεθνές επίπεδο. Στις αρχές Απριλίου, λόγω της αναταραχής στις παγκόσμιες αγορές, οι μετοχές στο Χρηματιστήριο Αθηνών παρουσίασαν σημαντική πτώση σε συνάφεια με τις διεθνείς εξελίξεις, αλλά στη συνέχεια ανέκαμψαν (μεταβολή γενικού δείκτη από 1.1.2025: +43,5%, βλ. Διάγραμμα VII.13).¹⁶

¹⁵ Το 2024 άντλησαν χρηματοδότηση ύψους 2,13 δισεκ. ευρώ μέσω της έκδοσης πέντε ομολόγων. Από το 2013, ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις έχουν εκδώσει σε διεθνείς αγορές, μέσω θυγατρικών τους, ομόλογα συνολικής αξίας περίπου 16,74 δισεκ. ευρώ, με υφιστάμενο υπόλοιπο 6,43 δισεκ. ευρώ. Στην εγχώρια αγορά, από το 2016 έχουν εκδοθεί ομόλογα συνολικού ύψους περίπου 6,13 δισεκ. ευρώ, με υφιστάμενο υπόλοιπο 4,62 δισεκ. ευρώ.

¹⁶ Σε αυτό το περιβάλλον έντονης αβεβαιότητας στις διεθνείς αγορές κεφαλαίων, το επίπεδο της μεταβλητότητας εντός του 2025 αυξήθηκε, με την ετησιοποιημένη μεταβλητότητα των ημερήσιων αποδόσεων το διάστημα 1.1.-8.12.2025 να βρίσκεται στο 18,8%, αυξημένη κατά 4,2 ποσ. μον. σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του 2024.

**Διάγραμμα VII.13 Δείκτες τιμών μετοχών
(Ιανουάριος 2022 - Δεκέμβριος 2025)**



Σε κλαδικό επίπεδο, την ανοδική πορεία του γενικού δείκτη από την αρχή του 2025 στήριξαν οι μετοχές των ελληνικών τραπεζών, με όλους τους κλάδους να καταγράφουν θετικές αποδόσεις.

Ιδιαίτερα σημαντική εξέλιξη προς την κατεύθυνση της θετικής και ισχυρής απόδοσης των ελληνικών μετοχών είναι η σημαντική αύξηση των επενδυτικών θέσεων σε ελληνικές μετοχές από διεθνή επενδυτικά κεφάλαια (βλ. Πλαίσιο VII.1).¹⁷ Η πρόσφατη ολοκλήρωση της διαδικασίας δημόσιας προσφοράς για την εξαγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών (Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε.) από τον όμιλο των ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών Euronext αναμένεται να συμβάλει στην περαιτέρω διεύρυνση της επενδυτικής βάσης της ελληνικής αγοράς μετοχών και, ως εκ τούτου, σε περισσότερες ευκαιρίες χρηματοδότησης από τις αγορές για τις ελληνικές επιχειρήσεις, ιδίως καθώς ο όμιλος Euronext καλύπτει ένα μεγάλο φάσμα επιχειρήσεων, από μικρομεσαίες έως μεγάλες σε παγκόσμιο επίπεδο.

Από τις αρχές του 2025 καταγράφηκαν επτά εισαγωγές και έξι διαγραφές στις αγορές του Χρηματιστηρίου Αθηνών, ενώ πραγματοποιήθηκε μεγαλύτερο ύψος αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου από εισηγμένες εταιρίες του μη

χρηματοπιστωτικού τομέα. Συμπεριλαμβανομένων των νέων εισαγωγών, το συνολικό ύψος των κεφαλαίων που αντλήθηκαν το διάστημα Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2025 ήταν 2,15 δισεκ. ευρώ, έναντι 0,3 δισεκ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2024. Τέλος, η συναλλακτική δραστηριότητα στο Χρηματιστήριο Αθηνών (μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών) ανήλθε σε 217 εκατ. ευρώ από τις αρχές του 2025, ενισχυμένη κατά 57% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2024.

4.2 Αποδοτικότητα εισηγμένων επιχειρήσεων

Τα αποτελέσματα των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων δείχνουν οριακή άνοδο του κύκλου εργασιών, αλλά μείωση της κερδοφορίας προ φόρων το πρώτο εξάμηνο του 2025 σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2024, κυρίως λόγω της αρνητικής επίδρασης των αποτελεσμάτων ορισμένων εταιριών ενέργειας.¹⁸

Εξαιρουμένων των εταιριών αυτών, η εικόνα είναι σαφώς βελτιωμένη, καθώς ο κύκλος εργασιών και τα κέρδη προ φόρων αυξήθηκαν, ενώ ενισχύθηκαν και οι βασικοί χρηματοοικονομικοί δείκτες. Συγκεκριμένα, βελτιώθηκαν ο δείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού, ο δείκτης

17 Η σημαντική ενίσχυση της ζήτησης ελληνικών αξιογράφων εκ μέρους διεθνών επενδυτών έχει οδηγήσει σε αύξηση των επενδυτικών θέσεων σε ελληνικές μετοχές κατά 23,2 δισεκ. ευρώ από το α' τρίμηνο του 2023, σύμφωνα με τα στοιχεία της Διεθνούς Επενδυτικής Θέσης, διευκολύνοντας μεταξύ άλλων τη χρηματοδότηση ελληνικών εταιριών μέσω του χρηματιστηρίου.

18 Συγκεκριμένα, οι εταιρίες με κύρια δραστηριότητα τη διύλιση πετρελαίου παρουσίασαν σημαντική μείωση κύκλου εργασιών και κερδοφορίας, κυρίως σε συνάφεια με τις μειωμένες τιμές του πετρελαίου το πρώτο εξάμηνο του 2025 έναντι του πρώτου εξαμήνου του 2024 (κατά περίπου 15%), την αποδυνάμωση του δολαρίου ΗΠΑ έναντι του ευρώ (οι εξαγωγές τιμολογούνται σε δολάρια ΗΠΑ) και τις εργασίες συντήρησης μονάδων διύλισης.

ρευστότητας και ο δείκτης μόχλευσης, ενώ ο δείκτης περιθωρίου κέρδους παρέμεινε σχετικά αμετάβλητος.¹⁹

Αξιοσημείωτη είναι επίσης η αύξηση των κεφαλαιακών δαπανών²⁰, καθώς και η ενίσχυση των υπολοίπων του εταιρικού δανεισμού, σε συνάφεια με τη θετική πορεία της ελληνικής οικονομίας.

19 Ως δείκτες χρησιμοποιούνται οι διάμεσες τιμές των εξής λόγων: α) αποδοτικότητα ενεργητικού (RoA): κέρδη προ φόρων προς ενεργητικό, β) ρευστότητα: κυκλοφορούν ενεργητικό προς βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, γ) μόχλευση: συνολικός δανεισμός προς σύνολο ενεργητικού, δ) περιθώριο κέρδους: κέρδη προ φόρων προς πωλήσεις.

20 Οι κεφαλαιακές δαπάνες περιλαμβάνουν όλες τις δαπάνες για εργοστάσια και εξοπλισμό που έχουν ωφέλιμη διάρκεια ζωής μεγαλύτερη του ενός έτους.

Πλαίσιο VII.1

ΡΟΕΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΤΟΠΟΘΕΤΗΣΕΙΣ ΤΟΥΣ ΣΕ ΟΜΟΛΟΓΑ ΚΑΙ ΜΕΤΟΧΕΣ ΣΤΙΣ ΗΠΑ ΚΑΙ ΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Η περίοδος 2024-25 χαρακτηρίστηκε από διαφοροποίηση των εξελίξεων μεταξύ ΗΠΑ και ευρωζώνης στις διεθνείς κεφαλαιαγορές, οι οποίες συνδέονται και με τις προσδοκίες για την πορεία της νομισματικής πολιτικής στις δύο οικονομίες. Οι εξελίξεις αυτές δεν περιορίζονται απλώς στην προσαρμογή των επιτοκίων, αλλά αντανakλούν ευρύτερες μεταβολές στις ροές κεφαλαίων, στην αντίληψη κινδύνου και στην ελκυστικότητα του δολαρίου και του ευρώ ως παγκόσμιων αποθεματικών νομισμάτων. Προκειμένου να κατανοηθούν αυτές οι τάσεις, είναι χρήσιμο να εξεταστούν οι ροές κεφαλαίων σε ομολογιακά και μετοχικά επενδυτικά κεφάλαια παράλληλα με τις αποτιμήσεις στις διεθνείς αγορές.

