

# ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΕΝΔΙΑΜΕΣΗ ΕΚΘΕΣΗ 2023



ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ  
2023



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ  
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ



## **ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ**

### **Διεύθυνση**

Ελ. Βενιζέλου 21  
102 50 Αθήνα

### **Δικτυακός τόπος**

<http://www.bankofgreece.gr>

### **Τηλέφωνο**

+30 210 320 2393

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

<https://doi.org/10.52903/monpol.gr202312>

[https://www.bankofgreece.gr/Publications/Inter\\_NomPol2023.pdf](https://www.bankofgreece.gr/Publications/Inter_NomPol2023.pdf)

Τυπώθηκε στο  
Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών  
της Τράπεζας της Ελλάδος

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

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

# ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΕΝΔΙΑΜΕΣΗ ΕΚΘΕΣΗ 2023

ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ  
2023



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ  
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ



Προς τη Βουλή των Ελλήνων  
και το Υπουργικό Συμβούλιο

Η παρούσα Ενδιάμεση Έκθεση της Τράπεζας της Ελλάδος για τη Νομισματική Πολιτική υποβάλλεται σε μια περίοδο κατά την οποία η παγκόσμια οικονομία επιβραδύνεται. Ωστόσο, κατά το 2023 αποδείχθηκε ανθεκτικότερη σε σχέση με ό,τι προβλεπόταν στην αρχή του έτους. Παρατηρήθηκε όμως σημαντική ανομοιομορφία στις οικονομικές εξελίξεις. Η αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής, η σταδιακή απόσυρση της δημοσιονομικής στήριξης, ο επίμονα υψηλός πληθωρισμός, αν και μειούμενος, το υψηλό χρέος, οι επιπτώσεις του πολέμου στην Ουκρανία, ο γεωοικονομικός κατακερματισμός και η εκ νέου αύξηση της αβεβαιότητας από τον Οκτώβριο λόγω των γεωπολιτικών εντάσεων στη Μέση Ανατολή επιδρούν αρνητικά στην οικονομική δραστηριότητα και στις προσδοκίες. Ο παγκόσμιος πληθωρισμός, αν και συνεχίζει να υποχωρεί ως αποτέλεσμα της αύξησης των επιτοκίων νομισματικής πολιτικής και της υποχώρησης των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων, παραμένει σε υψηλά επίπεδα και οι δευτερογενείς επιδράσεις φαίνεται ότι ενσωματώνονται σταδιακά στον πυρήνα του. Οι κίνδυνοι για την παγκόσμια οικονομική μεγέθυνση παραμένουν σημαντικοί.



Στην Ελλάδα η οικονομία συνέχισε κατά τη διάρκεια του 2023 να αναπτύσσεται με ικανοποιητικό αλλά επιβραδυνόμενο ρυθμό. Ο γενικός πληθωρισμός σημείωσε σημαντική επιβράδυνση, πρωτίστως λόγω της συνεχιζόμενης υποχώρησης των τιμών των ενεργειακών αγαθών. Σύμφωνα με τις τρέχουσες προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος, ο ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας το 2023 αναμένεται να διαμορφωθεί στο 2,4%, να αυξηθεί οριακά στο 2,5% το 2024 και το 2025 και να υποχωρήσει ελαφρά στο 2,3% το 2026. Συνεπώς, η ελληνική οικονομία προβλέπεται να συνεχίσει να αναπτύσσεται με ταχύτερους ρυθμούς σε σύγκριση με την ευρωζώνη. Η προς τα κάτω αναθεώρηση του ρυθμού μεγέθυνσης για το 2024 σε σχέση με την πρόβλεψη του Ιουνίου (3,0%) αντανάκλα την προς τα κάτω αναθεώρηση του ρυθμού μεγέθυνσης στην ευρωζώνη και την αναμενόμενη διατήρηση των επιτοκίων νομισματικής πολιτικής σε υψηλό επίπεδο για μεγαλύτερο διάστημα. Βασικές κινητήριες δυνάμεις της οικονομίας τα επόμενα έτη θα συνεχίσουν να είναι η ιδιωτική κατανάλωση, οι επενδύσεις και οι εξαγωγές, ενώ η καθαρή συμβολή του εξωτερικού τομέα θα είναι οριακά αρνητική. Η νομισματική πολιτική εκτιμάται ότι θα συνεχίσει να επιδρά συστατικά στην οικονομική δραστηριότητα, ενώ θετικά στην ανάπτυξη θα συμβάλουν οι επενδύσεις χάρη στους πόρους του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας.

Παρά την αύξηση των επιτοκίων κατά τη διάρκεια του 2023, οι κίνδυνοι για τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους παραμένουν οριοθετημένοι μεσοπρόθεσμα, λόγω των ευνοϊκών όρων αποπληρωμής των υποχρεώσεων προς τον επίσημο τομέα, υπό την προϋπόθεση ότι τα δημοσιονομικά μέτρα που έχουν ληφθεί στο πλαίσιο της πανδημίας και της ενεργειακής κρίσης θα έχουν προσωρινό χαρακτήρα και ότι θα αξιοποιούνται αποτελεσματικά οι ευρωπαϊκοί πόροι. 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. Είναι επομένως απαραίτητη η άσκηση υπεύθυνης δημοσιονομικής πολιτικής και η συμμόρφωση με τους κανόνες του ευρωπαϊκού δημοσιονομικού πλαισίου, καθώς και η δημιουργία ικανών δημοσιονομικών αποθεμάτων διαχρονικά, ώστε να υπάρχει δυνατότητα στήριξης της οικονομίας σε περιόδους κρίσης.

Οι σταθερά βελτιούμενες δημοσιονομικές επιδόσεις και η δέσμευση για την έγκαιρη υλοποίηση ενός φιλόδοξου επενδυτικού και μεταρρυθμιστικού προγράμματος συνέβαλαν καθοριστικά στην ανάκτηση της επενδυτικής βαθμίδας αξιολόγησης του Ελληνικού Δημοσίου. Η εξέλιξη αυτή με-

τριάζει τις επιπτώσεις της αυστηροποίησης της νομισματικής πολιτικής στις αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων, οι οποίες παρουσιάζουν σημαντική μείωση σε σχέση με τις αρχές του 2023, όπως και οι διαφορές των αποδόσεών τους έναντι άλλων κρατικών ομολόγων της ευρωζώνης.

Τα τραπεζικά επιτόκια εξακολούθησαν να αυξάνονται κατά το πρώτο δεκάμηνο του 2023, σε συνέπεια με την αυστηροποίηση της κατεύθυνσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Οι συνολικές τραπεζικές καταθέσεις του εγχώριου ιδιωτικού τομέα σταθεροποιήθηκαν. Τέλος, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις επιβραδύνθηκε, γεγονός που συνδέεται με την άνοδο των δανειακών επιτοκίων κατά την επισκοπούμενη περίοδο, αλλά και με την επιβράδυνση του ρυθμού μεγέθυνσης του ΑΕΠ.

Η πρόοδος στην εξυγίανση των ισολογισμών των τραπεζών, η βελτίωση των βασικών δεικτών αποδοτικότητας και ρευστότητάς τους και η εκκίνηση της διαδικασίας αποεπένδυσης του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ) από το μετοχικό κεφάλαιο των τραπεζών υποδηλώνουν ότι το χρηματοπιστωτικό σύστημα βρίσκεται σε πολύ καλύτερη θέση σε σχέση με το παρελθόν για να αντιμετωπίσει πιθανές μελλοντικές αναταράξεις. Η αναβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης του Ελληνικού Δημοσίου στην επενδυτική κατηγορία επιδρά θετικά στις προοπτικές των ελληνικών τραπεζών, καθώς αναμένεται να οδηγήσει σε περαιτέρω αναβαθμίσεις της πιστοληπτικής αξιολόγησής τους, συντελώντας στη συγκράτηση του αυξημένου κόστους δανεισμού τους από τις αγορές ομολόγων λόγω της αυστηροποίησης των νομισματικών και χρηματοπιστωτικών συνθηκών διεθνώς.

Η ελληνική οικονομία προβλέπεται να αναπτυχθεί με ταχύτερους ρυθμούς σε σύγκριση με την ευρωζώνη εφέτος αλλά και τα επόμενα χρόνια, ενισχύοντας τη διαδικασία σύγκλισης του πραγματικού κατά κεφαλήν ΑΕΠ με τα μέσα επίπεδα της ευρωζώνης. Η αναβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης του Ελληνικού Δημοσίου στην επενδυτική κατηγορία εν μέσω συσσωρευμένης διεθνούς αβεβαιότητας λόγω των γεωπολιτικών εξελίξεων και των αυξημένων χρηματοπιστωτικών κινδύνων αποτελεί αναμφισβήτητο ένα ορόσημο για την πορεία της ελληνικής οικονομίας. Παρ' όλα αυτά, δεν θα πρέπει να λειτουργήσει εφησυχαστικά, καθώς η διαβάθμιση του Ελληνικού Δημοσίου υπολείπεται αισθητά της μέσης πιστοληπτικής αξιολόγησης των χωρών της ευρωζώνης. Συνεπώς απαιτείται υπευθυνότητα και συνέχιση της προσπάθειας ώστε να διατηρηθεί η εμπιστοσύνη των διεθνών επενδυτών στην ασκούμενη οικονομική πολιτική και να συνεχιστούν οι αναβαθμίσεις της πιστοληπτικής αξιολόγησης του Ελληνικού Δημοσίου. Η συνετή δημοσιονομική διαχείριση μέσω της επίτευξης πρωτογενών πλεονασμάτων θα οδηγήσει στην ταχεία υποχώρηση του λόγου δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ, ακόμη και όταν υποχωρήσει ο πληθωρισμός στο επίπεδο του μεσοπρόθεσμου στόχου της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας. Παράλληλα, θα πρέπει να συνεχιστούν οι μεταρρυθμίσεις και να επιταχυνθεί η αξιοποίηση των διαθέσιμων ευρωπαϊκών πόρων που θα στηρίξουν την αύξηση των επενδύσεων και θα προωθήσουν επίσης την πράσινη και ψηφιακή μετάβαση της ελληνικής οικονομίας, ώστε να ενισχυθούν η παραγωγικότητα και οι ρυθμοί μεγέθυνσης της ελληνικής οικονομίας.

Αθήνα, Δεκέμβριος 2023

Γιάννης Στουρνάρας  
Διοικητής



## ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

### Πρόεδρος

Γιάννης Στουρνάρας

### Μέλη

Θεόδωρος Πελαγίδης

Χριστίνα Παπακωνσταντίνου

Δημήτριος Σιδέρης

Όλγα Χαρίτου

Χρήστος Χατζηεμμανουήλ





# ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι

### Η ΑΝΑΚΤΗΣΗ ΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗΣ ΒΑΘΜΙΔΑΣ ΑΠΟΤΕΛΕΙ ΕΥΚΑΙΡΙΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΒΕΛΤΙΩΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΔΟΣΕΩΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΠΟΥ ΠΡΕΠΕΙ ΝΑ ΑΞΙΟΠΟΙΗΘΕΙ

1.	Εισαγωγή	11
2.	Ελληνική οικονομία: εξελίξεις και προοπτικές	12
2.1	Πραγματική οικονομία: Ικανοποιητική αλλά επιβραδυνόμενη αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας	12
2.2	Δημοσιονομικές εξελίξεις: Βελτίωση του πρωτογενούς αποτελέσματος και σημαντική υποχώρηση του λόγου δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ κυρίως εξαιτίας της ανόδου του ονομαστικού ΑΕΠ	13
2.3	Χρηματοπιστωτικές εξελίξεις: Η αναβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης του Ελληνικού Δημοσίου στην επενδυτική κατηγορία μετριάζει τις επιπτώσεις της αυστηροποίησης της νομισματικής πολιτικής στις αποδόσεις των ομολόγων	14
2.4	Τραπεζικός τομέας: Άνοδος των επιτοκίων, επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης, σταθεροποίηση των καταθέσεων	15
2.5	Προβλέψεις: Διατήρηση της αναπτυξιακής δυναμικής, υποχώρηση του πληθωρισμού, βελτίωση των δημοσιονομικών μεγεθών	18
2.6	Κίνδυνοι και αβεβαιότητες: Αύξηση των κινδύνων και της αβεβαιότητας λόγω γεωπολιτικών εντάσεων	19
3.	Το εξωτερικό περιβάλλον της Ελληνικής οικονομίας	20
3.1	Εξελίξεις και προοπτικές εκτός της ευρωζώνης: Ομαλή προσγείωση της παγκόσμιας οικονομίας	20
3.2	Εξελίξεις και προοπτικές της ευρωζώνης: επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας – αποκλιμάκωση των πληθωριστικών πιέσεων	21
3.3	Κίνδυνοι και αβεβαιότητες: οι κίνδυνοι για την ανάπτυξη στην παγκόσμια οικονομία παραμένουν	21
4.	Ενιαία νομισματική πολιτική	22
5.	Προκλήσεις	23
6.	Προτάσεις πολιτικής	24

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙ

### ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

1.	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	29
2.	Οικονομικές εξελίξεις και προοπτικές διεθνώς και στη ζώνη του ευρώ και παρεμβάσεις πολιτικής	30
2.1	Παγκόσμια οικονομία	30
2.2	Ζώνη του ευρώ	35
2.3	ΕΕ και ζώνη του ευρώ: παρεμβάσεις πολιτικής	38
3.	Οικονομικές εξελίξεις και προοπτικές στη νοτιοανατολική (NA) Ευρώπη	39

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙΙ

### Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

1.	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	43
2.	Η ενιαία νομισματική πολιτική: χάραξη και εφαρμογή σύμφωνα με την ανάλυση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ	45

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙV

### ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

1.	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	53
2.	Εξελίξεις και προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας	56

2.1	Εξελίξεις από την πλευρά της ζήτησης	56
2.2	Εξελίξεις από την πλευρά της προσφοράς	58
3.	Εξελίξεις και προοπτικές της αγοράς ακινήτων	60
4.	Εξελίξεις και προοπτικές της απασχόλησης και της ανεργίας	63
5.	Πληθωρισμός, επιχειρηματικά κέρδη, κόστος εργασίας και ανταγωνιστικότητα	66
5.1	Πληθωρισμός	66
5.2	Επιχειρηματικά κέρδη	68
5.3	Κόστος εργασίας	70
5.4	Διεθνής ανταγωνιστικότητα	71
6.	Ισοζύγιο πληρωμών και διεθνής επενδυτική θέση	73
7.	Οι προβλέψεις για την ελληνική οικονομία	77
	<b>Πλαίσιο IV.1</b> Οι δυνητικές επιδράσεις της πιστοληπτικής αναβάθμισης της Ελλάδος στην επενδυτική βαθμίδα	78
	<b>Πλαίσιο IV.2</b> Ευκαιρίες και προκλήσεις στην αγορά ορυκτών πρώτων υλών: η θέση της Ελλάδος	82

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ V

### ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

1.	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	87
2.	Δημοσιονομικές εξελίξεις το 2023	88
	<b>Πλαίσιο V.1</b> Θεσμικές μεταρρυθμίσεις της δημοσιονομικής διαχείρισης: η πρόσφατη εμπειρία της Ελλάδος	92
3.	Θεσμικό πλαίσιο και δημοσιονομικές μεταρρυθμίσεις	95
4.	Προτάσεις πολιτικής	98
5.	Η εξέλιξη των δημοσιονομικών μεγεθών το 2023	100
5.1	Γενική κυβέρνηση (εθνολογιστικά στοιχεία – ΕΛΣΤΑΤ)	100
5.2	Γενική κυβέρνηση (στοιχεία Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους – ΓΛΚ)	100
5.3	Κρατικός Προϋπολογισμός (δημοσιονομικά στοιχεία)	101
5.4	Κρατικός Προϋπολογισμός σε ταμειακή βάση	102
5.5	Χρέος γενικής κυβέρνησης	103

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ VI

### ΧΡΗΜΑ, ΠΙΣΤΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΕΣ

1.	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	107
2.	Τραπεζικά επιτόκια	108
3.	Τραπεζικές καταθέσεις	111
4.	Τραπεζική πίστη	113
5.	Εξελίξεις στον τραπεζικό τομέα	115
	<b>Πλαίσιο VI.1</b> Η μετάδοση της νομισματικής πολιτικής στα επιτόκια καταθέσεων των νοικοκυριών	118

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ VII

### ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

1.	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	123
2.	Διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων	124
3.	Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου	128
4.	Ελληνικά εταιρικά και τραπεζικά ομόλογα	130
4.1	Ομόλογα ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων	130
4.2	Ομόλογα ελληνικών τραπεζών	131
5.	Αγορά μετοχών	131
5.1	Τιμές μετοχών	131
5.2	Αποδοτικότητα εισηγμένων επιχειρήσεων	132
	<b>Πλαίσιο VII.1</b> Οι παράγοντες των αναβαθμίσεων των κρατικών πιστοληπτικών αξιολογήσεων της Ελλάδος	133
	<b>Πλαίσιο VII.2</b> Εμπειρική διερεύνηση των επιδράσεων των αναβαθμίσεων στην επενδυτική κατηγορία	137

<b>ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ</b>	143
-----------------------------	-----

# Η ΑΝΑΚΤΗΣΗ ΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗΣ ΒΑΘΜΙΔΑΣ ΑΠΟΤΕΛΕΙ ΕΥΚΑΙΡΙΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΒΕΛΤΙΩΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΔΟΣΕΩΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΠΟΥ ΠΡΕΠΕΙ ΝΑ ΑΞΙΟΠΟΙΗΘΕΙ

## 1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η παγκόσμια οικονομία επιβραδύνθηκε το 2023. Ωστόσο, αποδεικνύεται ανθεκτικότερη σε σχέση με ό,τι προβλεπόταν στην αρχή του έτους. Παρατηρείται όμως σημαντική ανομοιομορφία στις οικονομικές εξελίξεις. Η οικονομική δραστηριότητα εξασθενεί στις ανεπτυγμένες οικονομίες και κυρίως στη ζώνη του ευρώ, ενώ οι αναπτυσσόμενες και αναδυόμενες οικονομίες εμφανίζουν οριακή μόνο υποχώρηση. Η αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής, η σταδιακή απόσυρση της δημοσιονομικής στήριξης, ο επίμονα υψηλός πληθωρισμός, αν και μειούμενος, το υψηλό χρέος, οι επιπτώσεις του πολέμου στην Ουκρανία, ο γεωοικονομικός κατακερματισμός και η εκ νέου αύξηση της αβεβαιότητας από τον Οκτώβριο λόγω των γεωπολιτικών εντάσεων στη Μέση Ανατολή επιδρούν αρνητικά στην οικονομική δραστηριότητα και στις προσδοκίες. Ο παγκόσμιος πληθωρισμός, αν και συνεχίζει να υποχωρεί ως αποτέλεσμα της αύξησης των επιτοκίων νομισματικής πολιτικής και της υποχώρησης των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων, παραμένει σε υψηλά επίπεδα και οι δευτερογενείς επιδράσεις φαίνεται ότι ενσωματώνονται σταδιακά στον πυρήνα του. Οι κίνδυνοι για την παγκόσμια οικονομική μεγέθυνση παραμένουν σημαντικοί. Πιο συγκεκριμένα, η έντονη γεωπολιτική αβεβαιότητα, η διάβρωση των πραγματικών εισοδημάτων από τον πληθωρισμό και το υψηλό κόστος εξυπηρέτησης δανείων ενδέχεται να εξακολουθήσουν να έχουν αρνητική επίδραση στην οικονομική δραστηριότητα το 2024.