Ροές επενδυτικών κεφαλαίων και μακροοικονομικές εξελίξεις

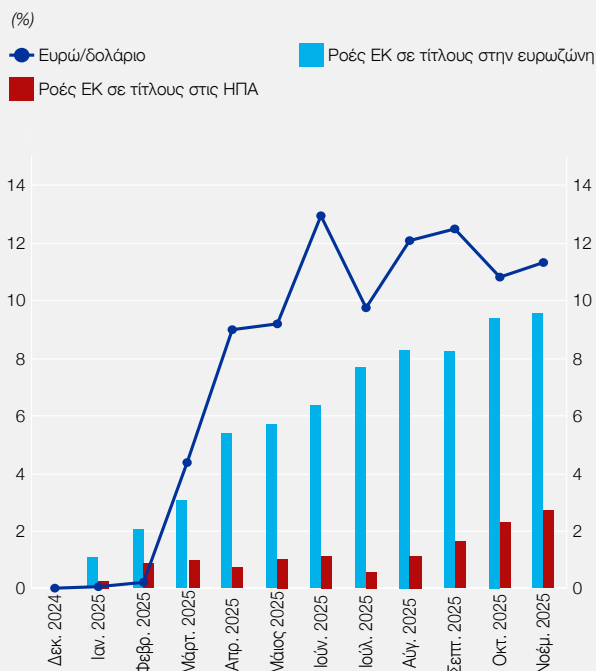
Στο τέλος του α' τριμήνου του 2024 οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές διαμόρφωσαν προσδοκίες ότι η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (Fed) και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) θα προχωρούσαν σε μειώσεις επιτοκίων εντός του έτους, γεγονός που ώθησε άμεσα προς τα πάνω τις αποτιμήσεις των ομολόγων και οδήγησε σε αυξημένες εισροές προς επενδυτικά κεφάλαια (ΕΚ) που επενδύουν σε ομολογιακούς τίτλους, τόσο στην ευρωζώνη όσο και στις ΗΠΑ.¹ Ωστόσο, το 2025, ιδιαίτερα το β' και το γ' τρίμηνο, καθώς η αβεβαιότητα αυξήθηκε, με επίκεντρο την οικονομική πολιτική των ΗΠΑ, παρατηρήθηκαν σημαντικές μεταβολές στις καθαρές ροές κεφαλαίων.

Συγκεκριμένα, τον Απρίλιο καταγράφηκαν χαμηλότερες εισροές – ή ακόμη και εκροές – σε ΕΚ που διακρατούν αμερικανικά ομοσπονδιακά ομόλογα και αμερικανικές μετοχές, ενώ ενισχύθηκαν οι αντίστοιχες εισροές σε ευρωπαϊκούς τίτλους (βλ. Διάγραμμα Α). Η εξέλιξη αυτή προκάλεσε ταυτόχρονη πτώση τιμών σε μετοχές και ομόλογα των ΗΠΑ, καθώς και την αποδυνάμωση του δολαρίου. Οι ροές κεφαλαίων προς την Ευρώπη φαίνεται ότι είναι ο βασικός προσδιοριστικός παράγοντας της ανατίμησης του ευρώ έναντι του δολαρίου, δεδομένου ότι αυτή συνεχίζεται παρά το γεγονός ότι το κόστος αντιστάθμισης είναι ακόμη σε υψηλό επίπεδο.² Καθώς αυτές οι εξελίξεις συνέβαιναν υπό συνθήκες αποστροφής κινδύνου, αναδεικνύουν τη μείωση της εμπιστοσύνης των διεθνών επενδυτών προς τους αμερικανικούς τίτλους (ομόλογα και μετοχές). Το γεγονός αυτό, που έρχεται σε αντίθεση με τη θέση των ομοσπονδιακών ομολόγων των ΗΠΑ ως ασφαλούς καταφυγίου, εξηγείται σε μεγάλο βαθμό από την αβεβαιότητα των επενδυτών, η οποία προκλήθηκε από την αμφισβήτηση μακροχρόνιων σταθερών της αμερικανικής

1 Βλ. Πλαίσιο IX.2 “Ροές χρηματοδότησης προς τα επενδυτικά κεφάλαια και νομισματική πολιτική”, Τράπεζα της Ελλάδος (2025), *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2024*, Απρίλιος.

2 Σύμφωνα με ανάλυση της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών (βλ. Shin, H.S, P. Wooldridge and D. Xia (2025), “US dollar’s slide in April 2025: the role of FX hedging”, *BIS Bulletin*, June), η υποτίμηση του δολαρίου τον Απρίλιο-Μάιο εξηγείται από α) την επιβράδυνση των ροών προς τίτλους σε δολάρια και β) την παράλληλη εξέλιξη της αύξησης των κερδοσκοπικών θέσεων έναντι του δολαρίου, ιδίως από την Ασία.

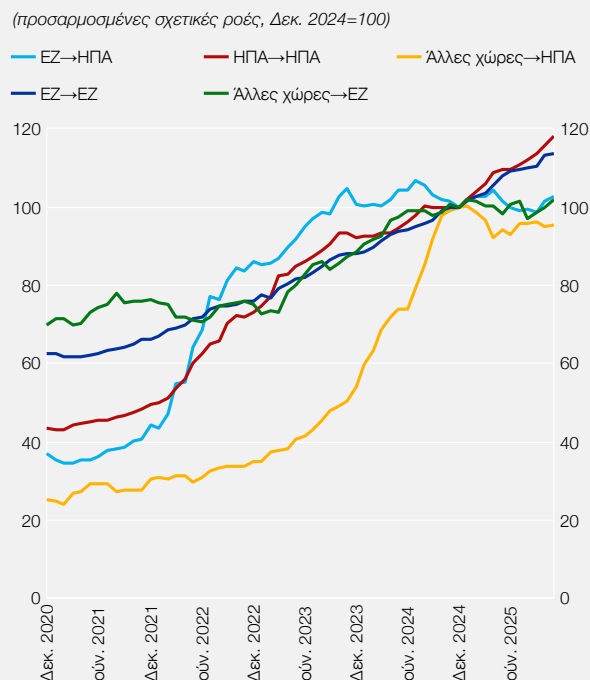
Διάγραμμα Α Ροές επενδυτικών κεφαλαίων και συναλλαγματική ισοτιμία



Πηγές: LSEG-Lipper & Workspace και επεξεργασία στοιχείων από την Τράπεζα της Ελλάδος.

Σημείωση: Το γράφημα παρουσιάζει την αθροιστική μεταβολή της συναλλαγματικής ισοτιμίας ευρώ-δολαρίου (μπλε γραμμή) σε σύγκριση με τις αθροιστικές σχετικές ροές σε επενδυτικά κεφάλαια που εστιάζουν σε τίτλους στις ΗΠΑ (κόκκινες ράβδοι) και στην ευρωζώνη (γαλάζιες ράβδοι).

Διάγραμμα Β Ροές ομολογιακών επενδυτικών κεφαλαίων (Δεκέμβριος 2020 - Νοέμβριος 2025)



Πηγές: LSEG-Lipper for Investment Management και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.

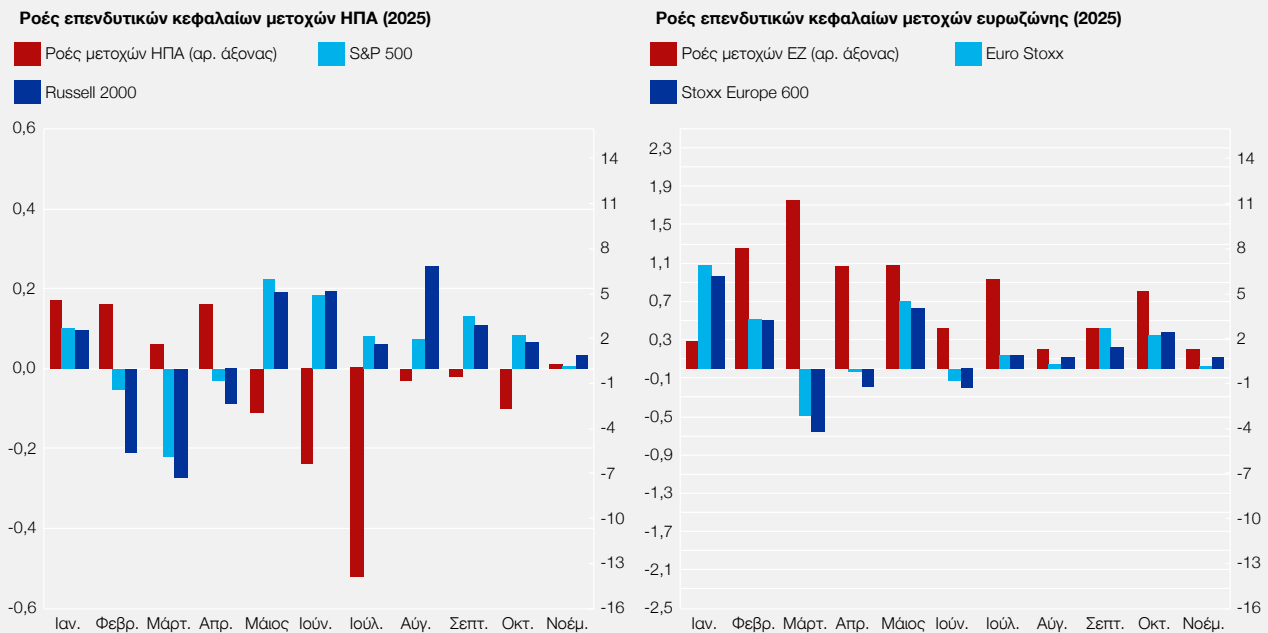
Σημειώσεις: Στο διάγραμμα απεικονίζονται οι καθαρές ροές κεφαλαίων προς επενδυτικά κεφάλαια που επενδύουν σε κρατικά ομόλογα στις ΗΠΑ και στη ζώνη του ευρώ (ΕΖ) ανά γεωγραφική περιοχή από την οποία προέρχονται οι επενδυτές. Οι τιμές αναφέρονται στις σχετικές αθροιστικές ροές ως ποσοστό των καθαρών κεφαλαίων υπό διαχείριση το Δεκέμβριο του 2024, ο οποίος αποτελεί και το μήνα βάσης των χρονοσειρών.