Στην Ελλάδα, η οικονομία συνέχισε κατά τη διάρκεια του 2023 να αναπτύσσεται με ικανοποιητικό αλλά επιβραδυνόμενο ρυθμό, πολύ πιο ισχυρό πάντως από ό,τι στην ευρωζώνη. Ο γενικός πληθωρισμός σημείωσε σημαντική επιβράδυνση, πρωτίστως λόγω της συνεχιζόμενης υποχώρησης των τιμών των ενεργειακών αγαθών. Ωστόσο, οι ανοδικές πιέσεις στις τιμές των επεξεργασμένων τροφίμων, των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών και των υπηρεσιών διατήρησαν τον πυρήνα του πληθωρισμού σε υψηλά επίπεδα.

Οι σταθερά βελτιούμενες δημοσιονομικές επιδόσεις και η δέσμευση για την έγκαιρη υλοποίηση ενός φιλόδοξου επενδυτικού και μεταρρυθμιστικού προγράμματος συνέβαλαν καθοριστικά στην ανάκτηση της επενδυτικής βαθμίδας αξιολόγησης του Ελληνικού Δημοσίου. Η αναβάθμιση αυτή, αλλά και οι συνακόλουθες αναβαθμίσεις ελληνικών τραπεζών, αποτελούν πολύ σημαντικές εξελίξεις, διότι μετριάζουν τις επιπτώσεις των αυξήσεων των επιτοκίων στο κόστος δανεισμού του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα, με θετικές επιδράσεις στην πραγματική οικονομία. Παράλληλα, η πρόοδος στην εξυγίανση των ισολογισμών των τραπεζών, η βελτίωση των βασικών δεικτών αποδοτικότητας και ρευστότητάς τους και η εκκίνηση της διαδικασίας αποεπένδυσης του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ) από το μετοχικό κεφάλαιο των τραπεζών υποδηλώνουν ότι το χρηματοπιστωτικό σύστημα βρίσκεται σε πολύ καλύτερη θέση σε σχέση με το παρελθόν για να αντιμετωπίσει πιθανές μελλοντικές αναταράξεις.

Η αναβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης του Ελληνικού Δημοσίου στην επενδυτική κατηγορία εν μέσω συσσωρευμένης διεθνούς αβεβαιότητας λόγω των γεωπολιτικών εξελίξεων και των αυξημένων χρηματοπιστωτικών κινδύνων αποτελεί αναμφισβήτητο ένα ορόσημο για την πορεία της ελληνικής οικονομίας. Παρ' όλα αυτά, δεν θα πρέπει να λειτουργήσει εφησυχαστικά, καθώς η διαβάθμιση του Ελληνικού Δημοσίου υπολείπεται αισθητά της μέσης πιστοληπτικής αξιολόγησης των χωρών της ευρωζώνης. Ως εκ τούτου, θα πρέπει να συνεχιστεί η προσήλωση σε μια δημοσιονομική πορεία στο πλαίσιο των ευρωπαϊκών κανόνων και για περαιτέρω ενίσχυση της δημοσιονομικής βιωσιμότητας μακροπρόθεσμα. Παράλληλα θα πρέπει να συνεχιστούν οι μεταρρυθμίσεις και να επιταχυνθεί η αξιοποίηση των πόρων του ευρωπαϊκού μέσου



ανάκαμψης NextGenerationEU (NGEU), ώστε να ενισχυθούν η παραγωγικότητα και οι ρυθμοί μεγέθυνσης της ελληνικής οικονομίας. Ειδικότερα, οι πόροι του NGEU θα πρέπει να κατευθυνθούν σε επενδύσεις σε εξαγωγικούς τομείς και τομείς υψηλής τεχνολογίας και σε υποδομές για την ανάπτυξη αυτών των τομέων.

## 2 ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ: ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

### 2.1 Πραγματική οικονομία: Ικανοποιητική αλλά επιβραδυνόμενη αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας

**Οικονομική δραστηριότητα:** Την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2023 η οικονομική δραστηριότητα επιβραδύνθηκε έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2022, αλλά παρέμεινε ανθεκτική (+2,2%), ιδίως σε σύγκριση με τις επιδόσεις της ευρωζώνης. Βασικές συνιστώσες της ανάπτυξης παρέμειναν η ιδιωτική κατανάλωση, οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών και ο ακαθάριστος σχηματισμός πάγιου κεφαλαίου, αν και η επιβράδυνση του διεθνούς εμπορίου και ο υψηλός πληθωρισμός επέδρασαν καθοδικά στις εν λόγω συνιστώσες του ΑΕΠ. Η αύξηση των εισαγωγών, η οποία αποδίδεται σε μεγάλο βαθμό στην άνοδο της ιδιωτικής κατανάλωσης και των επενδύσεων, συνέβαλε αρνητικά στη δυναμική του ΑΕΠ. Τέλος, η βελτίωση των συνθηκών στην αγορά εργασίας, λόγω της υποχώρησης του ποσοστού ανεργίας, της ικανοποιητικής ανόδου της απασχόλησης και της αύξησης των ονομαστικών μισθών, συνέβαλε στη στήριξη των εισοδημάτων των νοικοκυριών.

Μικτή εικόνα παρουσιάζουν οι δείκτες της οικονομικής δραστηριότητας. Κάποιοι δείκτες, όπως αυτοί της μεταποιητικής παραγωγής, των κατασκευών και των πωλήσεων επιβατικών αυτοκινήτων, συνέχισαν να καταγράφουν θετικούς ρυθμούς μεταβολής. Κάποιοι άλλοι, όπως αυτοί της βιομηχανικής παραγωγής και των λιανικών πωλήσεων, παρουσίασαν επιβράδυνση ή υποχώρηση. Επίσης, οι προσδοκίες των επιχειρήσεων και ο δείκτης εμπιστοσύνης των καταναλωτών εμφάνισαν διακυμάνσεις και φαίνεται ότι επηρεάστηκαν αρνητικά από την άνοδο της αβεβαιότητας λόγω των γεγονότων στη Μέση Ανατολή. Πάντως, ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI), αν και κινείται στα χαμηλότερα επίπεδα των τελευταίων μηνών, συνεχίζει να υποδηλώνει, έστω και οριακά, ανοδική πορεία για την ελληνική μεταποίηση και υπερβαίνει τον αντίστοιχο δείκτη της ευρωζώνης.

**Πληθωρισμός:** Ο εναρμονισμένος πληθωρισμός κατά τη διάρκεια του 2023 επιβραδύνθηκε σημαντικά, κυρίως λόγω της μεγάλης υποχώρησης των τιμών των ενεργειακών αγαθών. Ειδικότερα, αποκλιμακώθηκε από 7,3% τον Ιανουάριο σε 2,9% το Νοέμβριο. Ωστόσο, ο γενικός δείκτης χωρίς την ενέργεια κατέγραψε υψηλούς ρυθμούς, λόγω των ανοδικών πιέσεων τόσο στα διατροφικά αγαθά όσο και στα μη ενεργειακά βιομηχανικά αγαθά και τις υπηρεσίες. Ο πληθωρισμός των διατροφικών αγαθών, μετά την κορύφωσή του το Δεκέμβριο του 2022 (12,9%), ακολουθεί καθοδική πορεία, η οποία ωστόσο παραμένει εύθραυστη λόγω του συνεχιζόμενου πολέμου στην Ουκρανία και της νέας κρίσης στη Μέση Ανατολή.

Αναμένεται περαιτέρω αποκλιμάκωση του εναρμονισμένου πληθωρισμού μέσα στο επόμενο έτος, καθώς όλες οι συνιστώσες του προβλέπεται ότι θα κινηθούν πλέον καθοδικά, με εξαίρεση την ενέργεια. Το διεθνές περιβάλλον όμως και ιδιαίτερα οι γεωπολιτικές εξελίξεις δημιουργούν κλίμα αβεβαιότητας με έντονους ανοδικούς κινδύνους.

**Αγορά ακινήτων:** Η ελληνική αγορά ακινήτων συνέχισε και το 2023 να προσελκύει το επενδυτικό ενδιαφέρον, με αποτέλεσμα οι τιμές των ακινήτων να κινηθούν περαιτέρω ανοδικά, ιδιαίτερα στα ακίνητα υψηλών προδιαγραφών, η αυξημένη ζήτηση των οποίων, τόσο από το εξωτερικό όσο και από το εσωτερικό της χώρας, δεν καλύπτεται από την τρέχουσα περιορισμένη προσφορά. Όμως, ορισμένοι πρόδρομοι δείκτες της εγχώριας αγοράς ακινήτων, αλλά και η εξέλιξη των τιμών σε ευρωπαϊκό και διεθνές επίπεδο, υποδηλώνουν ενδεχομένως ηπιότερους ρυθμούς αύξησης των τιμών των ακινήτων τα επόμενα τρίμηνα, ειδικά για τα ακίνητα χαμηλότερης ζήτησης.

**Αγορά εργασίας:** Η αγορά εργασίας το πρώτο εννεάμηνο του 2023 συνέχισε να αναπτύσσεται, αλλά με πιο ήπιους ρυθμούς. Η συνολική απασχόληση αυξήθηκε κατά 1,3% και το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε στο 11,3%, 1,3 ποσοστιαία μονάδα χαμηλότερα σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2022. Σύμφωνα με τα στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού, το εποχικά διορθωμένο ποσοστό ανεργίας υποχώρησε στο 9,6% τον Οκτώβριο του 2023 από 11,8% τον αντίστοιχο μήνα του 2022. Η μισθωτή απασχόληση, σύμφωνα με το ισοζύγιο ροών μισθωτής απασχόλησης του πληροφοριακού συστήματος ΕΡΓΑΝΗ, επανήλθε στα προ πανδημίας επίπεδα, ωστόσο οι προοπτικές για την απασχόληση, αν και παραμένουν θετικές, έχουν υποχωρήσει το γ' τρίμηνο του έτους σε σχέση με τα υψηλά επίπεδα του β' τριμήνου. Πάντως, η αγορά εργασίας συνεχίζει να χαρακτηρίζεται από μεγαλύτερη στενότητα σε σύγκριση με το πρόσφατο παρελθόν, καθώς οι επιχειρήσεις δυσκολεύονται να προσλάβουν προσωπικό σύμφωνα με τις ανάγκες τους, παρά τη σημαντική αύξηση των μισθών το 2023.

**Ανταγωνιστικότητα:** Η διεθνής ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας, μετά τη σημαντική βελτίωση που σημείωσε τα προηγούμενα έτη, εμφανίζει πλέον ενδείξεις στασιμότητας ή και μικρής υποχώρησης το 2023. Οι δείκτες σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας με βάση τις σχετικές τιμές και το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αυξήθηκαν τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2023, αποτυπώνοντας επιδείνωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας, οφειλόμενη κυρίως στη σημαντική επίδραση της ανατίμησης της ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ η οποία καταγράφεται από το τελευταίο τρίμηνο του 2022.

Παράλληλα, οι διαθέσιμοι σύνθετοι δείκτες διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας, μετά την αποτύπωση μεγάλης προόδου την προηγούμενη τριετία, αντανακλούν πλέον στασιμότητα. Παρ' όλα αυτά, εκτιμάται ότι το 2023 οι ξένες άμεσες επενδύσεις (ΞΑΕ) θα διατηρηθούν περίπου στα μέσα επίπεδα της τριετίας 2019-2021, υποστηριζόμενες από το βελτιωμένο οικονομικό κλίμα στη χώρα. Οι εισροές ΞΑΕ στην Ελλάδα από το εξωτερικό ανήλθαν το πρώτο εννεάμηνο του 2023 σε 3,9 δισεκ. ευρώ (2,3% του ΑΕΠ) και κατευθύνονται κυρίως στους κλάδους των ακινήτων (διαχείριση και ιδιωτικές αγοραπωλησίες ακινήτων), της μεταποίησης, του χονδρικού και λιανικού εμπορίου, των τηλεπικοινωνιών, των καταλυμάτων και υπηρεσιών εστίασης.

**Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών:** Μετά την επιδείνωσή του το 2022, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ) παρουσίασε σημαντική βελτίωση το πρώτο εννεάμηνο του 2023. Την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2023 το έλλειμμα του ΙΤΣ μειώθηκε κατά 4,6 δισεκ. ευρώ σε σύγκριση με την ίδια περίοδο του 2022 και διαμορφώθηκε σε 7,3 δισεκ. ευρώ. Η εξέλιξη αυτή ήταν αποτέλεσμα της βελτίωσης, πρωτίστως, του ισοζυγίου αγαθών και, δευτερευόντως, των ισοζυγίων υπηρεσιών και δευτερογενών εισοδημάτων, η οποία αντισταθμίστηκε μερικώς από την επιδείνωση του ισοζυγίου πρωτογενών εισοδημάτων. Συγκεκριμένα, το έλλειμμα του ισοζυγίου αγαθών συρρικνώθηκε, αφού η μείωση των εισαγωγών ήταν μεγαλύτερη από εκείνη των εξαγωγών. Η βελτίωση του ισοζυγίου υπηρεσιών αντανακλά κυρίως την αύξηση των εισπράξεων από ταξιδιωτικές υπηρεσίες και δευτερευόντως από λοιπές υπηρεσίες, παρά τη μείωση του πλεονάσματος του ισοζυγίου θαλάσσιων μεταφορών. Σημειώνεται ότι το εννεάμηνο του 2023 οι ταξιδιωτικές αφίξεις και εισπράξεις συνέχισαν να αυξάνονται, αν και με χαμηλότερο ρυθμό σε σχέση με το 2022, καταγράφοντας αύξηση κατά 17,3% και 15,2% αντίστοιχα, ενώ η μέση δαπάνη ανά ταξίδι μειώθηκε κατά 2,5%. Το ισοζύγιο δευτερογενών εισοδημάτων επίσης βελτιώθηκε, κυρίως λόγω της καταγραφής καθαρών εισπράξεων (έναντι καθαρών πληρωμών το εννεάμηνο του 2022) στον τομέα της γενικής κυβέρνησης. Οι παραπάνω θετικές εξελίξεις αντισταθμίστηκαν μερικώς από την αύξηση του ελλείμματος του ισοζυγίου πρωτογενών εισοδημάτων, λόγω των αυξημένων πληρωμών για τόκους, μερίσματα και κέρδη.

## **2.2 Δημοσιονομικές εξελίξεις: Βελτίωση του πρωτογενούς αποτελέσματος και σημαντική υποχώρηση του λόγου δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ κυρίως εξαιτίας της ανόδου του ονομαστικού ΑΕΠ**

Σύμφωνα με τη δεύτερη κοινοποίηση των δημοσιονομικών στοιχείων της περιόδου 2019-2022 από την Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ) στο πλαίσιο της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμ-

ματος τον Οκτώβριο του 2023, το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης για το 2022 επιβεβαιώθηκε σε πλεόνασμα 0,1% του ΑΕΠ και το δημόσιο χρέος ανήλθε το ίδιο έτος σε 172,6% του ΑΕΠ. Τα δημοσιονομικά στοιχεία για το 2022 μαρτυρούν σημαντική αποκλιμάκωση τόσο του πρωτογενούς ελλείμματος όσο και του λόγου του χρέους προς το ΑΕΠ σε σχέση με το 2021. Συγκριτικά με τις υπόλοιπες χώρες της ευρωζώνης, η Ελλάδα κατέγραψε τη μεγαλύτερη βελτίωση έναντι του 2021, κατά 4,6 ποσ. μον. του ΑΕΠ όσον αφορά το πρωτογενές δημοσιονομικό αποτέλεσμα και κατά 22,4 ποσ. μον. του ΑΕΠ όσον αφορά το δημόσιο χρέος. Τη μεγαλύτερη συμβολή (21,2 ποσ. μον.) στη μείωση του δημόσιου χρέους ως προς το ΑΕΠ είχε η διαφορά μεταξύ του έμμεσου επιτοκίου δανεισμού και του ρυθμού μεταβολής του ονομαστικού ΑΕΠ (snowball effect).

Την περίοδο Ιουλίου-Οκτωβρίου 2023 οι παρεμβάσεις για την αντιμετώπιση της ενεργειακής κρίσης συνεχίστηκαν με διάφορες μορφές, ενώ υιοθετήθηκαν και πρόσθετες δημοσιονομικές παρεμβάσεις, αφενός για τη στήριξη των εισοδημάτων που είχαν ανακοινωθεί πριν από τις εκλογές και αφετέρου για την αντιμετώπιση των οικονομικών συνεπειών των φυσικών καταστροφών. Ως εκ τούτου, ψηφίστηκαν δύο συμπληρωματικοί προϋπολογισμοί συνολικού ύψους 1,3 δισεκ. ευρώ. Ταυτόχρονα, παρατηρήθηκε σημαντική υπέρβαση των φορολογικών εσόδων από το στόχο περιόδου του Προγράμματος Σταθερότητας.

Σύμφωνα με την Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού του 2024, το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης κατά ESA για το 2023 εκτιμάται σε πλεόνασμα 1,1% του ΑΕΠ, έναντι 0,1% του ΑΕΠ το 2022. Η αύξηση του πρωτογενούς πλεονάσματος το 2023 σε σχέση με το 2022 οφείλεται στα αυξημένα έσοδα από φόρους και ασφαλιστικές εισφορές, χάρη στην άνοδο της οικονομικής δραστηριότητας και του επιπέδου των τιμών, καθώς και στην αύξηση των ηλεκτρονικών συναλλαγών και των φορολογικών ελέγχων που βελτίωσαν την εισπραξιμότητα. Το χρέος της γενικής κυβέρνησης εκτιμάται ότι θα μειωθεί κατά 12,3 ποσ. μον. του ΑΕΠ έναντι του 2022, σε 160,3% του ΑΕΠ, εξαιτίας κυρίως της μειωτικής συμβολής της διαφοράς μεταξύ του έμμεσου επιτοκίου δανεισμού και του ρυθμού μεταβολής του ονομαστικού ΑΕΠ. Σύμφωνα με την πρόβλεψη της Τράπεζας της Ελλάδος, το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης το 2023 αναμένεται να διαμορφωθεί σε πλεόνασμα 1,1% του ΑΕΠ και το δημόσιο χρέος σε 162,2% του ΑΕΠ.

### **2.3 Χρηματοπιστωτικές εξελίξεις: Η αναβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης του Ελληνικού Δημοσίου στην επενδυτική κατηγορία μετριάξει τις επιπτώσεις της αυστηροποίησης της νομισματικής πολιτικής στις αποδόσεις των ομολόγων**

Οι αυξήσεις των επιτοκίων νομισματικής πολιτικής από τις κεντρικές τράπεζες έχουν συμβάλει στη συγκράτηση των μεσομακροπρόθεσμων προσδοκιών για τον πληθωρισμό, αλλά ταυτόχρονα έχουν αυξήσει τις αποδόσεις τόσο των κρατικών όσο και των τραπεζικών και εταιρικών ομολόγων. Παράλληλα, οι προσδοκίες των επενδυτών για τα επιτόκια αναθεωρήθηκαν προς τα άνω, καθώς οι μεγάλες οικονομίες διεθνώς, και κυρίως η οικονομία των ΗΠΑ, παρουσιάζουν ενδείξεις ανθεκτικότητας ισχυρότερης από ό,τι αρχικά αναμενόταν. Κατ' επέκταση, καθώς τα επιτόκια αναμένεται να παραμείνουν υψηλότερα για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα, θα συνεχίζουν να επηρεάζουν τις χρηματοπιστωτικές συνθήκες διεθνώς προς περιοριστική κατεύθυνση.

Οι εξελίξεις αυτές ασκούν αυξητική επίδραση στις αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων, αλλά και των ομολόγων των ελληνικών τραπεζών και επιχειρήσεων. Ωστόσο, οι ανοδικές πιέσεις στις αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων κατά το δεύτερο εξάμηνο του έτους αντισταθμίστηκαν από τις θετικές εξελίξεις της πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος. Συγκεκριμένα, ο οίκος Score Ratings τον Αύγουστο, ο οίκος DBRS στις αρχές Σεπτεμβρίου, ο οίκος S&P τον Οκτώβριο και ο οίκος Fitch στις αρχές Δεκεμβρίου 2023 αναβάθμισαν την πιστοληπτική αξιολόγηση του Ελληνικού Δημοσίου στην επενδυτική κατηγορία.

Ως αποτέλεσμα, οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων παρουσιάζουν σημαντική μείωση σε σχέση με τις αρχές του 2023, όπως και οι διαφορές των αποδόσεών τους έναντι άλλων



κρατικών ομολόγων της ευρωζώνης. Συγκεκριμένα, η διαφορά αποδόσεων (spread) του ελληνικού 10ετούς ομολόγου έναντι του γερμανικού τίτλου αντίστοιχης διάρκειας μειώθηκε μεταξύ Ιανουαρίου και Δεκεμβρίου 2023 κατά 84 μ.β. στις 119 μονάδες βάσης.

Αντίστοιχα, οι αποδόσεις των ελληνικών εταιρικών ομολόγων παρουσίασαν ήπια μεταβλητότητα από την αρχή του έτους, καθώς τα οφέλη από τις διαδοχικές θετικές εξελίξεις στην πιστοληπτική αξιολόγηση των ελληνικών κρατικών ομολόγων αντιστάθμισαν σε μεγάλο βαθμό τις αυξητικές πιέσεις επί των αποδόσεων στην αγορά ομολόγων. Επιπρόσθετα, η πορεία των αποδόσεων τους ήταν παρόμοια με εκείνη των ομολόγων με αξιολόγηση ανώτερη αλλά κοντά στο όριο της επενδυτικής κατηγορίας (BBB), αποκλίνοντας σημαντικά από τα ομόλογα υψηλού πιστωτικού κινδύνου. Οι αποδόσεις των ομολόγων των τραπεζών στη δευτερογενή αγορά ακολούθησαν πτωτική πορεία, μετά την άνοδό τους το Μάρτιο λόγω των τραπεζικών προβλημάτων στις ΗΠΑ. Η αναβάθμιση της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος και η αναμενόμενη βελτίωση της πιστοληπτικής αξιολόγησης των τραπεζών, η οποία θα μειώσει την απόστασή τους από την επενδυτική κατηγορία, αναμένεται να μετριάσουν τις επιπτώσεις που ασκούν οι αυξήσεις των επιτοκίων στο κόστος χρηματοδότησης των τραπεζών από τις αγορές ομολόγων, με θετικές επιδράσεις για το σύνολο της οικονομίας.

Από την αρχή του 2023, οι τιμές στις αγορές μετοχών διεθνώς έχουν αυξηθεί σημαντικά, εξαιτίας των καλύτερων από ό,τι αναμενόταν επιδόσεων μεγάλων οικονομιών και των εκτιμήσεων για επικείμενη παύση του ανοδικού κύκλου των επιτοκίων. Τόσο στις ΗΠΑ όσο και στην ευρωζώνη, ο κλάδος της τεχνολογίας εμφανίζει υψηλότερες αποδόσεις σε σύγκριση με τους γενικούς δείκτες. Σε αυτό το περιβάλλον, οι τιμές των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ) σημείωσαν πολύ ισχυρή άνοδο, από την αρχή του 2023 μέχρι το Νοέμβριο, καταγράφοντας σημαντικά καλύτερη επίδοση από ό,τι οι μετοχές στις ΗΠΑ και στην ευρωζώνη. Οι τραπεζικές μετοχές παρουσίασαν υψηλότερες αποδόσεις σε σύγκριση με το γενικό δείκτη του ΧΑ, σε συνάφεια κυρίως με την αναβάθμιση της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος στην επενδυτική κατηγορία, την κερδοφορία και τις αναβαθμίσεις της πιστοληπτικής αξιολόγησης των τραπεζών και την ανθεκτικότητα της ελληνικής οικονομίας.

#### **2.4 Τραπεζικός τομέας: Άνοδος των επιτοκίων, επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης, σταθεροποίηση των καταθέσεων**

Τα τραπεζικά επιτόκια εξακολούθησαν να αυξάνονται κατά το πρώτο δεκάμηνο του 2023, σε συνέπεια με την αυστηροποίηση της κατεύθυνσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Ωστόσο, το μέγεθος των αυξήσεων των επιτοκίων καταθέσεων υπολειπόταν σημαντικά αυτού των επιτοκίων νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος και των επιτοκίων της αγοράς χρήματος στη ζώνη του ευρώ. Ειδικότερα, το μεσοσταθμικό επιτόκιο στις καταθέσεις προθεσμίας των νοικοκυριών και των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (ΜΧΕ) διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο το δεκάμηνο του 2023 σε 1,5%, περίπου κατά 140 μ.β. υψηλότερα έναντι της ίδιας περιόδου του 2022, ενώ παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητο στις καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας. Καθώς οι αυξήσεις επιτοκίων στην Ελλάδα υπήρξαν πιο περιορισμένες σε σύγκριση με τη ζώνη του ευρώ, τα επιτόκια καταθέσεων προθεσμίας στην Ελλάδα διαμορφώθηκαν από τα μέσα του 2022 σε επίπεδο χαμηλότερο από το μέσο επιτόκιο της ζώνης του ευρώ.

Συνεπεία των ανωτέρω, είναι υπό εξέλιξη μια αναδιάρθρωση των ρευστών διαθεσίμων των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών προς καταθετικούς λογαριασμούς προθεσμίας, λόγω των καλύτερων αποδόσεων που αρχίζουν να προσφέρουν ως απόρροια της αυστηροποίησης της νομισματικής πολιτικής από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), ιδίως όσον αφορά καταθέσεις με διάρκεια μεγαλύτερη από ένα έτος. Πάντως, ο κύριος όγκος της καταθετικής βάσης των τραπεζών εξακολουθεί να απαρτίζεται από ρευστά διαθέσιμα που τηρούνται σε λογαριασμούς διάρκειας μίας ημέρας (75% των καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα).

Την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2023 οι συνολικές τραπεζικές καταθέσεις του εγχώριου ιδιωτικού τομέα κατέγραψαν μικρή μόνο αύξηση κατά 0,3 δισεκ. ευρώ (δεκάμηνο 2022: 3,6

δισεκ. ευρώ), καθώς η αύξηση των καταθέσεων των νοικοκυριών αντισταθμίστηκε σε μεγάλο βαθμό από την υποχώρηση των επιχειρηματικών καταθέσεων. Οι καταθέσεις των νοικοκυριών αυξήθηκαν κατά 2,1 δισεκ. ευρώ την επισκοπούμενη περίοδο (δεκάμηνο 2022: 2,6 δισεκ. ευρώ) και ο ετήσιος ρυθμός ανόδου τους επιβραδύνθηκε. Στην ηπιότερη άνοδο των καταθέσεων των νοικοκυριών συνέβαλε η επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος, καθώς και οι σχετικά υψηλότερες καταναλωτικές δαπάνες των νοικοκυριών εξαιτίας του υψηλού πληθωρισμού. Οι επιχειρηματικές καταθέσεις μειώθηκαν κατά 1,7 δισεκ. ευρώ την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2023, έναντι αύξησης κατά 0,8 δισεκ. ευρώ το αντίστοιχο διάστημα του 2022, αντανακλώντας τη μείωση των ρυθμών πιστωτικής επέκτασης προς τις ΜΧΕ την επισκοπούμενη περίοδο.

Τα επιτόκια τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις ΜΧΕ αυξήθηκαν σημαντικά το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2023 σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2022, καθώς είναι ως επί το πλείστον κυμαινόμενα, άμεσα συνδεδεμένα με κάποιο επιτόκιο αναφοράς. Το μεσοσταθμικό επιτόκιο επιχειρηματικών δανείων ανήλθε κατά μέσο όρο το πρώτο δεκάμηνο του 2023 σε 5,8%, έναντι μέσης τιμής 3,2% το πρώτο δεκάμηνο του 2022. Οι αυξήσεις επιτοκίων ήταν πιο περιορισμένες στα τραπεζικά δάνεια προς τα νοικοκυριά, όπου η εφαρμογή κυμαινόμενων επιτοκίων είναι λιγότερο διαδεδομένη. Ειδικότερα, το μεσοσταθμικό επιτόκιο της περιόδου Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2023 στα δάνεια προς ιδιώτες αυξήθηκε κατά μία ποσοστιαία μονάδα έναντι του αντίστοιχου επιτοκίου ένα έτος νωρίτερα και διαμορφώθηκε σε 6,1%. Η προς τα πάνω αναπροσαρμογή των επιτοκίων ήταν γενικευμένη σε όλες τις κατηγορίες στεγαστικής και καταναλωτικής πίστης.

Η άνοδος των ονομαστικών επιτοκίων δανεισμού στην Ελλάδα το τρέχον έτος ήταν ηπιότερη σε σύγκριση με τον ευρωπαϊκό μέσο όρο και στους δύο τομείς (ΜΧΕ και νοικοκυριά). Ως εκ τούτου, η απόκλιση μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ ως προς το μεσοσταθμικό κόστος δανεισμού περιορίστηκε για τις ΜΧΕ σε 125 μ.β. κατά μέσο όρο το δεκάμηνο του 2023 (Ιανουάριος-Οκτώβριος 2022: 151 μ.β.) και για τα νοικοκυριά για τη λήψη στεγαστικού δανείου σε μόλις 47 μ.β. (Ιανουάριος-Οκτώβριος 2022: 111 μ.β.).

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις ΜΧΕ τους πρώτους δέκα μήνες του 2023 επιβραδύνθηκε, γεγονός που συνδέεται με την άνοδο των δανειακών επιτοκίων την επισκοπούμενη περίοδο, αλλά και με την επιβράδυνση του ρυθμού μεγέθυνσης του ΑΕΠ. Ειδικότερα, το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2023 η μέση μηνιαία καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης προς ΜΧΕ ήταν 79 εκατ. ευρώ, έναντι 450 εκατ. ευρώ το ίδιο διάστημα του 2022. Η εν λόγω ροή συνέχισε να επηρεάζεται καθοδικά από τις σημαντικές αποπληρωμές δανείων, ιδιαίτερα από μεγάλες επιχειρήσεις. Η χορήγηση τραπεζικών δανείων προς τις επιχειρήσεις συνέχισε να στηρίζεται το 2023 από τα προγράμματα του Ομίλου της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων (ΕΤΕπ), της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας (ΕΑΤ) και του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF). Οι εκταμιεύσεις επιχειρηματικών δανείων που συνδέονται με τα προγράμματα της ΕΤΕπ και της ΕΑΤ ανήλθαν το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου σε 1,6 δισεκ. ευρώ (2022: 4,2 δισεκ. ευρώ), ποσό που ισοδυναμεί με το 11% των νέων δανείων καθορισμένης διάρκειας προς ΜΧΕ για την εν λόγω περίοδο (2022: 18%). Επιπρόσθετα, οι εκταμιεύσεις των επιχειρηματικών δανείων που συνδέονται με το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας ανήλθαν σε περίπου 1,1 δισεκ. ευρώ το δεκάμηνο του τρέχοντος έτους και 1,4 δισεκ. ευρώ συνολικά από τον Ιούλιο του 2022, οπότε πραγματοποιήθηκαν οι πρώτες εκταμιεύσεις δανείων.

Τα δάνεια προς τα νοικοκυριά εμφάνισαν εντονότερους, σε σχέση με τις ΜΧΕ, ρυθμούς μείωσης κατά την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2023. Ωστόσο, ο ετήσιος ρυθμός ανόδου της καταναλωτικής πίστης κατά μέσο όρο αυξήθηκε σε 1,9% (Ιαν.-Οκτ. 2022: 0,6%), ενώ ο αρνητικός ρυθμός μεταβολής των στεγαστικών δανείων εντάθηκε (-3,7%, Ιαν.-Οκτ. 2022: -3,0%). Η εξέλιξη των καταναλωτικών δανείων συνάδει με την ανοδική πορεία της ιδιωτικής κατανάλωσης.

Ως προς τις προοπτικές της τραπεζικής χρηματοδότησης, το υψηλό επίπεδο των επιτοκίων δανεισμού εκτιμάται ότι θα συνεχίσει να επηρεάζει αρνητικά τον ετήσιο ρυθμό της τραπεζικής πιστωτικής επέκτασης προς τις ΜΧΕ, δεδομένων και των χρονικών υστερήσεων με τις οποίες τα δάνεια αντιδρούν στις μεταβολές των επιτοκίων. Ακόμη και αν τα επιτόκια νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος διατηρηθούν στα σημερινά επίπεδα, οι προηγηθείσες αυξήσεις τους θα εξακολουθήσουν για κάποιο χρόνο να μεταδίδονται στις συνθήκες χρηματοδότησης και να ασκούν ανοδικές πιέσεις στο κόστος τραπεζικού δανεισμού. Προς την ίδια κατεύθυνση λειτουργεί και η μετακίνηση κεφαλαίων από καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας προς τις υψηλότερου επιτοκίου καταθέσεις προθεσμίας.

Από την άλλη πλευρά, η πρόσφατη απόκτηση της επενδυτικής βαθμίδας βελτιώνει τις συνθήκες ρευστότητας των ελληνικών τραπεζών, διότι ασκεί καθοδικές πιέσεις στο κόστος χρηματοδότησής τους μέσω των αγορών κεφαλαίων και ομολόγων. Επιπλέον, οι παρατηρούμενες ευνοϊκές εξελίξεις στην αγορά εργασίας, με θετικές συνέπειες για τη φερεγγυότητα των υποψήφιων δανειοληπτών, καθώς και στην αγορά ακινήτων, με αύξηση της αξίας των προσφερόμενων εμπράγματων εξασφαλίσεων, δημιουργούν προϋποθέσεις για μείωση των επιτοκίων χορηγήσεων. Ταυτόχρονα, η προβλεπόμενη ανοδική πορεία του ΑΕΠ και η προσδοκώμενη αύξηση των εκταμιεύσεων δανείων στο πλαίσιο του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF), καθώς θα υλοποιούνται τα εγκεκριμένα επενδυτικά σχέδια, εκτιμάται ότι θα αντισταθμίσουν την αρνητική επίδραση των αυξημένων επιτοκίων και θα στηρίξουν τη διατήρηση του ρυθμού πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις σε επίπεδα ανάλογα με εκείνα του 2023. Προς την ίδια κατεύθυνση αναμένεται να συνεχίσουν να συμβάλλουν τα νέα προγράμματα συγχρηματοδότησης και εγγυοδοσίας της EAT και του Ομίλου ΕΤΕπ, που θα διατεθούν στο πλαίσιο του ΕΣΠΑ (2021-2027).

#### **Τραπεζικό σύστημα: Θετικές προοπτικές λόγω της αναβάθμισης της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος στην επενδυτική κατηγορία**

Η σημαντικότερη εξέλιξη το εννεάμηνο του 2023, που επιδρά θετικά στις προοπτικές των ελληνικών τραπεζών, είναι η αναβάθμιση της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος στην επενδυτική κατηγορία. Συγκεκριμένα, η αναβάθμιση αναμένεται να οδηγήσει σε περαιτέρω αναβαθμίσεις της πιστοληπτικής αξιολόγησης των ελληνικών τραπεζών, επομένως συντελεί στη συγκράτηση του αυξημένου κόστους δανεισμού τους από τις διεθνείς αγορές ομολόγων λόγω της αυστηροποίησης των νομισματικών και χρηματοπιστωτικών συνθηκών διεθνώς. Επίσης, τα άμεσα οφέλη της αναβάθμισης αφορούν τη βελτίωση της ποιότητας του χαρτοφυλακίου τίτλων των τραπεζών, μέρος του οποίου αποτελείται από ελληνικά κρατικά ομόλογα, την αύξηση της διαθέσιμης ρευστότητας (εφόσον αυτά πλέον θα μπορούν να χρησιμοποιούνται ως εξασφαλίσεις για την αναχρηματοδότηση των τραπεζών από το Ευρωσύστημα χωρίς να χρειάζεται παρέκκλιση από τα σχετικά κριτήρια επιλεξιμότητας) και τη μείωση του κινδύνου αγοράς των τραπεζών, καθώς αναμένεται ότι θα μειωθεί ο συντελεστής ευαισθησίας των ελληνικών τίτλων στις διακυμάνσεις του διεθνούς επενδυτικού κλίματος. Αναμένεται επίσης ότι η πρόσβαση στις διεθνείς κεφαλαιαγορές και στη διατραπεζική αγορά θα καταστεί ευκολότερη για τις ελληνικές τράπεζες, και ήδη η αναβάθμιση έχει ασκήσει σημαντική μειωτική επίδραση στο κόστος χρηματοδότησης των τραπεζών από τις κεφαλαιαγορές. Τέλος, αναμένονται σημαντικές μακροχρόνιες θετικές επιδράσεις στην εγχώρια οικονομική δραστηριότητα, στο βαθμό που ενισχύεται η κερδοφορία των τραπεζών, μειώνεται ο πιστωτικός κίνδυνος και βελτιώνεται η ποιότητα του χαρτοφυλακίου δανείων των τραπεζών. Σημειώνεται ότι η αναβάθμιση και οι παράγοντες οι οποίοι οδήγησαν σε αυτή την εξέλιξη, όπως η βελτίωση της κερδοφορίας των τραπεζών και η ανθεκτικότητα της ελληνικής οικονομίας, έχουν επιδράσει υποστηρικτικά στη διαδικασία αποεπένδυσης του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ) από τις ελληνικές τράπεζες.

Η κερδοφορία των ελληνικών τραπεζών αυξήθηκε το εννεάμηνο του 2023, λόγω της σημαντικής αύξησης των καθαρών εσόδων από τόκους και της μείωσης των προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο. Αρνητική επίδραση στην κερδοφορία είχαν η μείωση των καθαρών εσόδων από χρηματοοικονομικές πράξεις, λόγω μη επαναλαμβανόμενων κερδών του προηγούμενου έτους, και δευτερευόντως η αύξηση των λειτουργικών εξόδων.



Οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας σε ενοποιημένη βάση παρουσίασαν οριακές μεταβολές το Σεπτέμβριο του 2023 έναντι του Δεκεμβρίου του 2022, παραμένοντας χαμηλότεροι από τον αντίστοιχο μέσο όρο σε επίπεδο ευρωζώνης. Σημειώνεται ότι η άσκηση προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων (stress test) που διενήργησε η ΕΚΤ μαζί με την Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών εκτίμησε ότι ο Δείκτης Κεφαλαίων Κοινών Μετοχών της Κατηγορίας 1 (fully loaded CET1) των τεσσάρων ελληνικών τραπεζών που υποβλήθηκαν στην άσκηση θα αυξανόταν περισσότερο (υποχωρούσε λιγότερο) στο βασικό (δυσμενές) σενάριο σε σύγκριση με τον ευρωπαϊκό μέσο όρο.