νικής οικονομίας όπως η ανεξαρτησία των θεσμών και η ελευθερία του εμπορίου.³ Ταυτόχρονα, η ευρωζώνη, για πρώτη φορά μετά την κρίση χρέους, προέβαλε ως εναλλακτικός ασφαλής προορισμός για κεφάλαια σε περιόδους διεθνούς αναταραχής.

Από τη σύγκριση των σχετικών ροών μεταξύ ΕΚ που επικεντρώνονται σε ομοσπονδιακά ομόλογα των ΗΠΑ και ΕΚ που επικεντρώνονται σε αντίστοιχα κρατικά ομόλογα της ζώνης του ευρώ (βλ. Διάγραμμα Β) διαπιστώνονται διαφοροποιήσεις οι οποίες αφορούν τις ροές κυρίως των ξένων επενδυτών. Συγκεκριμένα, οι ροές κεφαλαίων των ξένων επενδυτών (ευρωζώνη και άλλες χώρες) στα ΕΚ που επενδύουν σε ομοσπονδιακά ομόλογα των ΗΠΑ καταγράφουν μείωση από τον Αύγουστο του 2024, η οποία εντάθηκε τον Απρίλιο του 2025. Αντίθετα, η προτίμηση των επενδυτών για εγχώριες επενδύσεις τόσο στις ΗΠΑ όσο και στην ευρωζώνη φαίνεται να ενισχύθηκε. Επιπρόσθετα, με βάση τα στοιχεία σε επίπεδο κατηγορίας επενδυτικής θέσης, από τον Απρίλιο έως την τρέχουσα περίοδο παρατηρούνται υψηλότερες σχετικές αθροιστικές εισροές στα ΕΚ που επενδύουν σε όλες τις κατηγορίες ομολόγων και προϊόντων της χρηματαγοράς στην ευρωζώνη από ό,τι στις ΗΠΑ. Η εξέλιξη αυτή αφορά τόσο τα ΕΚ που επενδύουν σε κρατικά ομόλογα όσο και αυτά που επενδύουν σε εταιρικά ομόλογα, δηλαδή υπάρχει ανάληψη κινδύνου από τους ξένους επενδυτές στην ευρωζώνη ταυτόχρονα με εκροές από τις θέσεις τους σε ΕΚ που επενδύουν στις

3 Συγκεκριμένα, στη διεθνή βιβλιογραφία έχει τεκμηριωθεί ότι τα ομοσπονδιακά ομόλογα των ΗΠΑ προσέλκυαν επενδυτικές θέσεις από την Ευρώπη την περίοδο της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, με αποτέλεσμα την ενίσχυση της “απόδοσης ευκολίας” (convenience yield). Βλ. για παράδειγμα Krishnamurthy, A. and A. Vissing-Jorgensen (2012), “The Aggregate Demand for Treasury Debt”, *Journal of Political Economy*, 120(2), 233-267). Σύμφωνα με πρόσφατη μελέτη, η απόδοση ευκολίας των αμερικανικών ομοσπονδιακών ομολόγων μετριάστηκε σε μεγάλο βαθμό μετά την ανακοίνωση των δασμών στις 2 Απριλίου (βλ. Acharya, V. and T. Laarits (2025), “Tariff War Shock and the Convenience Yield of US Treasuries – A Hedging Perspective”, NYU Stern School of Business working paper).

Διάγραμμα Γ Ροές μετοχικών επενδυτικών κεφαλαίων



Πηγές: LSEG-Lipper for Investment Management και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.

Σημειώσεις: Μηνιαίες αποδόσεις μετοχικών δεικτών στις ΗΠΑ και στην ευρωζώνη, σε δολάρια ΗΠΑ, σε σύγκριση με τις καθαρές σχετικές αθροιστικές ροές σε ΕΚ που επενδύουν σε μετοχές ΗΠΑ και ευρωζώνης. Οι τιμές αναφέρονται στις σχετικές ροές ως ποσοστό των κεφαλαίων υπό διαχείριση στο τέλος του 2024.

ΗΠΑ. Κατά συνέπεια, αποτυπώνεται α) η ενίσχυση του ρόλου των τίτλων της ευρωζώνης ως ασφαλούς καταφυγίου κεφαλαίων και β) η αύξηση της ελκυστικότητας των επενδυτικών θέσεων στην ευρωζώνη εν γένει.

Η ανοδική πορεία των μετοχών διεθνώς, που ξεκίνησε από τα μέσα Απριλίου, συνεχίστηκε έως τον Ιούλιο. Αρχικά η εξέλιξη αυτή αποτέλεσε εν μέρει αντιστροφή της πολύ μεγάλης πτώσης των τιμών των μετοχών, μετά τις ανακοινώσεις των δασμών. Κατόπιν η άνοδος συνεχίστηκε και εντάθηκε, καθώς οι ανακοινώσεις των αποτελεσμάτων των αμερικανικών εισηγμένων εταιριών ενίσχυσαν την αισιοδοξία των επενδυτών, κυρίως ως προς τις προοπτικές του τεχνολογικού κλάδου.⁴ Ωστόσο, την περίοδο Απριλίου-Μαΐου, δηλαδή μετά την ανακοίνωση δασμών από την αμερικανική κυβέρνηση, καταγράφηκαν εκροές από μετοχικά ΕΚ με χαρτοφυλάκιο στις ΗΠΑ και παράλληλες εισροές σε ΕΚ που επενδύουν στην ευρωζώνη. Οι εκροές αυτές διατηρήθηκαν μέχρι και τα τέλη του 2025, παρά την ανάκαμψη των αποτιμήσεων στις αγορές μετοχών (βλ. Διάγραμμα Γ).

Συγκεκριμένα, από το Μάιο και επί τρεις συνεχόμενους μήνες, οι εκροές από αμερικανικά μετοχικά ΕΚ ανήλθαν σε 0,1-0,5% των κεφαλαίων υπό διαχείριση στο τέλος του 2024, ενώ τα ευρωπαϊκά κατέγραψαν εισροές 0,3-1% μετά τον Απρίλιο. Η τάση αυτή στις ΗΠΑ κορυφώθηκε στις αρχές του γ' τριμήνου. Αξιοσημείωτο είναι ότι οι εκροές από τις ΗΠΑ καταγράφηκαν παρά τις υψηλές αποδόσεις σε δείκτες τόσο μεγάλης όσο και μεσαίας κεφαλαιοποίησης. Η συμπεριφορά αυτή συνδέεται με τη στρατηγική διαφοροποίησης θεσμικών επενδυτών (π.χ. ασφαλιστικά ταμεία) που μείωσαν την έκθεσή τους στην αμερικανική αγορά λόγω υψηλών αποτιμήσεων και συγκέντρωσης στον τεχνολογικό τομέα, αλλά και λόγω της αβεβαιότητας για την πορεία της αμερικανικής οικονομίας εξαιτίας μεταβολών σε θεμελιώδεις αρχές του συστήματος οικονομικής διακυβέρνησης, όπως η άρση της ελευθερίας του εμπορίου με την επιβολή δασμών και οι παρεμβάσεις στη λειτουργία της Fed.

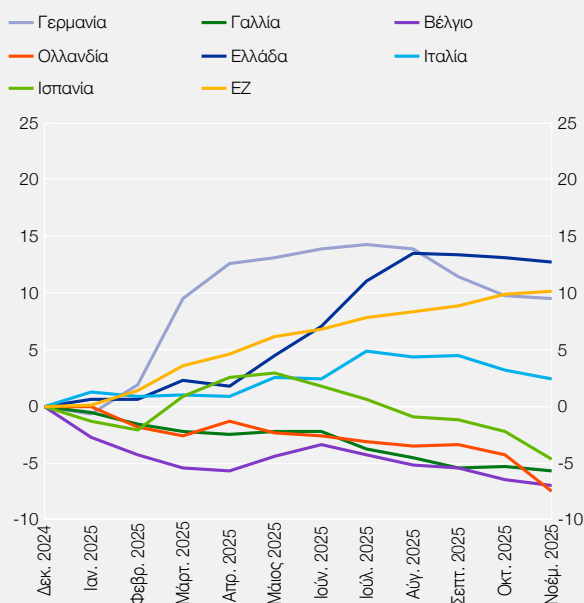
Ροές σε επενδυτικά κεφάλαια ελληνικών μετοχών

Τι σημαίνει η αύξηση της ελκυστικότητας των επενδυτικών θέσεων στην ευρωζώνη για την ελληνική οικονομία; Το Διάγραμμα Δ παρουσιάζει τις σχετικές αθροιστικές καθαρές ροές κεφαλαίων σε ΕΚ το 2025 ανά γεωγραφική

4 Βλ. Box 1 "Understanding the swift market recovery after the April 2025 tariff shock", *BIS Quarterly Review*, September 2025.

Διάγραμμα Δ Ροές μετοχικών επενδυτικών κεφαλαίων ευρωζώνης

(% των κεφαλαίων υπό διαχείριση το Δεκέμβριο του 2024)



Πηγές: LSEG-Lipper for Investment Management και υπολογισμοί της Τράπεζας της Ελλάδος.
Σημειώσεις: Το διάγραμμα παρουσιάζει τις αθροιστικές ροές κεφαλαίων προς μετοχικά ΕΚ για μεμονωμένες χώρες της ευρωζώνης. Οι τιμές αναφέρονται στις σχετικές αθροιστικές ροές ως ποσοστό των κεφαλαίων υπό διαχείριση στο τέλος του 2024.

περιοχή στην οποία επικεντρώνεται το μεγαλύτερο ποσοστό του χαρτοφυλακίου. Τα στοιχεία αναφέρονται σε αμιγώς μετοχικά ΕΚ, καθώς ο συγκεκριμένος διαχωρισμός δεν υπάρχει προς το παρόν για τις κατηγορίες των μικτών και ομολογιακών ΕΚ. Από τα μέσα του β' τριμήνου του έτους τα μετοχικά ΕΚ που επικεντρώνονται στην ελληνική αγορά κατέγραψαν εισροές οι οποίες κατά μέσο όρο ξεπερνούσαν τα 40 εκατ. δολάρια ανά μήνα, συγκεντρώνοντας 300 εκατ. δολάρια το επτάμηνο Μαΐου-Νοεμβρίου. Η εισροή κεφαλαίων στην ελληνική αγορά μετοχών το διάστημα αυτό, σε σχέση με τα συνολικά κεφάλαια υπό διαχείριση, ήταν σημαντικά υψηλότερη εκείνης της ευρωζώνης.⁵ Φαίνεται λοιπόν ότι η αύξηση της ζήτησης ελληνικών μετοχών εκ μέρους των επενδυτών την περίοδο Μαΐου-Νοεμβρίου ήταν μεγαλύτερη σε σύγκριση με τις υπόλοιπες οικονομίες της ευρωζώνης. Η εξέλιξη αυτή τεκμαίρεται ότι σχετίζεται επίσης με την ευρωστία που επιδεικνύει η ελληνική οικονομία και την ενισχυμένη αξιοπιστία της έναντι των διεθνών επενδυτών, μετά τις συνεχόμενες αναβαθμίσεις της πιστοληπτικής αξιολόγησής της τα τελευταία έτη.

Συμπεράσματα

Η αβεβαιότητα για την οικονομική πολιτική των ΗΠΑ, που προκλήθηκε από την αμφισβήτηση μακροχρόνιων σταθερών της αμερικανικής οικονομίας όπως η ανεξαρτησία των θεσμών και η ελευθερία του εμπορίου, έχει

οδηγήσει σε ανακατανομή των διεθνών κεφαλαίων και επαναπατρισμό κεφαλαίων Ευρωπαίων, κυρίως, επενδυτών, με αποτέλεσμα την αύξηση των επενδυτικών θέσεων στις ευρωπαϊκές αγορές μετοχών και ομολόγων. Οι σημαντικές εισροές στις συγκεκριμένες αγορές, οι οποίες παρατηρήθηκαν για πρώτη φορά μετά την κρίση χρέους σε περίοδο αναζήτησης ασφαλών καταφυγίων, έχουν ενισχύσει τη θέση της ευρωζώνης ως εναλλακτικού ασφαλούς προορισμού επενδυτικών κεφαλαίων. Αξίζει να σημειωθεί ότι, αναλογικά με τις υφιστάμενες επενδυτικές θέσεις, η ελληνική οικονομία προσέελκε το μεγαλύτερο επενδυτικό ενδιαφέρον μεταξύ των οικονομιών της ευρωζώνης. Έτσι, φαίνεται ότι, στο βαθμό που η ευρωζώνη θα συνεχίσει να αντιμετωπίζεται ως ασφαλές καταφύγιο σε περιόδους διεθνούς αβεβαιότητας, η ελληνική οικονομία επίσης θα έχει την ευκαιρία να επωφελείται, εξέλιξη που θα επιφέρει μειωμένο κόστος χρηματοδότησης για το Ελληνικό Δημόσιο, τις τράπεζες και τις επιχειρήσεις. Στην κατεύθυνση αυτή θα συμβάλουν η μακροοικονομική σταθερότητα και η ευρωστία της ελληνικής οικονομίας, αλλά και η περαιτέρω ενίσχυση της αξιοπιστίας της έναντι των διεθνών επενδυτών.

5 Τα συνολικά καθαρά στοιχεία ενεργητικού, υπό διαχείριση, των επενδυτικών κεφαλαίων που επικεντρώνονται στην ελληνική αγορά μετοχών ανέρχονταν σε 2,7 δισεκ. δολάρια στο τέλος του 2024.

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 κατά κλάδο δραστηριότητας από τα εγχώρια NXI	168
6	Τραπεζικά επιτόκια νέων καταθέσεων σε ευρώ από κατοίκους της ζώνης του ευρώ	169
7	Τραπεζικά επιτόκια νέων δανείων σε ευρώ προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ	170

Πίνακας 1 Δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες

Περίοδος	ΔΤΚ (Γενικός)		Αγαθά		Υπηρεσίες		ΔΤΚ χωρίς νωπά οπωροκηπευτικά και καύσιμα		ΔΤΚ χωρίς είδη διατροφής και καύσιμα	
	Δείκτης (2020=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2020=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2020=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2020=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2020=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους
2021	101,2	1,2	102,4	2,4	99,5	-0,5	100,2	0,2	99,9	-0,1
2022	111,0	9,6	116,7	14,0	101,9	2,4	107,3	7,1	105,6	5,7
2023	114,8	3,5	120,5	3,3	105,8	3,8	112,8	5,1	109,2	3,4
2024	118,0	2,7	122,5	1,6	110,4	4,4	116,4	3,2	112,6	3,1
2023 α΄	112,7	5,9	118,0	6,8	104,1	4,2	110,5	6,4	107,1	3,7
β΄	115,0	2,5	120,8	1,6	105,7	4,2	113,2	4,9	110,0	2,9
γ΄	115,0	2,3	120,2	1,4	106,6	3,7	112,8	5,0	109,1	3,8
δ΄	116,7	3,3	123,1	3,5	106,6	3,1	114,6	4,2	110,6	3,1
2024 α΄	116,2	3,1	121,2	2,7	107,9	3,6	114,2	3,4	110,0	2,7
β΄	118,0	2,6	122,9	1,7	109,7	3,8	116,2	2,6	112,4	2,2
γ΄	118,3	2,9	122,0	1,5	111,7	4,8	116,7	3,4	112,8	3,4
δ΄	119,5	2,4	123,8	0,6	112,2	5,2	118,3	3,3	115,0	4,0
2025 α΄	119,2	2,6	122,7	1,2	112,8	4,5	117,7	3,0	113,9	3,6
β΄	120,8	2,4	123,7	0,7	115,1	4,9	120,0	3,3	116,7	3,8
γ΄	121,4	2,6	123,2	1,0	117,1	4,9	120,7	3,4	117,1	3,8
2023 Ιαν.	112,0	7,0	117,2	8,5	103,7	4,1	109,5	6,7	106,1	4,0
Φεβρ.	112,3	6,1	117,4	7,0	104,2	4,4	110,0	6,4	106,4	3,6
Μάρτ.	113,7	4,6	119,5	4,8	104,6	4,1	112,0	6,2	108,7	3,5
Απρ.	114,5	3,0	120,1	2,1	105,4	4,7	112,6	4,7	109,6	2,5
Μάιος	114,9	2,8	120,7	1,9	105,7	4,3	113,4	5,5	110,1	3,6
Ιούν.	115,6	1,8	121,7	0,8	106,1	3,5	113,7	4,5	110,3	2,5
Ιούλ.	114,3	2,5	119,1	1,5	106,5	3,9	112,3	5,2	108,5	3,6
Αύγ.	114,3	2,7	119,1	2,0	106,3	3,8	112,1	5,5	108,1	4,3
Σεπτ.	116,3	1,6	122,4	0,7	106,8	3,3	114,0	4,5	110,6	3,6
Οκτ.	117,0	3,4	123,5	3,6	106,9	3,2	114,6	4,5	110,9	3,4
Νοέμ.	116,6	3,0	123,0	3,2	106,5	2,9	114,5	4,2	110,4	3,2
Δεκ.	116,5	3,5	122,8	3,7	106,6	3,1	114,7	3,8	110,6	2,8
2024 Ιαν.	115,5	3,1	120,5	2,9	107,3	3,5	113,7	3,8	109,2	3,0
Φεβρ.	115,6	2,9	120,4	2,6	107,7	3,4	113,5	3,2	109,0	2,5
Μάρτ.	117,4	3,2	122,8	2,8	108,7	3,9	115,5	3,2	111,7	2,8
Απρ.	118,0	3,1	123,3	2,6	109,3	3,7	116,0	3,0	112,3	2,5
Μάιος	117,7	2,4	122,6	1,6	109,5	3,5	115,9	2,2	112,2	1,9
Ιούν.	118,2	2,3	122,9	1,0	110,5	4,1	116,5	2,5	112,8	2,3
Ιούλ.	117,4	2,7	120,6	1,3	111,4	4,6	115,6	2,9	111,5	2,8
Αύγ.	117,7	3,0	121,0	1,6	111,6	4,9	116,0	3,5	112,0	3,6
Σεπτ.	119,8	2,9	124,3	1,6	112,1	5,0	118,4	3,8	115,0	4,0
Οκτ.	119,8	2,4	124,3	0,6	112,2	4,9	118,5	3,4	115,2	3,9
Νοέμ.	119,3	2,4	123,6	0,4	112,0	5,2	118,1	3,2	114,8	4,0
Δεκ.	119,5	2,6	123,5	0,6	112,5	5,6	118,3	3,2	115,1	4,1
2025 Ιαν.	118,7	2,7	122,1	1,3	112,5	4,8	117,1	3,0	113,3	3,8
Φεβρ.	118,6	2,5	121,9	1,3	112,4	4,4	117,0	3,0	113,0	3,7
Μάρτ.	120,2	2,4	124,1	1,0	113,5	4,4	119,0	3,0	115,5	3,4
Απρ.	120,3	2,0	122,9	-0,3	115,0	5,3	119,3	2,9	116,0	3,3
Μάιος	120,6	2,5	123,7	0,9	114,7	4,7	119,9	3,4	116,6	4,0
Ιούν.	121,5	2,8	124,6	1,4	115,7	4,7	120,7	3,6	117,5	4,1
Ιούλ.	121,0	3,1	122,9	1,9	116,7	4,7	120,1	3,9	116,5	4,5
Αύγ.	121,1	2,9	122,4	1,1	117,5	5,3	120,4	3,8	116,7	4,2
Σεπτ.	122,1	1,9	124,4	0,1	117,2	4,5	121,5	2,6	118,1	2,7
Οκτ.	122,2	2,0	124,7	0,3	117,1	4,3	121,6	2,6	118,1	2,5
Νοέμ.	122,2	2,4	124,8	1,0	117,0	4,4	121,6	3,0	118,1	2,8