Ο δείκτης μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ) σε ατομική βάση μειώθηκε το Σεπτέμβριο του 2023 σε σύγκριση με το Δεκέμβριο του 2022, παραμένοντας όμως υψηλότερος από τον αντίστοιχο της ευρωζώνης. Επισημαίνεται πάντως ότι κατά τη διάρκεια του εννεαμήνου παρατηρήθηκε καθαρή εισροή νέων ΜΕΔ σε όλα τα χαρτοφυλάκια δανείων. Τα στοιχεία αυτά καθιστούν αναγκαία τη στενή παρακολούθηση της ποιότητας του χαρτοφυλακίου δανείων, καθώς το περιβάλλον αυξημένων επιτοκίων και το ενδεχόμενο επιβράδυνσης της οικονομικής δραστηριότητας δύνανται να ασκήσουν αυξητικές πιέσεις στο δείκτη ΜΕΔ.

Αναφορικά με τη ρευστότητα, ο δείκτης κάλυψης ρευστότητας (Liquidity Coverage Ratio – LCR) και ο δείκτης καθαρής σταθερής χρηματοδότησης (Net Stable Funding Ratio – NSFR) αυξήθηκαν το Σεπτέμβριο του 2023 σε σχέση με το Δεκέμβριο του 2022, παραμένοντας αμφότεροι σε υψηλότερο επίπεδο από τους αντίστοιχους δείκτες των τραπεζών της ευρωζώνης.

## **2.5 Προβλέψεις: Διατήρηση της αναπτυξιακής δυναμικής, υποχώρηση του πληθωρισμού, βελτίωση των δημοσιονομικών μεγεθών**

Σύμφωνα με τις τρέχουσες προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος, ο ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας το 2023 αναμένεται να διαμορφωθεί στο 2,4%, να αυξηθεί οριακά στο 2,5% το 2024 και το 2025 και να υποχωρήσει ελαφρά στο 2,3% το 2026. Συνεπώς, η ελληνική οικονομία προβλέπεται να αναπτυχθεί με ταχύτερους ρυθμούς σε σύγκριση με την ευρωζώνη.

Η προς τα κάτω αναθεώρηση του ρυθμού μεγέθυνσης για το 2024 σε σχέση με την πρόβλεψη του Ιουνίου (3,0%) αντανακλά την προς τα κάτω αναθεώρηση του ρυθμού μεγέθυνσης στην ευρωζώνη και την αναμενόμενη διατήρηση των επιτοκίων νομισματικής πολιτικής σε υψηλό επίπεδο για μεγαλύτερο διάστημα. Βασικές κινητήριες δυνάμεις της οικονομίας τα επόμενα έτη θα συνεχίσουν να είναι η ιδιωτική κατανάλωση, οι επενδύσεις και οι εξαγωγές, ενώ η καθαρή συμβολή του εξωτερικού τομέα θα είναι οριακά αρνητική. Η νομισματική πολιτική εκτιμάται ότι θα συνεχίσει να επιδρά συσταλτικά στην οικονομική δραστηριότητα, ενώ θετικά στην ανάπτυξη θα συμβάλουν οι επενδύσεις χάρη στους πόρους του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας.

Η ανεργία εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί στο 11,1% το 2023, ενώ σταδιακά θα αποκλιμακωθεί στο 8,2% το 2026. Η πορεία αυτή αντανακλά τη συνεχιζόμενη οικονομική ανάκαμψη. Όσον αφορά το κόστος εργασίας, η Τράπεζα της Ελλάδος εκτιμά ότι τα επόμενα χρόνια, για το σύνολο της οικονομίας, οι ονομαστικές αμοιβές ανά απασχολούμενο θα αυξάνονται με ρυθμούς γύρω στο 5% ετησίως, ως αποτέλεσμα της στενότητας στην αγορά εργασίας. Αντίθετα, η παραγωγικότητα της εργασίας για την οικονομία συνολικά εκτιμάται ότι θα αυξάνεται με χαμηλότερους ρυθμούς. Αυτές οι τάσεις θα ασκήσουν αυξητικές πιέσεις στο εργατικό κόστος και καθοδικές στα περιθώρια κέρδους των επιχειρήσεων.

Ο πληθωρισμός, βάσει του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή, εκτιμάται ότι θα συνεχίσει την καθοδική του πορεία. Το 2023 αναμένεται να υποχωρήσει σε 4,1%, από 9,3% το 2022, αντανακλώντας τη μεγάλη μείωση των τιμών των ενεργειακών αγαθών. Μέχρι το τέλος της περιόδου πρόβλεψης, ο πληθωρισμός θα συγκλίνει προς το στόχο της ΕΚΤ (2%). Στην καθοδική πορεία του πληθωρισμού θα συμβάλουν όλες οι συνιστώσες του. Ο πυρήνας του πληθωρισμού εκτιμάται στο 5,3% το 2023, ενώ θα μειωθεί έντονα το 2024 και στη συνέχεια θα αποκλιμακώνεται σταθερά.

Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αναμένεται να περιοριστεί περαιτέρω το 2024, μεταξύ άλλων και λόγω της επιτάχυνσης της υλοποίησης του προγράμματος ΕΣΠΑ 2021-2027 και της εκταμίευσης δύο δόσεων από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, οι οποίες θα βελτιώσουν τα ισοζύγια πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων. Επιπροσθέτως, οι μεταβιβάσεις κεφαλαιακού χαρακτήρα θα μειώσουν τις συνολικές χρηματοδοτικές ανάγκες της οικονομίας, καθώς καταγράφονται στο ισοζύγιο κεφαλαίων. Ωστόσο, η ανάκαμψη των εγχώριων επενδύσεων θα οδηγήσει στην αύξηση των εισαγωγών επενδυτικών αγαθών, ενώ δεν αναμένεται περαιτέρω μείωση του ελλείμματος του ισοζυγίου καυσίμων το 2024, αφού οι διεθνείς τιμές των ενεργειακών αγαθών δεν εκτιμάται ότι θα μειωθούν κι άλλο.

Όσον αφορά τα δημοσιονομικά μεγέθη, σύμφωνα με την Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2024, προβλέπεται περαιτέρω αύξηση του πρωτογενούς πλεονάσματος της γενικής κυβέρνησης σε 2,1% του ΑΕΠ το 2024, εξαιτίας της προβλεπόμενης αύξησης των εσόδων από φόρους και ασφαλιστικές εισφορές λόγω του ισχυρού ρυθμού ανάπτυξης της οικονομίας. Επίσης προβλέπεται περαιτέρω αποκλιμάκωση του δημόσιου χρέους, κατά 8 ποσ. μον. του ΑΕΠ, σε 152,3% του ΑΕΠ το 2024, χάρη πρωτίστως στη μειωτική συμβολή, κατά 4,3 ποσ. μον. του ΑΕΠ, της διαφοράς μεταξύ του έμμεσου επιτοκίου και του ρυθμού οικονομικής μεγέθυνσης (snowball effect) και δευτερευόντως στο πρωτογενές πλεόνασμα. Οι προβλέψεις είναι σύμφωνες με τους κανόνες του υφιστάμενου Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης που επανενεργοποιούνται από το 2024.

Σύμφωνα με την πρόβλεψη της Τράπεζας της Ελλάδος, το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης το 2024 αναμένεται να διαμορφωθεί σε πλεόνασμα 2,1% του ΑΕΠ και το δημόσιο χρέος σε 152,4% του ΑΕΠ.

Παρά την αύξηση των επιτοκίων κατά τη διάρκεια του 2023, οι κίνδυνοι για τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους παραμένουν οριοθετημένοι μεσοπρόθεσμα, λόγω των ευνοϊκών όρων αποπληρωμής των υποχρεώσεων προς τον επίσημο τομέα, υπό την προϋπόθεση ότι τα δημοσιονομικά μέτρα που έχουν ληφθεί στο πλαίσιο της πανδημίας και της ενεργειακής κρίσης θα έχουν προσωρινό χαρακτήρα και ότι θα αξιοποιούνται αποτελεσματικά οι ευρωπαϊκοί πόροι. Η αναμενόμενη καταγραφή των αναβαλλόμενων τόκων μέρους του δανείου του EFSF στο δημόσιο χρέος το 2033 και η σχεδιαζόμενη αποπληρωμή τους δεν προβλέπεται να δημιουργήσουν σημαντικούς κινδύνους βιωσιμότητας. Παρά την προβλεπόμενη προσωρινή τότε αναστολή της πτωτικής πορείας του λόγου χρέους/ΑΕΠ, οι ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες δεν θα επιβαρυνθούν σημαντικά (μπορεί να παραμείνουν χαμηλότερες από το όριο του 15% του ΑΕΠ), εφόσον η αποπληρωμή του συσσωρευμένου ποσού γίνει σε μεγάλο βάθος χρόνου. Για να επιτευχθεί όμως αυτό, είναι απαραίτητη η άσκηση υπεύθυνης δημοσιονομικής πολιτικής και η συμμόρφωση με τους κανόνες του ευρωπαϊκού δημοσιονομικού πλαισίου, καθώς και η επίτευξη πρωτογενών πλεονασμάτων 2% του ΑΕΠ σε κυκλικά διορθωμένους όρους, που εξασφαλίζουν τη δημιουργία ικανών δημοσιονομικών αποθεμάτων ασφαλείας.

## **2.6 Κίνδυνοι και αβεβαιότητες: Αύξηση των κινδύνων και της αβεβαιότητας λόγω γεωπολιτικών εντάσεων**

Οι κίνδυνοι που περιβάλλουν τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος για την ανάπτυξη είναι κυρίως καθοδικοί. Αναλυτικότερα, κινδύνους για τις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας αποτελούν: (α) τυχόν επιδείνωση της γεωπολιτικής κρίσης στην Ουκρανία και στη Μέση Ανατολή και οι συνεπαγόμενες επιπτώσεις στο διεθνές οικονομικό περιβάλλον, (β) ο χαμηλότερος του αναμενόμενου ρυθμός απορρόφησης και αξιοποίησης των κονδυλίων του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, (γ) η καθυστέρηση υλοποίησης των μεταρρυθμίσεων, που θα επιβράδυνε τη διαδικασία ενίσχυσης της παραγωγικότητας της οικονομίας και της ανταγωνιστικότητας των επιχειρήσεων, και (δ) ακραία καιρικά φαινόμενα (πλημμύρες και πυρκαγιές, όπως συνέβη το 2023). Η ελληνική οικονομία θα επηρεαστεί θετικά σε περίπτωση που η ανάκτηση της επενδυτικής κατηγορίας στην πιστοληπτική αξιολόγηση του Ελληνικού Δημοσίου προκαλέσει ισχυρότερες ευνοϊκές επιδράσεις από τις αναμενόμενες ή σε περίπτωση που τα έσοδα από τον τουρισμό υπερβούν ξανά τις προσδοκίες.

Όσον αφορά το λόγο δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ, μακροπρόθεσμα υπάρχει 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. Πρόσθετη πηγή αβεβαιότητας αποτελεί η κλιματική κρίση, που αναμένεται να ασκήσει αυξητικές πιέσεις στο λόγο δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ.

### 3 ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

#### 3.1 Εξελίξεις και προοπτικές εκτός της ευρωζώνης: Ομαλή προσγείωση της παγκόσμιας οικονομίας

Η παγκόσμια οικονομία διέρχεται φάση ομαλής προσγείωσης, επιδεικνύοντας μεγάλη ανθεκτικότητα στην τριπλή κρίση (πανδημική, ενεργειακή και κόστους διαβίωσης), ενώ ο κίνδυνος στασιμοληθωρισμού υποχώρησε μετά τις καίριες παρεμβάσεις της οικονομικής πολιτικής. Ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ εκτιμάται από το ΔΝΤ ότι θα επιβραδυνθεί από 3,5% το 2022 σε 3,0% το 2023 και σε 2,9% το 2024, εν μέσω σημαντικών αποκλίσεων μεταξύ μεγάλων οικονομιών. Η ολοκλήρωση του κύκλου μεταπανδημικής ανάκαμψης των υπηρεσιών, οι αυστηρότερες νομισματικές συνθήκες για την αποφυγή εδραίωσης πληθωριστικών προσδοκιών, καθώς και οι συνέπειες της πρωτοφανούς ανόδου των διεθνών τιμών ενέργειας του προηγούμενου έτους, έχουν σημαντική επίπτωση στην παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα. Ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ των προηγμένων οικονομιών αναμένεται, σύμφωνα με το ΔΝΤ, να επιβραδυνθεί από 2,6% το 2022, σε 1,5% το 2023 και 1,4% το 2024, ενώ για τις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες προβλέπεται οριακή υποχώρηση από 4,1% το 2022 σε 4,0% το 2023 και το 2024.

Κατά τη διάρκεια του 2023 η κλιμάκωση της γεωπολιτικής αβεβαιότητας, η ασθενέστερη παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα και η σχετική ενίσχυση της ζήτησης υπηρεσιών έναντι αγαθών έκαμψαν το διεθνές εμπόριο. Παράλληλα, η ισχυρή ανατίμηση του δολαρίου ΗΠΑ κατά το προηγούμενο έτος συνέβαλε στην περαιτέρω εξασθένηση των διεθνών εμπορικών ροών. Παρά την εξομάλυνση των προβλημάτων στις παγκόσμιες εφοδιαστικές αλυσίδες, ενισχύθηκαν οι περιορισμοί στο διεθνές εμπόριο σε σύγκριση με τα προπανδημικά επίπεδα, με αποτέλεσμα τη διατήρηση της μεγέθυνσής του σε ιστορικά χαμηλούς ρυθμούς. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του ΔΝΤ, ο όγκος του διεθνούς εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών θα αυξηθεί μόλις κατά 0,9% το 2023 έναντι 5,1% το 2022, ενώ το 2024 προβλέπεται ότι θα ενισχυθεί κατά 3,5%.

Ο παγκόσμιος πληθωρισμός διαμορφώθηκε σε 5,3% το β' τρίμηνο του 2023, χαμηλότερος κατά το ήμισυ σε σχέση με το β' τρίμηνο του 2022, οπότε είχε κορυφωθεί στο 11,6%. Η υποχώρηση του γενικού πληθωρισμού, η οποία αποδείχθηκε βραδύτερη των προσδοκιών, οφείλεται στην αποκλιμάκωση των τιμών της ενέργειας και σε μικρότερο βαθμό των τροφίμων. Ο πυρήνας του παγκόσμιου πληθωρισμού υποχώρησε επίσης, αλλά με βραδύτερο ρυθμό έναντι του γενικού πληθωρισμού, και το β' τρίμηνο του 2023 διαμορφώθηκε στο 4,9% από το μέγιστο 8,5% που είχε καταγραφεί το β' τρίμηνο του 2022. Οι κύριοι παράγοντες που διατηρούν τον πυρήνα του πληθωρισμού σε υψηλά επίπεδα διαφέρουν σημαντικά από τη μία οικονομία στην άλλη, αλλά κατά βάση εντοπίζονται τόσο στην πλευρά της συνολικής ζήτησης (στενότητα στην αγορά εργασίας, έκτακτες δημοσιονομικές ενισχύσεις την περίοδο της πανδημίας κ.λπ.) όσο και στην πλευρά της προσφοράς, λόγω της σταδιακής μετακύλισης του αυξημένου κόστους πρώτων υλών και ενδιάμεσων αγαθών. Η κερδοφορία των επιχειρήσεων αυξήθηκε σημαντικά τα δύο προηγούμενα έτη, καθώς οι τελικές τιμές αυξήθηκαν ταχύτερα από τους μισθούς. Από το 2023 ωστόσο το κόστος εργασίας αυξάνεται ταχύτερα, ιδίως στις ΗΠΑ.

Σύμφωνα με το ΔΝΤ, ο παγκόσμιος πληθωρισμός θα υποχωρήσει από 8,7% το 2022, σε 6,9% το 2023 και σε 5,8% το 2024, υποβοηθούμενος από την αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής και την υποχώρηση των διεθνών τιμών των εμπορευμάτων, με την αποκλιμάκωση να είναι ταχύτερη στις ανεπτυγμένες οικονομίες σε σχέση με τις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες.



### 3.2 Εξελίξεις και προοπτικές της ευρωζώνης: επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας – αποκλιμάκωση των πληθωριστικών πιέσεων

Η ανάκαμψη της οικονομίας της ευρωζώνης επιβραδύνθηκε σημαντικά το 2023. Πιο συγκεκριμένα, το γ' τρίμηνο του 2023 το ΑΕΠ της ευρωζώνης μειώθηκε κατά 0,1% έναντι του προηγούμενου τριμήνου, εξαιτίας της αρνητικής συμβολής των αποθεμάτων. Αντίθετα, η συμβολή της εγχώριας ζήτησης ήταν θετική, ενώ η συμβολή των καθαρών εξαγωγών ήταν αμελητέα.

Σύμφωνα με το βασικό σενάριο των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Δεκέμβριος 2023), το ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 0,6% το 2023, έναντι 3,4% το 2022, κυρίως λόγω της χειροτέρευσης των χρηματοπιστωτικών συνθηκών και της χαμηλής εμπιστοσύνης των καταναλωτών. Για το 2024 προβλέπεται ότι το ΑΕΠ θα ανακάμψει μερικώς και θα αυξηθεί κατά 0,8%, αντανακλώντας την ενίσχυση των πραγματικών εισοδημάτων, λόγω της αναμενομένης πτώσης του πληθωρισμού και της αύξησης των μισθών, και τη σταδιακή ανάκαμψη της εξωτερικής ζήτησης. Αντίθετα, η προηγούμενη αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής και η άρση των δημοσιονομικών μέτρων στήριξης θα περιορίσουν την αναπτυξιακή δυναμική.

Οι χαμηλότερες διεθνείς τιμές της ενέργειας και των βασικών εμπορευμάτων έναντι του 2022, η εξομάλυνση των προβλημάτων στις παγκόσμιες εφοδιαστικές αλυσίδες και η μείωση της εγχώριας ζήτησης, εν μέρει ως αποτέλεσμα της συσταλτικής νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ, συνέβαλαν στην αποκλιμάκωση των πληθωριστικών πιέσεων. Ταυτόχρονα, η ανατίμηση του ευρώ αποδυνάμωσε τις τιμές των εισαγόμενων αγαθών. Το Νοέμβριο του 2023 ο πληθωρισμός στην ευρωζώνη σημείωσε νέα πτώση στο 2,4% από 2,9% τον Οκτώβριο και από 10,1% το Νοέμβριο του 2022.

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Δεκέμβριος 2023), ο πληθωρισμός στην ευρωζώνη, μετρούμενος με τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ), θα διαμορφωθεί σε 5,4% το 2023, από 8,4% το 2022. Θα υποχωρήσει περαιτέρω σε 2,7% το 2024, αντανακλώντας κυρίως τη μείωση του πληθωρισμού των τροφίμων, ενώ ο πληθωρισμός της ενέργειας θα σημειώσει πρόσκαιρη αύξηση εν μέσω άρσης των δημοσιονομικών μέτρων στήριξης. Ο πληθωρισμός θα παραμείνει ωστόσο πάνω από το στόχο της ΕΚΤ (2%), καθώς η αύξηση του κόστους εργασίας θα διατηρήσει τον πληθωρισμό χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής σε υψηλά επίπεδα, δηλαδή στο 5,0% το 2023 και 2,7% το 2024, από 3,9% το 2022.

### 3.3 Κίνδυνοι και αβεβαιότητες: οι κίνδυνοι για την ανάπτυξη στην παγκόσμια οικονομία παραμένουν

Οι κίνδυνοι για την ανάπτυξη στην παγκόσμια και την ευρωπαϊκή οικονομία παραμένουν σοβαροί. Η όξυνση της γεωπολιτικής αβεβαιότητας στη Μέση Ανατολή και την Ουκρανία, η αυξημένη μεταβλητότητα στις διεθνείς τιμές των εμπορευμάτων και η περαιτέρω κάμψη του διεθνούς εμπορίου θα ενισχύσουν το δίπτυχο χαμηλότερης ανάπτυξης και υψηλού πληθωρισμού, επιτείνοντας τον κίνδυνο για ενίσχυση των πληθωριστικών προσδοκιών και διατήρηση των βασικών επιτοκίων σε υψηλότερα επίπεδα για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα. Η επιβράδυνση της οικονομίας της Κίνας αποκτά περισσότερο διαρθρωτικά χαρακτηριστικά και το ενδεχόμενο επιδείνωσης της κρίσης στην εκεί αγορά ακινήτων εγκυμονεί κινδύνους για την παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα. Η περαιτέρω χειροτέρευση των διεθνών χρηματοπιστωτικών συνθηκών θα έχει αντίκτυπο στην παγκόσμια ζήτηση, τα δημόσια οικονομικά και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Τα δημοσιονομικά περιθώρια αντιμετώπισης των κρίσεων έχουν εξαντληθεί σε πολλές οικονομίες και το δημόσιο χρέος και το αυξημένο κόστος εξυπηρέτησής του καθιστούν αναγκαία την άσκηση περιοριστικής δημοσιονομικής πολιτικής για την αποφυγή του κινδύνου απώλειας της εμπιστοσύνης. Παράλληλα, σε ένα μακροοικονομικό περιβάλλον όπου ο υποκείμενος πληθωρισμός παραμένει υψηλός, μεγαλύτερες από τις αναμενόμενες αυξήσεις στους ονομαστικούς μισθούς και μικρότερη συμπίεση των περιθωρίων κέρδους των επιχειρήσεων συνεπάγονται πιο επίμονο πληθωρισμό, ισχυρότερη αντίδραση της νομισματικής πολιτικής και χαμηλότερη ανάπτυξη.

## 4 ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

### Διατήρηση των επιτοκίων σε επίπεδα που συμβάλλουν στην υποχώρηση του πληθωρισμού

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αύξησε τα βασικά επιτόκια τον Ιούνιο, τον Ιούλιο και το Σεπτέμβριο του 2023, κατά 25 μονάδες βάσης κάθε φορά, ενώ τον Οκτώβριο και το Δεκέμβριο του 2023 τα διατήρησε αμετάβλητα. Σημειώνεται επίσης ότι στη συνεδρίαση του Ιουλίου 2023 το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε να ορίσει το επιτόκιο των υποχρεωτικών καταθέσεων των τραπεζών στις εθνικές κεντρικές τράπεζες σε 0%, με ισχύ από τα τέλη Σεπτεμβρίου 2023. Μέχρι εκείνη τη στιγμή το εν λόγω επιτόκιο εξισωνόταν με το επιτόκιο της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων, το οποίο, ως γνωστόν, έχει διαμορφωθεί εδώ και πολλούς μήνες σε θετικά επίπεδα. Η απόφαση αυτή υποβοηθεί τη μετακύλιση των μεταβολών των βασικών επιτοκίων του Ευρωσυστήματος στα επιτόκια της αγοράς χρήματος. Προάγει επιπρόσθετα την αποτελεσματικότητα της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, στο μέτρο που επιτυγχάνει περιορισμό των εξόδων των εθνικών κεντρικών τραπεζών για τόκους για δεδομένο βαθμό αυστηροποίησης της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής.

Το Διοικητικό Συμβούλιο επισήμανε ότι οι προγενέστερες αυξήσεις των βασικών επιτοκίων έχουν συμβάλει σε συγκράτηση της συνολικής ζήτησης μέσω της διαμόρφωσης πιο περιοριστικών συνθηκών χρηματοδότησης και επιβράδυνσης της πιστωτικής επέκτασης, εξελίξεις που υποβοηθούν την επιστροφή του πληθωρισμού στο μεσοπρόθεσμο στόχο του 2%.

Ως εκ τούτου, το δεύτερο εξάμηνο του 2023 τόσο ο καταγραφόμενος πληθωρισμός όσο και ο πυρήνας του πληθωρισμού παρουσίασαν αποκλιμάκωση, λόγω της βελτίωσης των συνθηκών προσφοράς, των μειώσεων των τιμών της ενέργειας στο πρόσφατο παρελθόν, της άμβλυνσης των πιέσεων στις τιμές χονδρικής και του περιορισμού της συνολικής ζήτησης. Ακόμη όμως ο πληθωρισμός των τιμών των τροφίμων και, δευτερευόντως, των υπηρεσιών διατηρείται υψηλός. Οι συνθήκες στις αγορές εργασίας εξακολούθησαν να είναι ευνοϊκές, με την ανεργία σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα και με άνοδο της απασχόλησης, ενώ οι μισθολογικές αυξήσεις, παρότι υποχώρησαν ελαφρά, παραμένουν σημαντικά υψηλότερες από το ρυθμό αύξησης της παραγωγικότητας και αποτελούν πλέον αξιόλογο παράγοντα δημιουργίας πληθωριστικών πιέσεων. Οι περισσότεροι δείκτες μακροπρόθεσμων πληθωριστικών προσδοκιών έλαβαν τιμές γύρω στο 2%, ενώ κάποιοι από αυτούς τους δείκτες εμφάνισαν άνοδο που πρέπει να παρακολουθείται στενά.

Ως επακόλουθο της αυστηροποίησης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, το κόστος άντλησης διαθεσίμων εκ μέρους των τραπεζών σημείωσε άνοδο, οδηγώντας σε αύξηση των επιτοκίων στα επιχειρηματικά και τα στεγαστικά δάνεια. Η εξέλιξη αυτή συνετέλεσε σε επιβράδυνση του ρυθμού επέκτασης της τραπεζικής χρηματοδότησης τόσο προς τις επιχειρήσεις όσο και προς τα νοικοκυριά. Σε συνέπεια με την επιβράδυνση αυτή και με τον περιορισμό του ύψους του ενεργητικού του Ευρωσυστήματος, ο ρυθμός μεταβολής της προσφοράς χρήματος με την ευρεία έννοια (M3) υποχώρησε σημαντικά και διαμορφώθηκε σε αρνητικά επίπεδα.

Ο βαθμός και η διάρκεια της περιοριστικής νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ προσδιορίζονται από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ με βάση τις προοπτικές του πληθωρισμού, όπως αυτές τεκμαίρονται από τις εξελίξεις των οικονομικών και των νομισματοπιστωτικών μεγεθών, καθώς επίσης και με βάση τις εκτιμήσεις του Διοικητικού Συμβουλίου όσον αφορά τη δυναμική του πληθωρισμού και το μέγεθος της επίδρασης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στην πραγματική οικονομία. Το Διοικητικό Συμβούλιο διατηρεί τη δυνατότητα να αναπροσαρμόσει όλα τα μέσα νομισματικής πολιτικής που προβλέπονται από το καταστατικό της ΕΚΤ, έτσι ώστε να εξασφαλίσει ότι ο πληθωρισμός θα επιστρέψει μεσοπρόθεσμα στο στόχο και να διαφυλάξει την ομαλή λειτουργία του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής.

Το Σεπτέμβριο του 2023 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ υπογράμμισε ότι τα βασικά επιτόκια έχουν φθάσει σε επίπεδα τα οποία, εφόσον διατηρηθούν για μεγάλο χρονικό διάστημα, θα συμ-

βάλουν αποφασιστικά στην έγκαιρη επιστροφή του πληθωρισμού στα επιθυμητά επίπεδα. Τον Οκτώβριο, στη συνεδρίαση των Αθηνών, και το Δεκέμβριο το Διοικητικό Συμβούλιο διατήρησε τα βασικά επιτόκια αμετάβλητα, καθώς επιβεβαιώθηκαν οι προγενέστερες εκτιμήσεις για τις μεσοπρόθεσμες προοπτικές του πληθωρισμού, ενώ διαπιστώθηκε ότι οι προηγηθείσες αυξήσεις των βασικών επιτοκίων συνεχίζουν να συμβάλλουν στη συγκράτηση του πληθωρισμού, καθώς παρατηρήθηκε υποχώρηση του καταγραφόμενου και του υποκείμενου πληθωρισμού.

## 5 ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ

**Πληθωρισμός:** Για όσο διάστημα είναι απαραίτητη η περιοριστική νομισματική πολιτική της ΕΚΤ με στόχο τη μείωση του πληθωρισμού στο στόχο του 2% μεσοπρόθεσμα, η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής θα πρέπει να είναι περιοριστική, ώστε να μην δημιουργείται πλεονάζουσα ζήτηση που θα μπορούσε να ενισχύσει περαιτέρω τις τρέχουσες πληθωριστικές πιέσεις και κατ' επέκταση τις πληθωριστικές προσδοκίες. Είναι κρίσιμο οι εθνικές πολιτικές να συμβάλουν στη συγκράτηση των πληθωριστικών προσδοκιών, ώστε να αποφευχθεί ένα σπιράλ αυξητικής δυναμικής των τιμών, που θα οδηγήσει σε εντονότερη και μεγαλύτερης διάρκειας αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής.

**Υψηλό δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ:** Παρά την αύξηση των επιτοκίων κατά τη διάρκεια του 2023, οι κίνδυνοι για τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους παραμένουν οριοθετημένοι 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.

**Μη εξυπηρετούμενα δάνεια και υψηλό ιδιωτικό χρέος:** Ο δείκτης μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ), παρά την αξιοσημείωτη αποκλιμάκωσή του, παραμένει υψηλότερος από το μέσο όρο των τραπεζών της ευρωζώνης και είναι αναγκαία η μείωσή του σε ένα περιβάλλον αυξημένων επιτοκίων για μακρότερο χρονικό διάστημα. Ταυτόχρονα, το ιδιωτικό χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ παραμένει σε πολύ υψηλά επίπεδα και αποτελεί τροχοπέδη για την ανάπτυξη.

**Χρόνιες αδυναμίες στην αγορά εργασίας:** Παρά την αισθητή μείωση της ανεργίας χάρη στις μεταρρυθμίσεις που υλοποιούνται τα τελευταία έτη, αρκετές στρεβλώσεις συνεχίζουν να υφίστανται, καθώς τα ποσοστά ανεργίας των γυναικών και των νέων παραμένουν σημαντικά υψηλότερα του μέσου όρου της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ). Η επιθυμητή περαιτέρω μείωση της ανεργίας συναρτάται και με το πόσο εύκολα μπορούν οι επιχειρήσεις να προσλάβουν προσωπικό σύμφωνα με τις ανάγκες τους. Η αναντιστοιχία μεταξύ ζητούμενων και προσφερόμενων θέσεων εργασίας καθυστερεί την ταχεία αποκλιμάκωση της ανεργίας και, σε συνδυασμό με το χαμηλό ποσοστό συμμετοχής των γυναικών στο εργατικό δυναμικό, επιβραδύνει το δυναμικό ρυθμό ανάπτυξης.

**Χαμηλή διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα:** Η κατάταξη της Ελλάδος σε όρους διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας παρουσιάζει στασιμότητα ή και υποχώρηση το 2023, μετά την αποτύπωση μεγάλης προόδου την περίοδο 2020-2022. Σύμφωνα με το σύνθετο δείκτη ανταγωνιστικότητας του IMD (Ιούνιος 2023), η Ελλάδα υποχώρησε στην 49η από την 47η θέση στην παγκόσμια κατάταξη 64 κρατών το 2023. Η χειροτέρευση οφείλεται στην οριακή υποχώρηση της αποτελεσματικότητας του ιδιωτικού τομέα, στον υψηλό πληθωρισμό, στο υψηλό έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών και στη γήρανση του πληθυσμού. Συγκριτικά μειονεκτήματα της ελληνικής οικονομίας, σύμφωνα με το IMD, θεωρούνται η έλλειψη ανταγωνιστικού φορολογικού πλαισίου, το αναποτελεσματικό νομικό πλαίσιο και η χαμηλή ποιότητα εταιρικής διακυβέρνησης. Πρόσθετα παραδείγματα εγγενών αδυναμιών αποτελούν η φοροδιαφυγή, η γραφειοκρατία και η αναποτελεσματικότητα που εξακολουθεί να υπάρχει στις μεταβιβάσεις ακινήτων, στο χωροταξικό σχεδιασμό, στην ολοκλήρωση του Εθνικού Κτηματολογίου και στον ψηφιακό μετασχηματισμό της δημόσιας διοίκησης. Ειδική μνεία θα πρέπει να γίνει στη χαμηλή αποτελεσματικότητα του δικαστικού συστήματος. Σύμφωνα με στοιχεία της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (The 2023 EU Justice



Scoreboard), ο χρόνος που χρειάζεται για την επίλυση αστικών διαφορών σε πρωτοβάθμια δικαστήρια συνέχισε να αυξάνεται, σε 728 ημέρες το 2021 από 637 ημέρες το 2019.

## 6 ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Σε ένα περιβάλλον υψηλού πληθωρισμού, χαμηλότερων ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης, υψηλών επιτοκίων και αυξημένης αβεβαιότητας λόγω των διαδοχικών κρίσεων, με αυξημένους γεωπολιτικούς κινδύνους και με τις επιπτώσεις της κλιματικής κρίσης να γίνονται ολοένα πιο έκδηλες και αισθητές σε ευρύτερα τμήματα του πληθυσμού, η αξιοπιστία της οικονομικής πολιτικής ως προς το μεσοπρόθεσμο σχεδιασμό αποκτά καθοριστική σημασία. Στο πλαίσιο αυτό, και προκειμένου να βελτιωθεί η ανθεκτικότητα της οικονομίας και να αντιμετωπιστούν και οι μεσομακροπρόθεσμες προκλήσεις και χρόνιες αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας, η οικονομική πολιτική οφείλει να δώσει έμφαση στους παρακάτω τομείς:

**1ον Διατηρήσιμη αποκλιμάκωση του πληθωρισμού.** Οι επιχειρήσεις θα πρέπει να περιορίσουν, όπου είναι εφικτό, το περιθώριο κέρδους τους ώστε να αποφευχθεί το φαινόμενο του “πληθωρισμού κερδών”. Βραχυπρόθεσμα απαιτείται εντατικοποίηση των ελέγχων των αρμόδιων ελεγκτικών μηχανισμών και της Επιτροπής Ανταγωνισμού ώστε να αποφευχθούν φαινόμενα αισχροκέρδειας και ολιγοπωλιακές πρακτικές. Μεσομακροπρόθεσμα απαιτείται η ενίσχυση του ανταγωνισμού στις αγορές προϊόντων, με άρση των πάσης φύσεως ρυθμιστικών εμποδίων στον ανταγωνισμό ώστε να διευκολυνθεί η είσοδος νέων επιχειρήσεων. Παράλληλα, οι μισθολογικές αυξήσεις θα πρέπει να είναι τέτοιες ώστε να καλύπτουν την απώλεια αγοραστικής δύναμης των εργαζομένων, χωρίς όμως να δημιουργούν ένα σπирάλ αυξήσεων μισθών-τιμών που θα οδηγήσουν και σε χειροτέρευση της ανταγωνιστικότητας. Επιπλέον, τα μέτρα στήριξης για την αντιμετώπιση των επιπτώσεων της πανδημίας και της ενεργειακής κρίσης θα πρέπει να αποσυρθούν, όσο οι επιπτώσεις των κρίσεων σταδιακά υποχωρούν. Σε περίπτωση που υπάρξει αναζωπύρωση της ενεργειακής κρίσης λόγω των πρόσφατων εξελίξεων στη Μέση Ανατολή και κριθεί ότι χρειάζονται νέα μέτρα στήριξης, αυτά θα πρέπει να είναι προσωρινά και στοχευμένα στις ευάλωτες κοινωνικές ομάδες.

**2ον Επιτάχυνση της απορρόφησης και αποτελεσματική αξιοποίηση των πόρων του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης NGEU και του ΕΣΠΑ 2021-2027.** Οι πόροι αυτοί θα πρέπει να κατευθυνθούν σε οικονομικά και περιβαλλοντικά βιώσιμους τομείς υψηλής τεχνολογίας, οι οποίοι έχουν εξαγωγικό προσανατολισμό, καθώς και στη βελτίωση των υποδομών. Κάτι τέτοιο θα επιτρέπει να αντιμετωπιστεί το επενδυτικό κενό και να ενισχυθούν οι επενδύσεις που συνδέονται μεταξύ άλλων με την πράσινη και την ψηφιακή μετάβαση.

**3ον Συνέχιση και ενίσχυση των μεταρρυθμίσεων,** ιδιαίτερα σε τομείς με χρόνιες δυσλειτουργίες, όπως για παράδειγμα η απονομή της δικαιοσύνης. Σημειώνεται ότι η ύπαρξη ενός αποτελεσματικού δικαστικού συστήματος το οποίο βοηθά στην επίλυση οικονομικών διαφορών και την προστασία των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας είναι καθοριστικός παράγοντας για την αύξηση των επενδύσεων και την επιτάχυνση της ανάπτυξης. Αυτό οφείλεται στο ότι οι επενδυτές είναι πιο πρόθυμοι να επενδύσουν σε μια οικονομία όπου τα συμβατικά δικαιώματα και τα δικαιώματα ιδιοκτησίας τους προστατεύονται και όπου μπορούν να προσφύγουν στη δικαιοσύνη και να δικαιωθούν σε σύντομο χρονικό διάστημα εάν αυτά παραβιαστούν. Παράλληλα, η αποτελεσματική λειτουργία της δικαιοσύνης είναι καθοριστική για την αντιμετώπιση αθέμιτων εμπορικών πρακτικών και μονοπωλιακών καταστάσεων, συμβάλλοντας έτσι στην ενίσχυση του ανταγωνισμού, γεγονός που οδηγεί στην αύξηση της παραγωγικότητας και την προώθηση της οικονομικής ανάπτυξης. Επιπλέον, η εύρυθμη λειτουργία της δικαιοσύνης αποτελεί έναν αποτελεσματικό μηχανισμό επιβολής χρηματοοικονομικών συμβάσεων, συμβάλλοντας έτσι στην ανάπτυξη των χρηματαγορών, στη βελτίωση της χρηματοδότησης της οικονομίας και στην επιτάχυνση της οικονομικής μεγέθυνσης. Συνεπώς απαιτούνται δράσεις (κάποιες από τις οποίες περιλαμβάνονται στο σχέδιο Ελλάδα 2.0) που στοχεύουν στον εκ-

συγχρονισμό και την επιτάχυνση της απονομής της δικαιοσύνης, μέσω της αναβάθμισης των δεξιοτήτων των δικαστών, καθώς και των συστημάτων τήρησης αρχείων και πληροφορικής στα δικαστήρια, της υιοθέτησης νομοθεσίας για την παρακολούθηση και βελτίωση της απόδοσης των δικαστικών υπαλλήλων και την αναθεώρηση του δικαστικού χάρτη για όλους τους κλάδους της δικαιοσύνης.