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΛΣΤΑΤ.

Πίνακας 2 Ισοζύγιο πληρωμών

(προσωρινά στοιχεία, εκατ. ευρώ)

		Ιανουάριος-Δεκέμβριος			Ιανουάριος-Σεπτέμβριος		
		2022	2023	2024	2023	2024	2025
I	ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝ/ΓΩΝ (I.A + I.B + I.Γ + I.Δ)	-22.247,6	-15.281,5	-16.943,6	-7.531,6	-9.230,1	-7.024,8
	ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΑΓΑΘΩΝ ΚΑΙ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ (I.A + I.B)	-20.188,3	-11.254,4	-12.994,0	-4.809,9	-6.658,9	-5.278,1
	Εξαγωγές	102.510,9	99.097,3	100.058,7	76.969,7	77.561,6	75.876,8
	Εισαγωγές	122.699,2	110.351,7	113.052,6	81.779,6	84.220,5	81.154,9
I.A	ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΑΓΑΘΩΝ (I.A.1 - I.A.2)	-39.508,4	-33.062,1	-35.665,5	-23.790,2	-25.990,6	-24.789,1
I.A.1	Εξαγωγές αγαθών	54.749,0	50.056,5	48.612,8	37.902,0	36.870,9	35.208,7
	Καύσιμα	18.489,4	14.562,1	12.802,1	10.878,9	10.034,3	7.589,4
	Πλοία (πωλήσεις)	110,3	206,8	186,9	162,5	149,4	101,9
	Αγαθά χωρίς καύσιμα και πλοία	36.149,3	35.287,6	35.623,8	26.860,6	26.687,2	27.517,4
I.A.2	Εισαγωγές αγαθών	94.257,4	83.118,6	84.278,3	61.692,1	62.861,5	59.997,8
	Καύσιμα	31.855,5	21.628,2	20.421,1	16.186,6	15.755,7	11.543,9
	Πλοία (αγορές)	404,0	308,8	311,3	231,3	261,6	396,5
	Αγαθά χωρίς καύσιμα και πλοία	61.997,9	61.181,6	63.545,9	45.274,2	46.844,2	48.057,4
I.B	ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ (I.B.1 - I.B.2)	19.320,1	21.807,7	22.671,5	18.980,2	19.331,8	19.511,0
I.B.1	Εισπράξεις	47.761,9	49.040,7	51.445,9	39.067,7	40.690,7	40.668,1
	Ταξιδιωτικό	17.676,2	20.593,6	21.592,3	18.021,4	18.472,3	20.133,3
	Μεταφορές	23.434,0	20.999,8	21.214,9	15.571,1	16.011,2	13.982,9
	Λοιπές υπηρεσίες	6.651,8	7.447,3	8.638,7	5.475,2	6.207,3	6.551,8
I.B.2	Πληρωμές	28.441,9	27.233,1	28.774,3	20.087,5	21.359,0	21.157,1
	Ταξιδιωτικό	1.924,6	2.431,7	2.805,3	1.824,2	2.065,9	2.653,3
	Μεταφορές	19.666,7	17.833,9	18.179,0	13.148,5	13.604,9	12.269,6
	Λοιπές υπηρεσίες	6.850,5	6.967,5	7.790,0	5.114,8	5.688,1	6.234,2
I.Γ	ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΠΡΩΤΟΓΕΝΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ (I.Γ.1 - I.Γ.2)	-1.757,7	-5.352,6	-6.025,9	-3.761,8	-4.805,4	-3.909,5
I.Γ.1	Εισπράξεις	7.875,5	10.100,3	11.282,5	7.615,3	8.583,0	8.114,6
	Από εργασία (αμοιβές, μισθοί)	224,7	208,8	232,5	157,8	170,4	192,4
	Από επενδύσεις (τόκοι, μερίσματα, κέρδη)	4.177,7	6.547,2	8.075,9	4.501,3	5.977,4	5.361,4
	Λοιπά πρωτογενή εισοδήματα	3.473,0	3.344,3	2.974,1	2.956,2	2.435,2	2.560,8
I.Γ.2	Πληρωμές	9.633,1	15.452,9	17.308,4	11.377,1	13.388,4	12.024,1
	Από εργασία (αμοιβές, μισθοί)	1.493,8	1.327,1	1.372,3	991,6	1.020,9	988,3
	Από επενδύσεις (τόκοι, μερίσματα, κέρδη)	7.478,8	13.609,9	15.439,0	9.985,8	12.015,5	10.639,2
	Λοιπά πρωτογενή εισοδήματα	660,6	515,9	497,1	399,7	352,1	396,6
I.Δ	ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟΓΕΝΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ (I.Δ.1 - I.Δ.2)	-301,6	1.325,5	2.076,4	1.040,1	2.234,2	2.162,8
I.Δ.1	Εισπράξεις	4.390,6	5.541,5	6.822,2	4.131,7	5.660,4	6.019,5
	Γενική κυβέρνηση	2.642,7	3.255,8	1.514,1	2.367,4	885,0	1.459,3
	Λοιποί τομείς	1.747,9	2.285,8	5.308,1	1.764,3	4.775,4	4.560,3
I.Δ.2	Πληρωμές	4.692,2	4.216,1	4.745,8	3.091,6	3.426,2	3.856,8
	Γενική κυβέρνηση	3.058,7	2.381,9	2.817,0	1.723,4	1.995,3	2.247,2
	Λοιποί τομείς	1.633,5	1.834,2	1.928,8	1.368,2	1.430,9	1.609,6
II	ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (II.1 - II.2)	3.111,6	2.677,0	-21,0	2.001,8	-623,9	601,7
II.1	Εισπράξεις	3.857,0	3.367,7	947,3	2.395,0	273,6	1.825,3
	Γενική κυβέρνηση	2.523,2	2.824,7	638,8	1.878,3	89,1	1.341,4
	Λοιποί τομείς	1.333,7	543,0	308,5	516,6	184,5	484,0
II.2	Πληρωμές	745,3	690,8	968,3	393,1	897,4	1.223,6
	Γενική κυβέρνηση	7,2	7,0	7,2	5,3	5,3	5,2
	Λοιποί τομείς	738,1	683,8	961,1	387,8	892,1	1.218,4
	ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝ/ΓΩΝ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (I + II)	-19.136,0	-12.604,5	-16.964,6	-5.529,8	-9.853,9	-6.423,1
III	ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΧΡΗΜ/ΚΩΝ ΣΥΝ/ΓΩΝ (III.A+III.B+III.Γ+III.Δ)	-17.152,0	-10.329,3	-14.628,4	-3.245,6	-7.851,8	-4.852,1
III.A	ΑΜΕΣΣΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ¹	-4.988,9	-602,9	-4.198,9	-2.436,4	-1.705,0	-5.987,2
	Απαιτήσεις	2.538,5	3.757,8	2.052,4	1.228,7	1.607,1	2.580,6
	Υποχρεώσεις	7.527,5	4.360,7	6.251,3	3.665,1	3.312,1	8.567,8
III.B	ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ¹	8.934,9	-3.020,4	-6.544,0	2.747,1	-4.119,2	-7.837,3
	Απαιτήσεις	10.206,3	2.601,4	5.460,2	6.723,1	5.100,5	1.187,8
	Υποχρεώσεις	1.271,4	5.621,8	12.004,2	3.976,0	9.219,7	9.025,1
III.Γ	ΛΟΙΠΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ¹	-19.252,5	-7.236,6	-3.624,6	-3.770,6	-1.778,2	7.166,9
	Απαιτήσεις	-3.688,1	-2.301,7	-396,0	-815,8	-2.654,9	5.459,1
	Υποχρεώσεις	15.564,4	4.935,0	3.228,6	2.954,8	-876,7	-1.707,8
	(Δάνεια γενικής κυβέρνησης)	-3.496,0	-2.196,3	-6.057,8	749,7	1.326,4	747,0
III.Δ	ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ¹	-1.845,4	530,6	-261,0	214,3	-249,4	1.805,5
IV	ΤΑΚΤΟΠΟΙΗΤΕΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ (I + II - III + IV=0)	1.984,0	2.275,2	2.336,2	2.284,2	2.002,2	1.571,0
	ΥΦΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ	11.341	12.324	14.649	11.752	13.861	18.766