**4ον Βελτίωση του επιχειρηματικού περιβάλλοντος ώστε να ενισχυθούν οι επενδύσεις και η παραγωγικότητα της εργασίας.** Δράσεις προς αυτή την κατεύθυνση περιλαμβάνουν την καταπολέμηση της γραφειοκρατίας και τον ψηφιακό μετασχηματισμό της δημόσιας διοίκησης, αλλά και τη βελτίωση της φορολογικής διοίκησης και την απλοποίηση του φορολογικού συστήματος που θα μπορούσε να ενισχύσει την ασφάλεια δικαίου για τους επενδυτές και να βοηθήσει στην αντιμετώπιση του επενδυτικού κενού. Παράλληλα, απαιτείται η άρση των κανονιστικών περιορισμών στην πρόσβαση και την άσκηση ορισμένων επαγγελματικών υπηρεσιών, οι οποίοι παραμένουν υψηλότεροι από ό,τι κατά μέσο όρο στην ΕΕ, η αύξηση των επιχειρηματικών δαπανών για έρευνα και ανάπτυξη, οι οποίες υπολείπονται του ευρωπαϊκού μέσου όρου, και η βελτίωση του επιπέδου ψηφιοποίησης της οικονομίας.

**5ον Αντιμετώπιση της φοροδιαφυγής.** Η καταπολέμηση της φοροδιαφυγής θα δημιουργήσει επιπλέον δημοσιονομικό χώρο, ικανό για μια ευρύτερη μεταρρύθμιση του φορολογικού συστήματος και την προώθηση της φορολογικής δικαιοσύνης. Μέτρα προς αυτή την κατεύθυνση περιλαμβάνουν: (α) την περαιτέρω διεύρυνση των ηλεκτρονικών συναλλαγών με την επέκταση της χρήσης των φορητών μηχανών διενέργειας συναλλαγών (POS) σε περισσότερες οικονομικές δραστηριότητες, (β) την παροχή κινήτρων για πληρωμές μέσω χρεωστικών καρτών, αλλά και μέσω τραπεζών, (γ) την παροχή κινήτρων με τη μορφή φοροαπαλλαγών για την αποκάλυψη συναλλαγών σε κλάδους υψηλής φοροδιαφυγής, (δ) τη συνέχιση της αναβάθμισης των ηλεκτρονικών εργαλείων της ΑΑΔΕ, που διευρύνει τις δυνατότητες διαχείρισης και αξιοποίησης των πληροφοριών οι οποίες συλλέγονται μέσω των ηλεκτρονικών συναλλαγών και διευκολύνει τη διεξαγωγή αυξημένων και πιο αποτελεσματικών ελέγχων και την επιτυχή επιβολή κυρώσεων, και (ε) την προσπάθεια καλλιέργειας φορολογικής συνείδησης και φορολογικής παιδείας. Με αυτό τον τρόπο η φορολογική πολιτική μπορεί να έχει αναπτυξιακό προσανατολισμό, κατανέμοντας παράλληλα το φορολογικό βάρος πιο δίκαια και αναλογικά.

**6ον Μείωση του λόγου δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ.** Η επάνοδος σε πρωτογενές πλεόνασμα το 2022, καθώς και οι προβλέψεις για επίτευξη πρωτογενούς πλεονάσματος ύψους 1,1% του ΑΕΠ το 2023, παρά τις αποζημιώσεις για τις φυσικές καταστροφές που κρίθηκαν απαραίτητες, και 2,1% του ΑΕΠ το 2024, αποτελούν αναμφισβήτητα ενδείξεις δημοσιονομικής υπευθυνότητας. Ωστόσο, οι εξελίξεις αυτές δεν θα πρέπει να οδηγήσουν σε εφησυχασμό, καθώς το πρωτογενές πλεόνασμα σε κυκλικά διορθωμένους όρους υπολείπεται ακόμη του 2% του ΑΕΠ, γεγονός που σημαίνει ότι δεν δημιουργείται το απαραίτητο δημοσιονομικό απόθεμα ασφαλείας. Παρότι δεν υπάρχουν άμεσοι κίνδυνοι για το δημόσιο χρέος από την άνοδο των επιτοκίων, εξαιτίας των ευνοϊκών χαρακτηριστικών του, θα πρέπει να τονιστεί ότι αυτά 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. Δύο είναι οι προϋποθέσεις προκειμένου να αξιοποιηθεί αυτό το παράθυρο ευκαιρίας. Πρώτον, η διαφύλαξη της δημοσιονομικής αξιοπιστίας. Κάτι τέτοιο απαιτεί τη δημιουργία αποθεμάτων σε περιόδους ευνοϊκής οικονομικής συγκυρίας, γεγονός που αποτρέπει την ανάγκη άσκησης συσταλτικής πολιτικής σε περιόδους δυσμενούς συγκυρίας με σκοπό τη διατήρηση της δημοσιονομικής βιωσιμότητας. Δεύτερον, δεδομένης της υψηλής αβεβαιότητας, ο μεσοπρόθεσμος σχεδιασμός της δημοσιονομικής πολιτικής θα πρέπει να δίνει μεγάλη έμφαση στην αξιολόγηση των κινδύνων και στη δημιουργία ικανών δημοσιονομικών αποθεμάτων διαχρονικά, ώστε να υπάρχει δυνατότητα στήριξης της οικονομίας σε περιόδους κρίσης.

**7ον Αντιμετώπιση των προκλήσεων των φυσικών καταστροφών εξαιτίας της κλιματικής αλλαγής.** Η πρόσφατη εμπειρία των καταστροφικών επιπτώσεων της κλιματικής αλλαγής, και ειδικότερα στην περιοχή του ευρωπαϊκού νότου, κατέδειξε την ανάγκη πρόβλεψης ειδικών κονδυλίων για έργα προσαρμογής και για την παροχή έκτακτης βοήθειας, πέρα από τις απαραίτητες επενδύσεις για έργα μετριασμού των επιπτώσεων της κλιματικής κρίσης σε μεσομακροπρόθεσμο ορίζοντα. Το αυξημένο κόστος των φυσικών καταστροφών θα πρέπει να καλύπτεται είτε από ευρωπαϊκά κονδύλια είτε από πρόσθετες πηγές εθνικών εσόδων, ώστε να μη διαταράσσεται η δημοσιονομική σταθερότητα. Παράλληλα, η συνεισφορά του ιδιωτικού τομέα στην αντιμετώπιση των κινδύνων της κλιματικής αλλαγής, μέσω της προώθησης της ιδιωτικής ασφάλισης περιουσιακών στοιχείων, κρίνεται επιβεβλημένη, καθώς ο δημόσιος τομέας δεν δύναται να αναλάβει μόνος του όλο το βάρος των αποζημιώσεων και της αποκατάστασης των υποδομών.

**8ον Αντιμετώπιση του προβλήματος της αναντιστοιχίας μεταξύ ζητούμενων και προσφερόμενων θέσεων εργασίας και η αύξηση της συμμετοχής των γυναικών στο εργατικό δυναμικό.** Για να αντιμετωπιστεί η αναντιστοιχία μεταξύ ζητούμενων και προσφερόμενων θέσεων εργασίας, απαιτούνται, μεταξύ άλλων, η συνέχιση και η αναβάθμιση της τεχνικής εκπαίδευσης, η κατάρτιση των μακροχρόνια ανέργων στις νέες δεξιότητες, αλλά και η συνεχής ανάπτυξη και χρήση των δεξιοτήτων των εργαζομένων σε όλη τη διάρκεια του εργασιακού τους βίου. Επίσης, θα πρέπει να δοθούν κίνητρα για επενδύσεις σε τομείς υψηλής τεχνολογίας, είτε μέσω συγχρηματοδοτήσεων είτε μέσω βελτιώσεων του φορολογικού πλαισίου, ώστε οι υψηλά καταρτισμένοι εργαζόμενοι να παραμένουν στη χώρα. Χρειάζεται επίσης να δημιουργηθούν μηχανισμοί για την αντιστοίχιση των δεξιοτήτων του εργατικού δυναμικού με τις ανάγκες της αγοράς εργασίας. Εξίσου απαραίτητες παραμένουν οι παρεμβάσεις για να ενισχυθεί το πλέγμα ενταξιοποίησης της οικογενειακής και επαγγελματικής ζωής, για την ένταξη και παραμονή στην αγορά εργασίας του οικονομικά μη ενεργού πληθυσμού και κυρίως των γυναικών, που θα συντελέσει στην οικονομική ανάπτυξη και στη διατήρηση της κοινωνικής συνοχής.

**9ον Περαιτέρω ενίσχυση της ανθεκτικότητας του τραπεζικού τομέα.** Η ποιότητα των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων των ελληνικών τραπεζών παραμένει χαμηλή, καθώς οι οριστικές και εκκαθαρισμένες αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις (DTC) εξακολουθούν να αποτελούν μεγάλο μέρος των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων των τραπεζών. Επιπλέον, οι ελληνικές τράπεζες καλούνται να αντιμετωπίσουν προκλήσεις το επόμενο διάστημα, όπως η ενδεχόμενη αύξηση του κόστους χρηματοδότησης (μεταξύ άλλων λόγω της επίπτωσης από τις εκδόσεις ομολόγων με σκοπό την κάλυψη της Ελάχιστης Απαιτήσης Ιδίων Κεφαλαίων και Επιλέξιμων Υποχρεώσεων – MREL) και η ανάγκη για περαιτέρω μείωση του δείκτη ΜΕΔ στο επίπεδο του ευρωπαϊκού μέσου όρου, σε ένα περιβάλλον αυξημένων επιτοκίων για μακρότερο χρονικό διάστημα. Στο πλαίσιο αυτό, οι τράπεζες οφείλουν να ενισχύσουν περαιτέρω τα κεφαλαιακά τους αποθέματα αξιοποιώντας την αυξημένη κερδοφορία, η οποία διαμορφώνει ευνοϊκές συνθήκες για την εσωτερική δημιουργία κεφαλαίου. Τέλος, απαιτείται περαιτέρω διερεύνηση της διασύνδεσης των κινδύνων της κλιματικής αλλαγής με το χρηματοπιστωτικό σύστημα.

**10ον Αντιμετώπιση του ιδιωτικού χρέους που είναι εκτός τραπεζικού τομέα.** Αυτό μπορεί να επιτευχθεί με την παροχή διατηρήσιμων λύσεων ρύθμισης για τους “βιώσιμους” πιστούχους και τη ρευστοποίηση των εμπράγματων εξασφαλίσεων για τις υπόλοιπες περιπτώσεις. Εν προκειμένω, ο ρόλος των εταιριών διαχείρισης απαιτήσεων από δάνεια και πιστώσεις είναι ιδιαίτερα σημαντικός. Η ενσωμάτωση της Οδηγίας 2021/2167, που θέτει το νέο νομοθετικό πλαίσιο των εν λόγω εταιριών διαχείρισης, αναμένεται να λειτουργήσει υποστηρικτικά, μεταξύ άλλων, σε θέματα εταιρικής διακυβέρνησης, αλλά και δίκαιης μεταχείρισης των δανειοληπτών. Στην αντιμετώπιση του προβλήματος αναμένεται να βοηθήσουν και οι βελτιώσεις στον εξωδικαστικό μηχανισμό και ιδίως η λειτουργία του φορέα απόκτησης και επαναμίσθωσης ακινήτων.

**11ον Προσέλκυση ξένων επενδυτικών κεφαλαίων,** η οποία θα βοηθήσει στην περαιτέρω μείωση του επενδυτικού κενού (το οποίο, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, έχει υποχωρήσει από 11,5% το 2019 σε 8,7% του ΑΕΠ το 2022). Προς το σκοπό αυτό, απαιτείται

βελτίωση του επιχειρηματικού περιβάλλοντος, ώστε να διευκολυνθεί η εισροή ξένων άμεσων επενδύσεων. Ταυτόχρονα όμως απαιτείται και η αναβάθμιση των δυνατοτήτων χρηματοδότησης των ελληνικών επιχειρήσεων μέσω διεθνών επενδύσεων χαρτοφυλακίου (υπό τη μορφή εκδόσεων χρέους και μετοχικών συμμετοχών). Η διαφοροποίηση των πηγών χρηματοδότησης με αξιοποίηση των κεφαλαιαγορών, καθώς και μετοχικών σχημάτων τύπου Venture Capital (που επενδύουν σε νέες επιχειρήσεις υψηλής τεχνολογίας) και Private Equity (που επενδύουν σε επιχειρήσεις μη εισηγμένες στο χρηματιστήριο), ή μέσω εναλλακτικών πηγών όπως η συμμετοχική χρηματοδότηση (crowdfunding), η λειτουργία των επιχειρηματικών αγγέλων (business angels) και οι επιταχυντές των νεοφυών επιχειρήσεων (startup accelerators), είναι απαραίτητη προϋπόθεση ώστε να βελτιωθεί η πρόσβαση στη χρηματοδότηση και να επιταχυνθεί η υλοποίηση νέων ιδιωτικών επενδύσεων, ιδίως στον τομέα της τεχνολογίας. Ωστόσο, κάτι τέτοιο απαιτεί και βελτίωση της ποιότητας των λογιστικών καταστάσεων και συνολικά της εταιρικής διακυβέρνησης, ώστε να ξεπεραστούν προβλήματα ασύμμετρης πληροφόρησης που εμποδίζουν την είσοδο δυνητικά ενδιαφερόμενων διεθνών επενδυτών.

\*\*\*

Η εδραίωση της εμπιστοσύνης των διεθνών επενδυτών στις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας επισφραγίστηκε με την αναβάθμιση του αξιόχρεου του Ελληνικού Δημοσίου στην επενδυτική κατηγορία. Η αναβάθμιση αυτή αποτελεί πολύ σημαντική εξέλιξη, διότι μετριάζει τις επιπτώσεις των αυξήσεων των επιτοκίων στο κόστος δανεισμού του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα, με θετικές επιδράσεις στην πραγματική οικονομία. Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλαν η σταθερά βελτιούμενη δημοσιονομική θέση της χώρας με την πολύ σημαντική αποκλιμάκωση του λόγου του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ, η εξυγίανση του τραπεζικού συστήματος και η υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων και επενδύσεων του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, που είχε ως αποτέλεσμα την επίτευξη ικανοποιητικών ρυθμών ανάπτυξης για το 2023.

Παρά τις αλληπάλληλες διεθνείς κρίσεις και την υψηλή αβεβαιότητα εξαιτίας των γεωπολιτικών εντάσεων, η ελληνική οικονομία προβλέπεται να αναπτυχθεί με ταχύτερους ρυθμούς σε σύγκριση με την ευρωζώνη εφέτος αλλά και τα επόμενα χρόνια, ενισχύοντας τη διαδικασία σύγκλισης του πραγματικού κατά κεφαλήν ΑΕΠ με τα μέσα επίπεδα της ευρωζώνης. Ωστόσο, οι θετικές προοπτικές δεν πρέπει να οδηγούν σε εφησυχασμό, καθώς η τρέχουσα διαβάθμιση του Ελληνικού Δημοσίου υπολείπεται αισθητά της πιστοληπτικής αξιολόγησης που είχε το 2009, αλλά και της μέσης πιστοληπτικής αξιολόγησης που έχουν σήμερα οι χώρες της ευρωζώνης. Συνεπώς απαιτείται υπευθυνότητα και συνέχιση της προσπάθειας ώστε να διατηρηθεί η εμπιστοσύνη των διεθνών επενδυτών στην ασκούμενη οικονομική πολιτική και να συνεχιστούν οι αναβαθμίσεις της πιστοληπτικής αξιολόγησης του Ελληνικού Δημοσίου.

Βασικοί πυλώνες αυτής της προσπάθειας θα πρέπει να είναι η συνέχιση της συνετής δημοσιονομικής διαχείρισης, η αξιοποίηση των διαθέσιμων ευρωπαϊκών πόρων σε στρατηγικούς τομείς της οικονομίας και η υλοποίηση των αναγκαίων μεταρρυθμίσεων. Η συνετή δημοσιονομική διαχείριση μέσω της επίτευξης πρωτογενών πλεονασμάτων θα οδηγήσει στην ταχεία υποχώρηση του λόγου δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ, ακόμη και όταν υποχωρήσει ο πληθωρισμός στο επίπεδο του μεσοπρόθεσμου στόχου της ΕΚΤ. Η απορρόφηση και η αξιοποίηση των διαθέσιμων ευρωπαϊκών πόρων θα στηρίξουν την αύξηση των επενδύσεων, οι οποίες θα προωθήσουν επίσης την πράσινη και ψηφιακή μετάβαση της ελληνικής οικονομίας. Η εφαρμογή των αναγκαίων μεταρρυθμίσεων, που θα έχουν ως αποτέλεσμα την περαιτέρω μείωση του αποθέματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων, την αποτελεσματική καταπολέμηση της εκτεταμένης φοροδιαφυγής, την επιτάχυνση της απονομής της δικαιοσύνης, την άρση των στρεβλώσεων που παραμένουν στις αγορές αγαθών και υπηρεσιών και που οδηγούν σε ολιγοπωλιακές δομές σε αρκετούς τομείς της ελληνικής οικονομίας και την αύξηση της συμμετοχής των γυναικών στο εργατικό δυναμικό, θα ενισχύσουν την παραγωγικότητα και τη διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα και, μαζί με την άνοδο των επενδύσεων, θα οδηγήσουν σε υψηλότερο δυνητικό ρυθμό ανάπτυξης και σε ενίσχυση της κοινωνικής συνοχής.

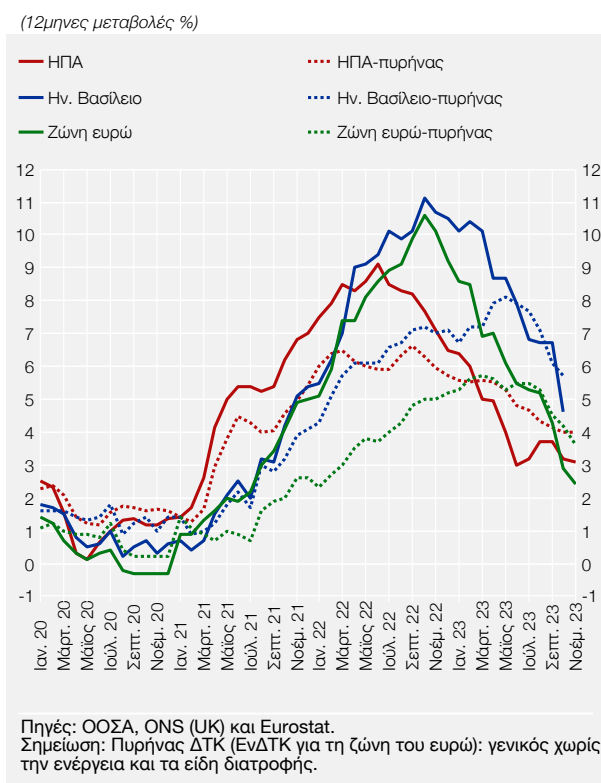




# ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Η παγκόσμια οικονομική μεγέθυνση επιβραδύνθηκε το 2023, εν μέσω αυξημένης απόκλισης των εξελίξεων και των προοπτικών μεταξύ των μεγάλων οικονομιών. Το πρώτο εξάμηνο η παγκόσμια οικονομία υπήρξε ανθεκτικότερη σε σχέση με ό,τι προβλεπόταν την άνοιξη, ωστόσο το παγκόσμιο ΑΕΠ συνέχισε να εξασθενεί, επιβαρυνόμενο από ένα συνδυασμό κυκλικών, διαρθρωτικών και έκτακτων παραγόντων. Αφενός η αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής, η σταδιακή απόσυρση της δημοσιονομικής στήριξης, ο επίμονα υψηλός πληθωρισμός, αν και μειούμενος, και το υψηλό χρέος και αφετέρου οι επιπτώσεις του πολέμου στην Ουκρανία, ο γεωοικονομικός κατακερματισμός και η εκ νέου αύξηση της αβεβαιότητας από τον Οκτώβριο λόγω των γεωπολιτικών εντάσεων στη Μέση Ανατολή επέδρασαν αρνητικά στην οικονομική δραστηριότητα και στις προσδοκίες. Παράλληλα, ο πληθωρισμός συνέχισε να υποχωρεί, ως αποτέλεσμα της αύξησης των επιτοκίων πολιτικής και της υποχώρησης των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων, αν και ο πυρήνας του παραμένει επίμονα υψηλός (βλ. Διάγραμμα II.1). Ο γενικός πληθωρισμός δεν αναμένεται να επιστρέψει στα επίπεδα-στόχους των κεντρικών τραπεζών τουλάχιστον έως το 2025 στις περισσότερες περιπτώσεις, σύμφωνα με την εκτίμηση του ΔΝΤ. Οι κίνδυνοι για την παγκόσμια οικονομία παραμένουν αυξημένοι. Η έντονη γεωπολιτική αβεβαιότητα, η διάβρωση των πραγματικών εισοδημάτων από τον πληθωρισμό και το υψηλό κόστος εξυπηρέτησης δανείων θα εξακολουθήσουν να έχουν επίπτωση στην οικονομική δραστηριότητα το 2024 και ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ αναμένεται ότι θα επιβραδυνθεί οριακά.