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 (+) αύξηση, (-) μείωση.

Πίνακας 3 Ανάλυση καταθέσεων/ρέπος των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών στα λοιπά NXI,¹ 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 ²	Καταθέσεις/ρέπος σε λοιπά νομίσματα	Καταθέσεις μίας ημέρας ²	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
2024	203.621	195.559	8.061	151.676	51.944
2022	Ιαν.	177.819	170.737	142.772	35.047
	Φεβρ.	177.538	170.577	142.944	34.594
	Μάρτ.	176.587	169.549	142.644	33.943
	Απρ.	178.235	171.017	144.406	33.829
	Μάιος	179.438	172.303	145.937	33.501
	Ιούν.	182.332	175.031	149.598	32.734
	Ιουλ.	182.925	175.711	150.110	32.815
	Αύγ.	183.091	175.711	150.639	32.451
	Σεπτ.	185.510	177.973	152.751	32.759
	Οκτ.	184.840	177.401	152.552	32.288
	Νοέμ.	183.923	176.785	151.007	32.916
	Δεκ.	188.742	181.659	152.963	35.779
2023	Ιαν.	184.142	177.042	148.573	35.569
	Φεβρ.	182.798	175.628	144.632	38.165
	Μάρτ.	185.530	178.225	143.584	41.946
	Απρ.	185.494	178.466	141.801	43.693
	Μάιος	186.415	179.135	141.137	45.278
	Ιούν.	189.327	182.083	142.142	47.185
	Ιουλ.	189.091	181.870	141.322	47.769
	Αύγ.	189.351	182.012	141.150	48.200
	Σεπτ.	191.715	184.201	142.036	49.680
	Οκτ.	189.551	182.310	141.441	48.110
	Νοέμ.	188.482	181.334	140.204	48.278
	Δεκ.	194.788	187.502	143.401	51.387
2024	Ιαν.	189.679	182.409	139.601	50.078
	Φεβρ.	188.611	181.358	138.413	50.198
	Μάρτ.	190.256	183.016	139.581	50.675
	Απρ.	190.683	183.324	140.170	50.514
	Μάιος	190.905	183.527	140.268	50.637
	Ιούν.	194.795	187.177	143.933	50.862
	Ιουλ.	194.124	186.672	144.330	49.794
	Αύγ.	195.355	187.837	144.586	50.769
	Σεπτ.	197.594	190.048	147.548	50.046
	Οκτ.	195.512	187.946	145.528	49.983
	Νοέμ.	198.012	190.426	147.171	50.840
	Δεκ.	203.621	195.559	151.676	51.944
2025	Ιαν.	198.822	191.090	146.889	51.933
	Φεβρ.	197.323	189.622	146.314	51.009
	Μάρτ.	199.480	191.983	149.062	50.417
	Απρ.	198.367	191.037	148.890	49.477
	Μάιος	199.610	192.154	149.633	49.978
	Ιούν.	204.492	197.190	155.556	48.936
	Ιουλ.	203.471	196.164	155.096	48.375
	Αύγ.	205.402	198.197	156.598	48.804
	Σεπτ.	207.994	200.793	159.486	48.509
	Οκτ.	205.947	198.715	157.074	48.873

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Τα λοιπά Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (λοιπά NXI) περιλαμβάνουν τα πιστωτικά ιδρύματα (εκτός από την Τράπεζα της Ελλάδος) και τα ιδρύματα έκδοσης ηλεκτρονικού χρήματος.

2 Περιλαμβάνεται και το ηλεκτρονικό χρήμα.

Πίνακας 4 Αποδόσεις ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου

(ποσοστά % ετησίως, μέσοι όροι περιόδου)

Περίοδος	3 ετών	5 ετών	7 ετών	10 ετών	15 ετών	20 ετών	30 ετών
2019	1,22	1,64	2,07	2,59	3,04	3,33	3,50
2020	0,39	0,58	0,97	1,27	1,48	1,61	1,73
2021	-0,18	0,11	0,30	0,88	1,08	1,21	1,64
2022	2,11	2,60	3,04	3,49	3,35	3,36	3,87
2023	3,34	3,51	3,84	4,00	4,22	4,25	4,29
2024	2,56	2,74	3,02	3,35	3,68	3,79	3,92
2022 Ιαν.	0,16	0,79	1,14	1,62	1,49	1,44	2,25
Φεβρ.	0,97	1,53	2,00	2,46	2,18	2,29	2,91
Μάρτ.	1,05	1,60	2,00	2,61	2,20	2,28	3,05
Απρ.	1,25	1,90	2,30	2,89	2,24	2,31	3,40
Μάιος	2,01	2,48	3,07	3,54	3,19	3,24	3,95
Ιούν.	2,52	2,85	3,49	3,93	3,54	3,78	4,45
Ιούλ.	2,29	2,64	3,15	3,38	3,50	3,68	4,21
Αύγ.	2,36	2,76	3,16	3,46	3,62	3,75	4,10
Σεπτ.	3,12	3,63	4,02	4,44	4,39	4,37	4,58
Οκτ.	3,31	4,10	4,40	4,87	4,85	4,72	4,82
Νοέμ.	3,12	3,58	4,04	4,42	4,60	4,38	4,43
Δεκ.	3,19	3,31	3,74	4,22	4,37	4,02	4,23
2023 Ιαν.	3,31	3,39	3,81	4,29	4,26	4,08	4,33
Φεβρ.	3,50	3,57	4,11	4,26	4,31	4,23	4,39
Μάρτ.	3,58	3,74	4,20	4,29	4,36	4,35	4,41
Απρ.	3,43	3,80	4,13	4,22	4,30	4,29	4,39
Μάιος	3,23	3,56	3,92	3,98	4,12	4,15	4,27
Ιούν.	3,30	3,39	3,62	3,71	3,88	3,97	4,09
Ιούλ.	3,46	3,55	3,74	3,85	4,12	4,15	4,19
Αύγ.	3,40	3,53	3,72	3,88	4,17	4,21	4,26
Σεπτ.	3,51	3,71	3,93	4,08	4,38	4,46	4,47
Οκτ.	3,54	3,78	4,07	4,30	4,65	4,76	4,70
Νοέμ.	3,18	3,37	3,67	3,88	4,32	4,44	4,29
Δεκ.	2,60	2,76	3,11	3,28	3,71	3,87	3,73
2024 Ιαν.	2,57	2,74	3,04	3,29	3,72	3,79	3,70
Φεβρ.	2,73	2,89	3,14	3,45	3,76	3,84	3,77
Μάρτ.	2,77	2,88	3,09	3,37	3,67	3,78	3,71
Απρ.	2,88	3,00	3,19	3,49	3,81	3,91	3,85
Μάιος	2,95	3,07	3,24	3,55	3,83	3,89	4,12
Ιούν.	2,92	3,14	3,36	3,65	3,94	4,02	4,25
Ιούλ.	2,70	2,94	3,18	3,50	3,81	3,92	4,15
Αύγ.	2,40	2,65	2,95	3,31	3,63	3,77	3,99
Σεπτ.	2,27	2,45	2,80	3,19	3,55	3,71	3,96
Οκτ.	2,20	2,39	2,77	3,16	3,53	3,67	3,96
Νοέμ.	2,22	2,47	2,81	3,19	3,56	3,69	3,89
Δεκ.	2,10	2,25	2,61	3,05	3,38	3,52	3,73
2025 Ιαν.	2,41	2,72	3,03	3,35	3,65	3,78	3,99
Φεβρ.	2,37	2,69	2,98	3,29	3,54	3,69	3,91
Μάρτ.	2,49	2,88	3,22	3,60	3,90	4,06	4,29
Απρ.	2,25	2,67	3,05	3,44	3,78	3,95	4,20
Μάιος	2,22	2,62	2,98	3,37	3,74	3,91	4,20
Ιούν.	2,23	2,60	2,91	3,29	3,62	3,78	4,12
Ιούλ.	2,27	2,64	2,97	3,36	3,67	3,83	4,22
Αύγ.	2,30	2,64	2,99	3,37	3,67	3,85	4,24
Σεπτ.	2,31	2,64	3,00	3,39	3,68	3,87	4,31
Οκτ.	2,19	2,54	2,90	3,30	3,58	3,73	4,18

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Πίνακας 5 Χρηματοδότηση του εγχώριου ιδιωτικού τομέα κατά κλάδο δραστηριότητας από τα εγχώρια NXI¹

(υπόλοιπα σε εκατ. ευρώ, μη εποχικώς διορθωμένα)

		Γενικό σύνολο	Επιχειρήσεις		Ελεύθεροι επαγγελ- ματίες, αγρότες, ατομικές επιχειρήσεις	Ιδιώτες και ιδιωτικά μη κερδοσκοπικά ιδρύματα				
			Μη χρηματο- πιστωτικές επιχειρήσεις ²	Λοιπά χρημ/τικά ιδρύματα, ασφαλιστικές επιχ/σεις και ταμεία επαγ- γελματικής ασφάλισης		Σύνολο	Στεγαστικά δάνεια	Καταναλω- τικά δάνεια	Λοιπά	
Τέλος περιόδου			Σύνολο							
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
2024		123.105	83.736	74.302	9.434	4.067	35.302	26.495	8.606	201
2022	Ιαν.	108.336	63.528	57.275	6.254	4.773	40.035	30.695	8.991	349
	Φεβρ.	109.234	64.480	57.663	6.817	4.780	39.974	30.623	9.001	351
	Μάρτ.	109.617	65.243	58.249	6.994	4.799	39.575	30.516	8.706	354
	Απρ.	110.181	65.942	58.901	7.040	4.756	39.484	30.426	8.711	347
	Μάιος	110.751	66.461	59.571	6.890	4.875	39.414	30.307	8.759	348
	Ιούν.	112.847	68.428	61.426	7.002	4.949	39.469	30.314	8.808	347
	Ιουλ.	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
	Ιουλ.	112.531	70.308	62.368	7.940	4.522	37.700	28.804	8.590	306
	Αύγ.	111.962	69.821	62.071	7.750	4.522	37.619	28.712	8.602	305
	Σεπτ.	113.622	71.502	63.913	7.590	4.557	37.563	28.623	8.641	300
	Οκτ.	112.669	70.813	63.505	7.308	4.486	37.370	28.531	8.546	293
	Νοέμ.	113.256	71.402	63.414	7.988	4.496	37.358	28.458	8.608	292
	Δεκ.	118.405	76.364	67.436	8.928	4.595	37.447	28.456	8.699	291
2024	Ιαν.	115.631	73.855	65.416	8.439	4.546	37.230	28.248	8.696	286
	Φεβρ.	115.534	74.510	65.821	8.689	4.466	36.558	27.691	8.602	265
	Μάρτ.	117.404	76.396	67.425	8.971	4.511	36.497	27.597	8.636	264
	Απρ.	116.599	75.667	67.104	8.563	4.495	36.438	27.502	8.694	243
	Μάιος	116.499	75.660	67.071	8.589	4.472	36.367	27.433	8.689	245
	Ιούν.	119.664	78.652	69.583	9.069	4.540	36.472	27.429	8.801	242
	Ιουλ.	118.525	77.571	68.532	9.039	4.474	36.480	27.377	8.866	238
	Αύγ.	118.650	77.724	68.665	9.059	4.468	36.458	27.339	8.882	236
	Σεπτ.	119.823	79.409	70.175	9.234	4.390	36.025	27.060	8.749	215
	Οκτ.	121.651	81.379	72.321	9.058	4.331	35.942	26.988	8.738	216
	Νοέμ.	123.589	83.284	74.033	9.252	4.344	35.960	26.986	8.758	216
	Δεκ.	123.105	83.736	74.302	9.434	4.067	35.302	26.495	8.606	201
2025	Ιαν.	121.409	82.309	73.439	8.870	3.967	35.132	26.357	8.577	198
	Φεβρ.	122.820	83.751	74.724	9.027	3.970	35.100	26.328	8.582	190
	Μάρτ.	124.623	85.538	76.605	8.933	3.999	35.086	26.307	8.588	191
	Απρ.	124.518	85.410	76.513	8.896	3.967	35.142	26.315	8.636	191
	Μάιος	124.442	85.709	76.546	9.162	3.928	34.805	25.993	8.605	207
	Ιούν.	126.011	87.831	78.317	9.515	3.851	34.328	25.424	8.694	211
	Ιουλ.	124.748	86.561	77.257	9.304	3.781	34.405	25.451	8.742	212
	Αύγ.	124.867	86.697	77.416	9.281	3.763	34.406	25.436	8.752	218
	Σεπτ.	127.008	88.686	79.235	9.450	3.785	34.538	25.471	8.831	235
	Οκτ.	125.173	87.040	77.938	9.102	3.692	34.440	25.427	8.792	221

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Στα υπόλοιπα περιλαμβάνονται τα δάνεια και οι τοποθετήσεις των NXI σε εταιρικά ομόλογα.

2 Από το Μάρτιο του 2019, τα δάνεια προς τις ναυτιλιακές εταιρίες με καταστατική έδρα στο εξωτερικό δεν περιλαμβάνονται πλέον στη χρηματοδότηση της εγχώριας οικονομίας, αλλά αναξινομήθηκαν στις λοιπές χώρες.

Πίνακας 6 Τραπεζικά επιτόκια νέων καταθέσεων σε ευρώ από κατοίκους της ζώνης του ευρώ

(ποσοστά % ετησίως, μέσοι όροι περιόδου, εκτός εάν σημειώνεται διαφορετικά)

Περίοδος	Καταθέσεις από νοικοκυριά		Καταθέσεις από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις		Μέσο επιτόκιο όλων των καταθέσεων
	Μίας ημέρας ^{1,2}	Με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος	Μίας ημέρας ²	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	0,07	0,05
2022	0,03	0,16	0,01	0,16	0,05
2023	0,03	1,40	0,14	2,31	0,44
2024	0,03	1,81	0,18	3,01	0,54
2022	Ιαν.	0,03	0,14	0,00	0,04
	Φεβρ.	0,02	0,14	0,00	0,04
	Μάρτ.	0,02	0,13	0,00	0,03
	Απρ.	0,02	0,13	0,00	0,03
	Μάιος	0,02	0,12	0,00	0,03
	Ιούν.	0,03	0,12	0,00	0,03
	Ιούλ.	0,03	0,13	-0,01	0,04
	Αύγ.	0,03	0,11	0,01	0,04
	Σεπτ.	0,03	0,14	0,01	0,05
	Οκτ.	0,03	0,20	0,01	0,06
	Νοέμ.	0,03	0,20	0,03	0,08
	Δεκ.	0,03	0,33	0,05	0,16
2023	Ιαν.	0,03	0,47	0,08	0,18
	Φεβρ.	0,03	1,04	0,10	0,33
	Μάρτ.	0,03	1,16	0,10	0,36
	Απρ.	0,02	1,22	0,10	0,38
	Μάιος	0,02	1,31	0,11	0,41
	Ιούν.	0,02	1,42	0,12	0,44
	Ιούλ.	0,02	1,50	0,12	0,47
	Αύγ.	0,03	1,56	0,15	0,49
	Σεπτ.	0,03	1,73	0,17	0,53
	Οκτ.	0,03	1,77	0,18	0,55
	Νοέμ.	0,03	1,79	0,22	0,57
	Δεκ.	0,03	1,83	0,18	0,57
2024	Ιαν.	0,03	1,83	0,20	0,57
	Φεβρ.	0,03	1,80	0,19	0,56
	Μάρτ.	0,03	1,77	0,17	0,55
	Απρ.	0,03	1,83	0,16	0,55
	Μάιος	0,03	1,83	0,17	0,55
	Ιούν.	0,03	1,86	0,20	0,56
	Ιούλ.	0,03	1,87	0,20	0,56
	Αύγ.	0,04	1,88	0,16	0,53
	Σεπτ.	0,03	1,86	0,19	0,54
	Οκτ.	0,03	1,84	0,18	0,52
	Νοέμ.	0,03	1,74	0,16	0,48
	Δεκ.	0,03	1,65	0,16	0,45
2025	Ιαν.	0,03	1,64	0,16	0,44
	Φεβρ.	0,03	1,50	0,13	0,40
	Μάρτ.	0,03	1,40	0,15	0,39
	Απρ.	0,03	1,33	0,12	0,37
	Μάιος	0,03	1,27	0,11	0,34
	Ιούν.	0,03	1,20	0,13	0,34
	Ιούλ.	0,03	1,16	0,13	0,34
	Αύγ.	0,03	1,12	0,10	0,31
	Σεπτ.	0,03	1,17	0,13	0,33
	Οκτ.	0,03	1,14	0,10	0,32