Διάγραμμα II.1 Πληθωρισμός προηγμένων οικονομιών: γενικός και πυρήνας



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

Η παγκόσμια οικονομία εμφανίζει αξιοσημείωτη ανθεκτικότητα, παρά τις αλληπάλληλες κρίσεις που αντιμετωπίζει. Ο ρυθμός μεταβολής του παγκόσμιου ΑΕΠ επιβραδύνθηκε, αλλά παρέμεινε θετικός το 2023, ενώ σημαντική ετερογένεια εξελίξεων καταγράφεται μεταξύ των μεγάλων οικονομιών. Ο ρυθμός ανάπτυξης το 2023 στις ΗΠΑ, την Ιαπωνία και την Κίνα αναμένεται ότι θα επιταχυνθεί, ενώ στη ζώνη του ευρώ, η οποία υπέστη το ισχυρότερο πλήγμα από την ενεργειακή κρίση, θα επιβραδυνθεί σημαντικά. Ο παγκόσμιος πληθωρισμός, αν και συνεχίζει να υποχωρεί χάρη στην ομαλοποίηση των τιμών της ενέργειας και στην αποφασιστική του αντιμετώπιση από τις κεντρικές τράπεζες, παραμένει σε υψηλά επίπεδα και οι δευτερογενείς επιδράσεις φαίνεται ότι ενσωματώνονται σταδιακά στον πυρήνα του. Οι κίνδυνοι

<sup>1</sup> Η ανάλυση βασίζεται σε πληροφορίες και στοιχεία διαθέσιμα έως 15.12.2023.

που περιβάλλουν τις προβλέψεις για την οικονομική μεγέθυνση και τον πληθωρισμό παραμένουν σημαντικοί.

Η κλιμάκωση της γεωπολιτικής αβεβαιότητας, ο γεωοικονομικός κατακερματισμός, η ασθενέστερη παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα και η σχετική ενίσχυση της ζήτησης υπηρεσιών έναντι αγαθών έκαμψαν το διεθνές εμπόριο το 2023. Οι διεθνείς τιμές του αργού πετρελαίου και του φυσικού αερίου υποχώρησαν το 2023 από τα υψηλά επίπεδα του προηγούμενου έτους, παρά τους περιορισμούς από την πλευρά της προσφοράς. Η εν λόγω υποχώρηση οφείλεται κυρίως στην κάμψη της παγκόσμιας ενεργειακής ζήτησης, εξαιτίας της χαμηλότερης οικονομικής μεγέθυνσης και των ευνοϊκών καιρικών συνθηκών, καθώς και στο γεγονός ότι τα ενεργειακά αποθέματα της Ευρώπης βρίσκονται σε ιστορικά υψηλά επίπεδα.

Η δημοσιονομική πολιτική το 2023 αναμένεται ελαφρώς επεκτατική στις προηγμένες οικονομίες, κυρίως λόγω της έντονης δημοσιονομικής επέκτασης στις ΗΠΑ. Για το 2024 όμως προβλέπεται μεταβολή της προς περιοριστική κατεύθυνση, η οποία θα συμβάλει στην αναπλήρωση των δημοσιονομικών αποθεμάτων ασφαλείας (fiscal buffers) και στο μετριασμό των δημοσιονομικών κινδύνων, ενώ παράλληλα θα υποβοηθήσει την προσπάθεια των κεντρικών τραπεζών για αποκλιμάκωση του πληθωρισμού. Η νομισματική πολιτική παρέμεινε συσταλτική το δεύτερο εξάμηνο του 2023, με ηπιότερο όμως ρυθμό στις περισσότερες οικονομίες λόγω του μειούμενου πληθωρισμού και των ανησυχιών για περαιτέρω οικονομική επιβράδυνση. Τα βασικά επιτόκια πολιτικής στα μέσα Δεκεμβρίου είχαν καθοριστεί στο 5,25%-5,50% στις ΗΠΑ, στο 5,25% στο Ηνωμένο Βασίλειο και στο 4,50% στη ζώνη του ευρώ.

Στη ζώνη του ευρώ οι οικονομικές προοπτικές επιδεινώθηκαν το 2023, αντανακλώντας κυρίως τη διαμόρφωση πιο περιοριστικών χρηματοπιστωτικών συνθηκών, τη μεγάλη επιβράδυνση του διεθνούς εμπορίου, την ανατίμηση του ευρώ και την κάμψη της επιχειρηματικής και καταναλωτικής εμπιστοσύνης. Αντιθέτως, η σταδιακή αποκλιμάκωση του πληθωρισμού λόγω της συσταλτικής νομισματικής πολιτικής και η ανθεκτικότητα της αγοράς εργασίας είχαν θετική συμβολή στην οικονομική μεγέθυνση. Σύμφωνα με το βασικό σενάριο των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Δεκέμβριος 2023), το ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 0,6% το 2023, έναντι 3,4% το 2022. Το 2024 το ΑΕΠ προβλέπεται ότι θα ανακάμψει μερικώς κατά 0,8%, εξαιτίας της ενίσχυσης των πραγματικών εισοδημάτων και της σταδιακής ανάκαμψης της εξωτερικής ζήτησης. Αντίθετα η προηγούμενη αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής και η άρση των δημοσιονομικών μέτρων στήριξης θα περιορίσουν την αναπτυξιακή δυναμική. Εκτός από την ενεργειακή μετάβαση και τη στρατηγική αυτονομία, η σημαντικότερη πρόκληση για την ευρωπαϊκή οικονομία εξακολουθεί να είναι η διατηρήσιμη βελτίωση της παραγωγικότητας και της διεθνούς ανταγωνιστικότητάς της.

Οι οικονομίες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης και της Τουρκίας επίσης επιβραδύνθηκαν το 2023, επηρεαζόμενες αρνητικά από τις συνέπειες του πολέμου στην Ουκρανία, την επιβράδυνση του διεθνούς εμπορίου, τον υψηλό πληθωρισμό και τις αυστηρότερες νομισματικές συνθήκες, ωστόσο αναμένεται ότι θα ανακάμψουν το 2024.

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

### 2.1 Παγκόσμια οικονομία

Η παγκόσμια οικονομία διέρχεται φάση ομαλής προσγείωσης, επιδεικνύοντας μεγάλη ανθεκτικότητα στην τριπλή κρίση (πανδημική, ενεργειακή και κόστους διαβίωσης), ενώ ο κίνδυνος στασιμοπληθωρισμού αποσοβήθηκε μετά τις καίριες παρεμβάσεις της οικονομικής πολιτικής. Ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ εκτιμάται από το ΔΝΤ (Οκτώβριος 2023) ότι θα επιβραδυνθεί από 3,5% το 2022 σε 3,0% το 2023 και 2,9% το 2024, εν μέσω σημαντικών αποκλίσεων στις εξελίξεις μεταξύ μεγάλων οικονομιών. Η ολοκλήρωση του κύκλου μεταπανδημικής ανάκαμψης ιδίως των

Πίνακας ΙΙ.1 Βασικά μακροοικονομικά μεγέθη της παγκόσμιας οικονομίας

	Αριθμός κρατών	Μερίδιο στο ΑΕΠ <sup>1</sup> %	ΑΕΠ (ετήσιες % μεταβολές όγκου)			Πληθωρισμός <sup>2</sup> (ετήσιες % μεταβολές)			Δημοσιονομικό αποτέλεσμα <sup>3</sup> (% του ΑΕΠ)			Ακαθάριστο δημόσιο χρέος (% του ΑΕΠ)			Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)		
			2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Παγκόσμιο σύνολο	196	100,0	3,5	3,0	2,9	8,7	6,9	5,8	-	-	-	-	-	-	-	-	
1. Προηγμένες οικονομίες	41	41,7	2,6	1,5	1,4	7,3	4,6	3,0	-3,3	-5,2	-4,4	112,3	112,1	112,8	-0,4	0,2	0,3
ΗΠΑ		37,3	1,9	2,4	1,5	8,0	4,1	2,8	-4,0	-7,8	-7,0	119,8	120,9	123,8	-3,8	-3,1	-3,0
Ιαπωνία		9,0	0,9	1,7	1,0	2,5	3,2	2,9	-5,8	-5,2	-4,4	245,6	244,8	244,8	1,8	3,4	3,8
Ην. Βασίλειο		5,4	4,3	0,6	0,5	7,9	7,3	3,6	-4,6	-3,7	-2,9	100,4	97,4	96,5	-3,1	-2,1	-2,3
Ζώνη του ευρώ	20	28,9	3,4	0,6	0,8	8,4	5,4	2,7	-3,6	-3,1	-2,8	90,9	88,7	88,3	-0,7	1,2	1,0
2. Αναδύομενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες	155	58,3	4,1	4,0	4,0	9,8	8,5	7,8	-5,0	-5,5	-5,4	64,2	67,0	68,6	1,5	0,5	0,4
Κίνα		31,6	3,0	5,2	4,7	1,9	0,4	1,0	-6,5	-6,6	-6,7	77,0	83,0	87,4	2,2	1,6	1,1
Ρωσία		5,0	-2,1	2,2	1,1	13,8	5,3	6,3	-1,4	-3,7	-2,6	18,9	21,2	21,8	10,5	3,4	4,0

Πηγές: IMF, *World Economic Outlook database* και *Fiscal Monitor*, October 2023 και OECD, *Economic Outlook*, November 2023. Για το Ηνωμένο Βασίλειο: European Commission, *European Economic Forecast, Autumn 2023*, November 2023. Για τη ζώνη του ευρώ: ECB, *Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area*, December 2023.

Σημείωση: Για το 2023 εκτιμήσεις και το 2024 προβλέψεις.

1 Ποσοστό συμμετοχής στο παγκόσμιο ΑΕΠ το 2022, με βάση τις ισοτιμίες αγοραστικών δυνάμεων (PPP).

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

3 Της γενικής κυβέρνησης.

υπηρεσιών, οι αυστηρότερες νομισματικές συνθήκες για την αποφυγή εδραίωσης πληθωριστικών προσδοκιών, καθώς και οι συνέπειες της πρωτοφανούς ανόδου των διεθνών τιμών της ενέργειας του προηγούμενου έτους, έχουν σημαντική επίπτωση στην παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα. Σημαντικότερη επιβράδυνση αντιμετωπίζουν οι προηγμένες οικονομίες.

Στις **ΗΠΑ** ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ επιταχύνθηκε σημαντικά στο 5,2% το γ' τρίμηνο του 2023, από 2,1% και 2,2% το β' και α' τρίμηνο αντιστοίχως (σε ετησιοποιημένη βάση). Γενικά, αυτή η θετική εξέλιξη του ΑΕΠ οφείλεται στην επιτάχυνση όλων των συνιστωσών της εγχώριας ζήτησης, κυρίως της ιδιωτικής κατανάλωσης, αλλά και στην ανάκαμψη των επενδύσεων σε κατοικίες μετά από πολλά τρίμηνα υποχώρησης. Οι καθαρές εξαγωγές δεν επηρέασαν σημαντικά το ΑΕΠ το γ' τρίμηνο, καθώς η αύξηση των εξαγωγών αντισταθμίστηκε από αύξηση των εισαγωγών. Το ποσοστό ανεργίας βρισκόταν στο 3,7% το Νοέμβριο του 2023 (έναντι 3,9% τον Οκτώβριο), αυξημένο κατά 0,1 της ποσοστιαίας μονάδας σε σχέση με το Νοέμβριο του 2022. Σύμφωνα με το ΔΝΤ (Οκτώβριος 2023), το ποσοστό ανεργίας αναμένεται ότι θα διαμορφωθεί σε 3,6% το 2023 και σε 3,8% το 2024. Ο δωδεκάμηνος ρυθμός πληθωρισμού, με βάση το δείκτη τιμών καταναλωτή (ΔΤΚ), υποχώρησε σε 3,1% το Νοέμβριο από 3,2% τον Οκτώβριο. Σύμφωνα με τις πιο πρόσφατες προβλέψεις του ΔΝΤ, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ των ΗΠΑ αναθεωρήθηκε σημαντικά προς τα πάνω και αναμένεται να διατηρηθεί στο 2,1% για το 2023, ενώ για το 2024 αναμένεται επιβράδυνση στο 1,5%. Οι αναθεωρημένες προς τα πάνω προβλέψεις οφείλονται στην αυξημένη οικονομική δραστηριότητα κατά το β' και γ' τρίμηνο και στην ανθεκτικότητα της κατανάλωσης, εν μέρει υποστηριζόμενες από την επεκτατική δημοσιονομική πολιτική. Ωστόσο, με την ηπιότερη αύξηση των μισθών και τη σταδιακή μείωση των αποταμιεύσεων που είχαν συσσωρευθεί στη διάρκεια της πανδημίας, αναμένεται ότι η ανάπτυξη θα επιβραδυνθεί το 2024. Στις νεότερες προβλέψεις του Νοεμβρίου η Ευρωπαϊκή Επιτροπή και ο ΟΟΣΑ είναι πιο αισιόδοξοι για το 2023, με τον εκτιμώμενο ρυθμό να αυξάνεται στο 2,4%, κυρίως λόγω της ανθεκτικής αγοράς εργασίας και της κρατικής στήριξης των επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου, ενώ για το 2024 προβλέπεται παρόμοια με το ΔΝΤ επιβράδυνση στο 1,4-1,5%.

Στο **Ηνωμένο Βασίλειο** το ΑΕΠ παρέμεινε στάσιμο το γ' τρίμηνο του 2023, έναντι αύξησης κατά 0,2% το β' τρίμηνο. Η κατανάλωση των νοικοκυριών μειώθηκε κατά 0,4%, μετά από αύξηση



0,5% που είχε καταγράψει το προηγούμενο τρίμηνο. Οι επενδύσεις σε πάγιο κεφάλαιο μειώθηκαν κατά 2,0%, ενώ οι δημόσιες δαπάνες περιορίστηκαν κατά 0,5%, κυρίως λόγω μειωμένων δαπανών στους τομείς της υγείας και της εκπαίδευσης. Από τον ΟΟΣΑ εκτιμάται ότι συνολικά στο έτος οι καθαρές εξαγωγές είχαν ελαφρά θετική συμβολή στο ΑΕΠ, καθώς οι εισαγωγές υποχώρησαν ταχύτερα από ό,τι οι εξαγωγές. Ο ετήσιος πληθωρισμός με βάση τον ΔΤΚ μειώθηκε σε 4,6% τον Οκτώβριο του 2023 από 6,7% τον Αύγουστο και το Σεπτέμβριο. Το ποσοστό ανεργίας παρέμεινε σταθερό στο 4,2% τους τρεις μήνες από Αύγουστο έως Οκτώβριο 2023. Το ΔΝΤ εκτιμά σημαντική επιβράδυνση του ΑΕΠ από 4,1% το 2022 σε 0,5% το 2023, ενώ σε παρόμοια επίπεδα διαμορφώνεται και η πιο πρόσφατη εκτίμηση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, από 4,3% το 2022 σε 0,6% το 2023. Η επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης σε σύγκριση με το 2022 αντανακλά την αυστηρότερη νομισματική πολιτική και τις επιπτώσεις του υψηλού πληθωρισμού στα εισοδήματα και στους όρους εμπορίου.

Στις **αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες** ως σύνολο ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ αναμένεται να εξασθενήσει οριακά στο 4,0% το 2023, αλλά παρατηρούνται σημαντικές διαφοροποιήσεις μεταξύ τους, με την οικονομία της Κίνας και τις αναδυόμενες οικονομίες της Ευρώπης να επιταχύνονται το 2023, ενώ εκείνες της Ινδίας, της Λατινικής Αμερικής και της Μέσης Ανατολής να επιβραδύνονται. Ωστόσο στην Κίνα οι χαμηλές επενδύσεις, η συνεχιζόμενη κρίση στην αγορά ακινήτων και το υποτονικό διεθνές εμπόριο συντείνουν σε εκ νέου επιβράδυνση στο 4,7% το 2024.

Ο **παγκόσμιος πληθωρισμός** διαμορφώθηκε σε 5,3% το β' τρίμηνο του 2023, έχοντας υποδιπλασιαστεί σε σχέση με το β' τρίμηνο του 2022, οπότε είχε κορυφωθεί στο 11,6%. Ανάμεσα στις μεγάλες οικονομίες, ο γενικός ετήσιος πληθωρισμός παρουσιάζει διαφοροποιήσεις: τον Οκτώβριο ήταν -0,2% στην Κίνα, 2,9% στη ζώνη του ευρώ, 3,2% στις ΗΠΑ και 4,6% στο Ηνωμένο Βασίλειο (βλ. Διάγραμμα ΙΙ.1). Η υποχώρηση του γενικού πληθωρισμού, η οποία αποδείχθηκε βραδύτερη των προσδοκιών, οφείλεται στην αποκλιμάκωση των τιμών της ενέργειας και σε μικρότερο βαθμό των τροφίμων. Ο υποκείμενος (πυρήνας) παγκόσμιος πληθωρισμός υποχώρησε επίσης, αλλά με βραδύτερο ρυθμό έναντι του γενικού πληθωρισμού, και το β' τρίμηνο του 2023 διαμορφώθηκε στο 4,9% από το μέγιστο 8,5% που είχε καταγραφεί το β' τρίμηνο του 2022. Οι κύριοι παράγοντες που διατηρούν τον πυρήνα του πληθωρισμού σε υψηλά επίπεδα διαφέρουν σημαντικά από τη μία οικονομία στην άλλη, αλλά κατά βάση εντοπίζονται τόσο στην πλευρά της συνολικής ζήτησης (στενότητα στην αγορά εργασίας, έκτακτες δημοσιονομικές ενισχύσεις την περίοδο της πανδημίας κ.λπ.) όσο και στην πλευρά της προσφοράς, λόγω της σταδιακής μετακύλισης του αυξημένου κόστους πρώτων υλών και ενδιάμεσων αγαθών. Η κερδοφορία των επιχειρήσεων αυξήθηκε σημαντικά τα δύο προηγούμενα έτη, καθώς οι τελικές τιμές αυξήθηκαν ταχύτερα από τους μισθούς. Από το 2023 ωστόσο το κόστος εργασίας αυξάνεται ταχύτερα, ιδίως στις ΗΠΑ. Μελέτες δείχνουν ότι τα περιθώρια κέρδους (mark-ups) των επιχειρήσεων ενδέχεται να σταθεροποιήθηκαν ή και να υποχώρησαν σε οικονομίες όπως της Γερμανίας και της Ιταλίας το 2022,<sup>2</sup> συνεπώς δεν φαίνεται να συμβάλλουν πλέον στην άνοδο του πληθωρισμού. Ο γενικός πληθωρισμός δεν αναμένεται να υποχωρήσει στα επίπεδα-στόχους των κεντρικών τραπεζών τουλάχιστον έως το 2025 στις περισσότερες περιπτώσεις, σύμφωνα με την εκτίμηση του ΔΝΤ. Για το 2024 αναμένεται ότι θα υποχωρήσει στο 3,0% στις προηγμένες και στο 7,8% στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες.