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Το επιτόκιο των καταθέσεων μίας ημέρας από νοικοκυριά είναι ο σταθμικός μέσος όρος του επιτοκίου των τρεχούμενων λογαριασμών και του επιτοκίου των καταθέσεων απλού ταμιευτηρίου.

2 Επιτόκιο στο τέλος του μηνός.

Πίνακας 7 Τραπεζικά επιτόκια νέων δανείων σε ευρώ προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ

(ποσοστά % ετησίως, μέσοι όροι περιόδου, εκτός εάν σημειώνεται διαφορετικά)

Δάνεια προς ιδιώτες και ιδιωτικά μη κερδοσκοπικά ιδρύματα ¹						Δάνεια προς ελεύθερους επαγγελματίες, αγρότες, ατομικές επιχειρήσεις ¹		Δάνεια προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις ¹			Μέσο επιτόκιο όλων των δανείων	
Περίοδος		Καταναλωτικά δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια ^{2,3}	Καταναλωτικά δάνεια με καθορισμένη διάρκεια		Στεγαστικά δάνεια		Δάνεια 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 ^{3,4}	Δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια ^{3,4}	Μέχρι ένα εκατ. ευρώ		Άνω του ενός εκατ. ευρώ
2019		14,48	10,16	9,46	3,03	3,11	6,81	5,55	4,88	4,31	3,64	4,58
2020		14,51	11,06	9,71	2,53	2,85	6,75	5,42	4,54	3,94	2,83	4,11
2021		14,50	11,16	9,99	2,35	2,78	6,55	4,76	4,24	3,79	2,70	3,83
2022		14,42	11,26	10,52	3,00	3,14	6,59	5,43	4,18	4,29	3,23	4,17
2023		14,89	12,40	11,30	4,30	4,10	7,61	6,50	6,47	5,96	5,76	5,98
2024		15,00	11,97	10,81	4,61	4,06	7,51	5,68	6,44	5,70	5,44	5,73
2022	Ιαν.	14,65	11,88	10,94	2,36	2,86	6,56	4,87	3,91	3,72	2,69	3,82
	Φεβρ.	14,69	11,37	10,36	2,39	2,83	6,54	5,00	3,91	3,77	2,38	3,67
	Μάρτ.	14,69	11,19	10,25	2,44	2,81	6,51	5,00	3,89	3,90	2,63	3,77
	Απρ.	14,62	11,05	10,03	2,40	2,83	6,51	5,29	3,83	3,91	3,44	4,11
	Μάιος	14,19	11,00	10,26	2,63	2,93	6,35	4,87	3,77	3,83	2,61	3,80
	Ιούν.	14,11	11,36	10,61	2,95	3,09	6,29	4,82	3,80	3,79	2,92	3,93
	Ιούλ.	14,13	11,33	10,66	2,84	3,01	6,37	4,99	3,76	3,97	2,52	3,66
	Αύγ.	14,11	11,20	10,50	3,01	3,14	6,47	5,36	3,92	4,01	2,84	3,96
	Σεπτ.	14,11	10,96	10,59	3,50	3,36	6,62	5,74	4,37	4,54	3,93	4,58
	Οκτ.	14,44	11,37	10,64	4,00	3,69	6,83	6,24	4,79	5,08	4,03	4,84
	Νοέμ.	14,60	11,07	10,68	3,63	3,52	6,97	6,35	5,02	5,42	4,24	4,88
	Δεκ.	14,68	11,32	10,71	3,81	3,60	7,06	6,62	5,21	5,48	4,49	5,05
2023	Ιαν.	14,73	11,36	10,74	3,90	3,73	7,20	6,83	5,69	5,87	4,85	5,35
	Φεβρ.	14,83	11,72	10,78	3,98	3,78	7,30	7,00	5,85	6,01	5,22	5,57
	Μάρτ.	14,90	12,08	11,12	3,82	3,78	7,43	7,20	5,95	6,25	5,39	5,74
	Απρ.	15,03	12,79	11,47	4,06	3,88	7,57	7,42	6,36	6,32	5,51	5,86
	Μάιος	15,01	12,34	11,24	3,83	3,91	7,61	7,05	6,42	6,52	5,92	6,05
	Ιούν.	14,87	12,58	11,38	4,03	4,07	7,68	5,95	6,50	5,21	5,74	5,84
	Ιούλ.	14,77	13,01	11,87	4,19	4,22	7,70	6,29	6,71	5,81	6,14	6,23
	Αύγ.	14,77	13,40	11,90	4,03	4,22	7,72	6,12	6,73	5,87	6,40	6,38
	Σεπτ.	14,79	12,19	11,11	4,42	4,29	7,77	6,02	6,76	5,95	6,06	6,17
	Οκτ.	14,90	12,59	11,34	5,10	4,49	7,80	6,05	6,89	5,74	5,99	6,19
	Νοέμ.	14,96	12,61	11,60	5,10	4,44	7,77	6,07	6,87	6,02	6,04	6,27
	Δεκ.	15,11	12,10	11,00	5,08	4,37	7,80	5,99	6,87	5,93	5,87	6,13
2024	Ιαν.	15,00	12,08	11,14	5,47	4,58	7,73	5,58	6,80	5,82	5,88	6,17
	Φεβρ.	15,04	10,27	9,99	5,48	4,53	7,72	5,53	6,76	6,00	5,88	5,77
	Μάρτ.	15,18	11,82	10,85	5,01	4,25	7,69	5,63	6,74	5,77	6,24	6,26
	Απρ.	15,07	11,94	10,76	5,11	4,33	7,67	5,50	6,69	5,92	5,94	5,99
	Μάιος	14,99	12,11	10,74	4,96	4,15	7,61	5,79	6,67	5,98	5,25	5,53
	Ιούν.	14,92	12,23	10,98	4,70	4,12	7,55	5,95	6,61	5,98	5,37	5,77
	Ιούλ.	14,93	12,34	11,00	4,42	3,87	7,48	6,09	6,48	5,91	5,59	5,86
	Αύγ.	14,93	12,44	11,03	4,46	3,87	7,40	5,82	6,43	5,70	5,53	5,84
	Σεπτ.	14,87	12,04	10,86	4,28	3,83	7,31	6,12	6,29	5,66	5,21	5,60
	Οκτ.	14,95	12,20	10,87	4,00	3,77	7,44	5,67	6,02	5,45	4,96	5,43
	Νοέμ.	15,02	12,23	10,86	3,88	3,72	7,36	5,33	5,95	5,21	4,75	5,28
	Δεκ.	15,04	11,89	10,64	3,59	3,65	7,21	5,14	5,88	5,04	4,63	5,21
2025	Ιαν.	14,88	11,77	10,82	3,90	3,78	7,20	5,47	5,45	4,99	4,47	5,10
	Φεβρ.	14,82	11,64	10,68	3,56	3,63	7,13	5,15	5,29	4,80	4,52	5,05
	Μάρτ.	14,79	11,54	10,67	3,63	3,65	7,04	5,33	5,19	4,79	4,02	4,76
	Απρ.	14,71	11,43	10,65	3,65	3,63	6,99	5,74	4,92	4,66	4,03	4,80
	Μάιος	14,61	11,24	10,58	3,57	3,68	6,92	5,85	4,85	4,51	3,89	4,66
	Ιούν.	14,68	10,79	10,19	3,52	3,59	6,83	5,42	4,70	4,39	3,85	4,61
	Ιούλ.	14,65	11,16	10,45	3,36	3,52	6,87	5,44	4,52	4,43	3,71	4,49
	Αύγ.	14,66	11,47	10,68	3,55	3,58	6,87	5,25	4,50	4,37	3,62	4,45
	Σεπτ.	14,58	11,13	10,45	3,52	3,55	6,83	5,43	4,51	4,46	3,76	4,51
	Οκτ.	14,64	11,30	10,53	3,43	3,51	6,85	5,47	4,50	4,51	3,58	4,45

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.