Οι **κίνδυνοι** για την παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα παραμένουν σοβαροί και καθοδικοί. Η επιβράδυνση της οικονομίας της Κίνας αποκτά περισσότερο διαρθρωτικά χαρακτηριστικά και ο κίνδυνος επιδείνωσης της κρίσης στην εκεί αγορά ακινήτων εγκυμονεί κινδύνους για την παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα. Οι διεθνείς τιμές των βασικών εμπορευμάτων ενδέχεται να παρουσιάσουν εκ νέου υψηλή μεταβλητότητα υπό το βάρος της κλιματικής αλλαγής και της κλιμάκωσης των γεωπολιτικών εντάσεων. Τα δημοσιονομικά περιθώρια αντιμετώπισης των κρί-

2 Cologna, F., R. Torrini and E. Viviano (2023), "The profit share and firm mark-up: how to interpret them?", Banca d'Italia Occasional Papers 770.

σεων έχουν εξαντληθεί σε πολλές οικονομίες και το δημόσιο χρέος και το αυξημένο κόστος εξυπηρέτησής του καθιστούν αναγκαία την άσκηση περιοριστικής δημοσιονομικής πολιτικής για αποφυγή του κινδύνου απώλειας της εμπιστοσύνης στη βιωσιμότητά του. Παράλληλα, ο υποκείμενος πληθωρισμός παραμένει υψηλός και, δεδομένης της στενότητας στην αγορά εργασίας και της συνεχιζόμενης ευνοϊκής επίδρασης στην κατανάλωση από τις αυξημένες αποταμιεύσεις σε πολλές μεγάλες οικονομίες, ο κίνδυνος εμμονής του πληθωρισμού σε υψηλά επίπεδα αναγκάζει τις νομισματικές αρχές σε διατήρηση της συσταλτικής τους πολιτικής για μακρότερο χρονικό διάστημα.

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

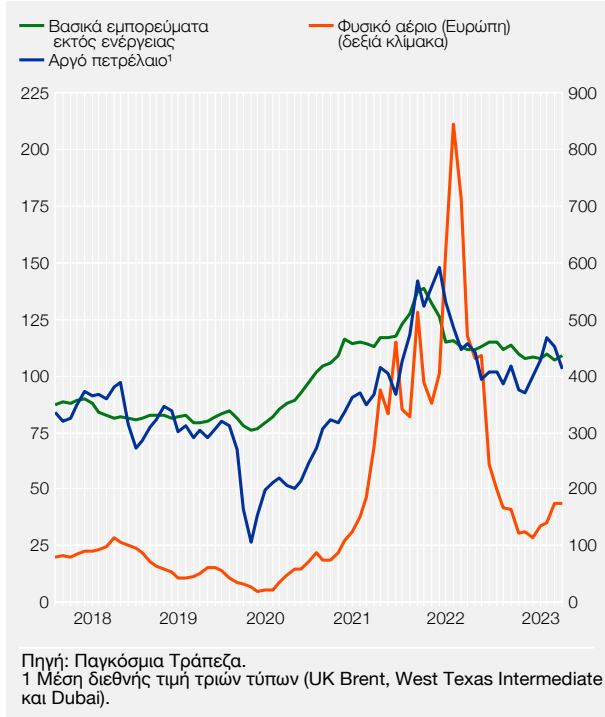
Κατά τη διάρκεια του 2023 η κλιμάκωση της γεωπολιτικής αβεβαιότητας, η ασθενέστερη παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα και η σχετική ενίσχυση της ζήτησης υπηρεσιών έναντι αγαθών έκαμψαν το διεθνές εμπόριο. Παράλληλα, η ισχυρή ανατίμηση του δολαρίου ΗΠΑ κατά το προηγούμενο έτος συνέβαλε στην περαιτέρω εξασθένηση των διεθνών εμπορικών ροών. Παρά την εξομάλυνση των προβλημάτων στις παγκόσμιες εφοδιαστικές αλυσίδες, ενισχύθηκαν οι περιορισμοί στο εμπόριο σε σύγκριση με τα προπανδημικά επίπεδα, με αποτέλεσμα τη διατήρηση της μεγέθυνσής του σε ιστορικά χαμηλούς ρυθμούς. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του ΔΝΤ (Οκτώβριος 2023), **ο όγκος του διεθνούς εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών** θα αυξηθεί μόλις κατά 0,9% το 2023 από 5,1% το 2022, ενώ το 2024 προβλέπεται ότι θα ενισχυθεί κατά 3,5%. Ωστόσο, η πιθανότητα γενικευμένης πολεμικής σύρραξης στη Μέση Ανατολή καθώς και τυχόν εντονότερη της αναμενόμενης επιβράδυνση της οικονομίας της Κίνας αποτελούν κρίσιμους καθοδικούς κινδύνους για το διεθνές εμπόριο.

Η αποδυνάμωση της ζήτησης πετρελαιοειδών εν μέσω επιδείνωσης των προοπτικών για την παγκόσμια οικονομία και την οικονομία της Κίνας άσκησε καθοδικές πιέσεις στη μέση διεθνή **τιμή του αργού πετρελαίου** όλων των τύπων, η οποία έφθασε στα 73 δολ. ΗΠΑ ανά βαρέλι τον Ιούνιο του 2023, τη χαμηλότερη μέση τιμή από το Δεκέμβριο του 2021 και μειωμένη κατά 37% σε ετήσια βάση. Ωστόσο, οι εντεινόμενοι περιορισμοί από την πλευρά της προσφοράς πυροδότησαν πρόσκαιρες αυξήσεις στην τιμή του αργού πετρελαίου, η οποία ενισχύθηκε σημαντικά μέσα στον Οκτώβριο του 2023. Οι περιορισμοί αυτοί συνδέονται αφενός με την εθελοντική μείωση της παραγωγής πετρελαίου από τη Σαουδική Αραβία και τη Ρωσία και αφετέρου με τις γεωπολιτικές εντάσεις στη Μέση Ανατολή. Το Νοέμβριο του 2023 η μέση τιμή του πετρελαίου υποχώρησε στα 81 δολ. ΗΠΑ ανά βαρέλι, αυξημένη μόλις κατά 4,2% έναντι του Δεκεμβρίου του 2022. Σύμφωνα με εκτιμήσεις του ΔΝΤ (Οκτώβριος 2023) για το σύνολο του 2023, η μέση τιμή του αργού πετρελαίου αναμένεται να φθάσει στα 80,5 δολ. ΗΠΑ ανά βαρέλι, έναντι 96,4 δολ. ΗΠΑ το 2022, δηλαδή θα μειωθεί κατά 16,5% σε ετήσια βάση. Ωστόσο, ο κίνδυνος διαμόρφωσης υψηλότερων τιμών πετρελαίου παραμένει σημαντικός και συνδέεται με το ενδεχόμενο κλιμάκωσης της γεωπολιτικής αναταραχής στη Μέση Ανατολή, επιβολής αυστηρότερων κυρώσεων από τις ΗΠΑ κατά του Ιράν και πιθανών νέων μειώσεων στην παραγωγή πετρελαίου, καθώς και με τις αποεπενδύσεις σε ορυκτά καύσιμα λόγω των πολιτικών πράσινης μετάβασης.

Η διακοπή εξόρυξης φυσικού αερίου από το κοιτάσμα του Ταμάρ στο Ισραήλ και η ενίσχυση της γεωπολιτικής αστάθειας εκτόξευσαν την τιμή του **φυσικού αερίου όλων των τύπων**, η οποία έφθασε τον Οκτώβριο του 2023 στο υψηλότερο μέσο μηνιαίο επίπεδο από το Φεβρουάριο του 2023, ενώ το Νοέμβριο παρέμεινε σε υψηλά επίπεδα. Παράλληλα, η αβεβαιότητα για την ενεργειακή σύνδεση Ισραήλ-Αιγύπτου καθώς και τα προβλήματα στον αγωγό Φινλανδίας-Εσθονίας ενίσχυσαν την τιμή του φυσικού αερίου στην Ευρώπη, η οποία αυξήθηκε περίπου κατά 52% το Νοέμβριο του 2023 έναντι των χαμηλών επιπέδων του Ιουλίου, αν και ήταν μειωμένη κατά 59,4% σε ετήσια βάση (βλ. Διάγραμμα ΙΙ.2). Παρά τους περιορισμούς από την πλευρά της προσφοράς, η επάρκεια των ενεργειακών αποθεμάτων της Ευρώπης, τα οποία βρίσκονται σε ιστορικά υψηλά επίπεδα, και η κάμψη της ενεργειακής ζήτησης εξαιτίας της χαμηλότερης οικονομικής μεγέθυνσης και των ευνοϊκών καιρικών συνθηκών εν μέρει συγκράτησαν την άνοδο της τιμής του φυσικού αερίου στην Ευρώπη. Οι απεργιακές κινητοποιήσεις στις εγκαταστάσεις

**Διάγραμμα II.2 Διεθνείς τιμές βασικών εμπορευμάτων (Ιανουάριος 2018-Νοέμβριος 2023)**

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



υγροποιημένου φυσικού αερίου (LNG) στην Αυστραλία και η αβεβαιότητα στις διεθνείς αγορές της ενέργειας ενίσχυσαν τη μεταβλητότητα της τιμής του μετά από τα χαμηλά επίπεδα του Ιουνίου του 2023, ενώ το Νοέμβριο η τιμή ήταν μειωμένη κατά 35,8% σε ετήσια βάση. Ωστόσο, ο κίνδυνος για περαιτέρω αύξηση της τιμής του φυσικού αερίου είναι σημαντικός και συνδέεται κυρίως με την πιθανότητα προβλημάτων στο ενεργειακό ευρωπαϊκό δίκτυο και ευρύτερης περιφερειακής σύγκρουσης στη Μέση Ανατολή.

Από το Φεβρουάριο του 2023 οι τιμές των **μετάλλων** ακολούθησαν καθοδική πορεία, επηρεαζόμενες κυρίως από την κρίση στον κατασκευαστικό τομέα της Κίνας και την κάμψη της βιομηχανικής δραστηριότητας στις προηγμένες οικονομίες. Το Νοέμβριο του 2023 η μέση τιμή των βασικών μετάλλων ήταν μειωμένη κατά 9,6% έναντι του Δεκεμβρίου 2022. Παράλληλα, την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2023 οι διεθνείς τιμές των **τροφίμων** σημείωσαν πτώση κατά 9,3% έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2022, κυρίως εξαιτίας της αύξησης της παραγωγής και των αποθεμάτων, αν και παραμένουν σε επίπεδα υψηλότερα από εκείνα του 2021. Ο

τερματισμός της Πρωτοβουλίας για τα σιτηρά στον Εύξεινο Πόντο,<sup>3</sup> οι επιπτώσεις στην παραγωγή τροφίμων λόγω ακραίων καιρικών φαινομένων (π.χ. στις ΗΠΑ), αλλά και η διατήρηση της απαγόρευσης στις εξαγωγές σιτηρών από την Ινδία, συνιστούν σημαντικούς ανοδικούς κινδύνους για τις τιμές των τροφίμων. Σύμφωνα με το ΔΝΤ (Οκτώβριος 2023), η **μέση τιμή των βασικών εμπορευμάτων πλην των καυσίμων** εκτιμάται ότι θα μειωθεί κατά 6,3% το 2023 (σε δολ. ΗΠΑ) και κατά 2,7% το 2024, έναντι αύξησης 7,9% το 2022.

Η **δημοσιονομική πολιτική** το 2023 αναμένεται ελαφρώς επεκτατική στις προηγμένες οικονομίες, κυρίως λόγω της έντονης δημοσιονομικής επέκτασης στις ΗΠΑ, και ουδέτερη στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες. Για το 2024 προβλέπεται περιοριστική κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής και στις δύο ομάδες οικονομιών, η οποία αφενός θα συμβάλει στην αναπλήρωση των δημοσιονομικών αποθεμάτων ασφαλείας (fiscal buffers) και στο μετριασμό των δημοσιονομικών κινδύνων και αφετέρου θα στηρίξει την προσπάθεια των κεντρικών τραπεζών για αποκλιμάκωση του πληθωρισμού. Η επιβράδυνση της ανάπτυξης και τα υψηλότερα επιτόκια δανεισμού για μεγαλύτερο διάστημα αναμένεται να επιδράσουν αυξητικά στο λόγο του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ στις περισσότερες οικονομίες το 2024, ο οποίος, αν και υποχώρησε από τα ιστορικά υψηλά του 2020-2021, εξακολουθεί να υπερβαίνει τα προπандημικά επίπεδα. Μεσοπρόθεσμα, στόχος της δημοσιονομικής πολιτικής παραμένει η διασφάλιση της βιωσιμότητας του χρέους και η δημιουργία δημοσιονομικού χώρου για τη στήριξη των πιο ευάλωτων ομάδων και για νέες επενδύσεις, σε ένα περιβάλλον συνεχιζόμενων οικονομικών, κλιματικών και γεωπολιτικών προκλήσεων.

Η συστατική **νομισματική πολιτική** συνεχίστηκε το δεύτερο εξάμηνο του 2023 με ηπιότερο ρυθμό αυστηροποίησης στις περισσότερες οικονομίες, λόγω του μειούμενου πληθωρισμού και των ανησυχιών για περαιτέρω επιβράδυνση της συνολικής ζήτησης. Σε κάποιες αναδυό-

3 Βλ. **Δελτίο τύπου** του Συμβουλίου της ΕΕ, 17.07.2023.

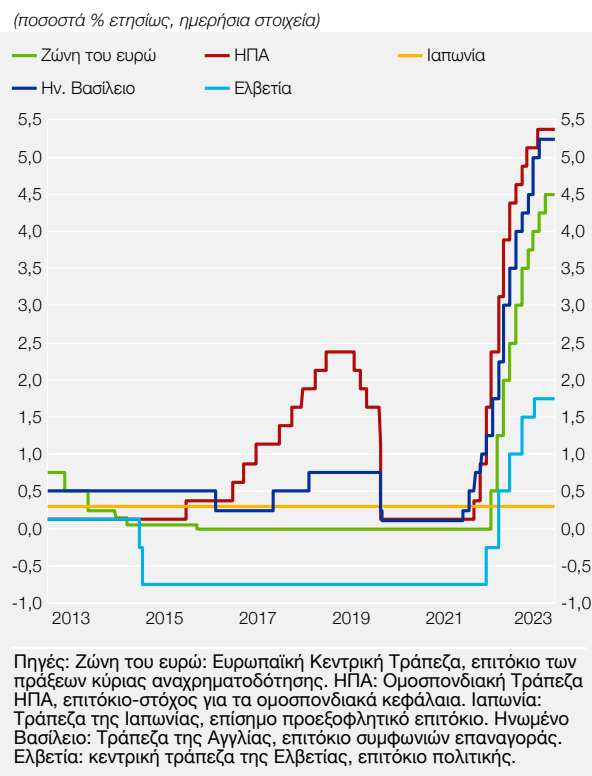
μενες αγορές όπου η νομισματική αυστηροποίηση είχε ξεκινήσει νωρίτερα, όπως στη Βραζιλία και τη Χιλή, τα επιτόκια παρέμβασης μειώθηκαν. Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ αύξησε το εύρος-στόχο του βασικού της επιτοκίου τον Ιούλιο κατά 25 μονάδες βάσης (μ.β.) σε 5,25%-5,50%, ενώ η Τράπεζα της Αγγλίας διαμόρφωσε το βασικό της επιτόκιο σε 5,25% τον Αύγουστο. Στην ευρωζώνη, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αύξησε το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης τον Αύγουστο και το Σεπτέμβριο, κατά 25 μ.β. κάθε φορά, καθορίζοντάς το σε 4,50% (βλ. Διάγραμμα ΙΙ.3). Έκτοτε και οι τρεις προαναφερθείσες κεντρικές τράπεζες διατήρησαν τα επιτόκια πολιτικής αμετάβλητα. Γενικά, η αποκατάσταση της σταθερότητας των τιμών περιπλέκεται από τη δυσκολία εκτίμησης του ουδέτερου επιτοκίου και επιπέδου ανεργίας, καθώς και από καθυστερήσεις στη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής στους διάφορους τομείς της οικονομίας. Υπό συνθήκες υψηλής αβεβαιότητας, η ισχυρή πρόσδεση στο στόχο για το επίπεδο του πληθωρισμού και η αποτελεσματική επικοινωνία εκ μέρους των κεντρικών τραπεζών είναι καίριας σημασίας για τη σταθεροποίηση των πληθωριστικών προσδοκιών και την ελαχιστοποίηση του οικονομικού κόστους (σε όρους ΑΕΠ) από την αύξηση των επιτοκίων. Επίσης, απαιτείται στενή παρακολούθηση των χρηματοοικονομικών κινδύνων που αναδύονται από την αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής και εγρήγορη από τις εποπτικές αρχές ώστε να διασφαλιστεί η χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

## 2.2 Ζώνη του ευρώ

Κατά τη διάρκεια του 2023 οι οικονομικές προοπτικές της ευρωζώνης επιδεινώθηκαν, αντανakλώντας τη διαμόρφωση πιο περιοριστικών χρηματοπιστωτικών συνθηκών, την ανατίμηση του ευρώ και την κάμψη της επιχειρηματικής και καταναλωτικής εμπιστοσύνης. Στον αντίποδα της εξασθένησης της εγχώριας και της εξωτερικής ζήτησης, η σταδιακή πτώση του πληθωρισμού λόγω της συσταλτικής νομισματικής πολιτικής και η ανθεκτικότητα της αγοράς εργασίας υποστήριξαν την οικονομική μεγέθυνση.

Η ανάκαμψη της οικονομίας της ευρωζώνης επιβραδύνθηκε σημαντικά το 2023. Πιο συγκεκριμένα, το γ' τρίμηνο του 2023 το ΑΕΠ της ευρωζώνης μειώθηκε κατά 0,1% έναντι του προηγούμενου τριμήνου, εξαιτίας της αρνητικής συμβολής των αποθεμάτων, ενώ η συμβολή της εγχώριας ζήτησης ήταν θετική. Σύμφωνα με το βασικό σενάριο των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Δεκέμβριος 2023), το ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα αυξηθεί μόλις κατά 0,6% το 2023, έναντι 3,4% το 2022, κυρίως λόγω της χειροτέρευσης των χρηματοπιστωτικών συνθηκών και της χαμηλής εμπιστοσύνης των καταναλωτών. Για το 2024 προβλέπεται ότι το ΑΕΠ θα ανακάμψει μερικώς κατά 0,8%, εξαιτίας της ενίσχυσης των πραγματικών εισοδημάτων και της σταδιακής ανάκαμψης της εξωτερικής ζήτησης. Αντίθετα, η προηγούμενη αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής και η άρση των δημοσιονομικών μέτρων στήριξης θα περιορίσουν την αναπτυξιακή δυναμική. Ο διαφορετικός βαθμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ καθώς και οι ετερογενείς επιδράσεις των πρόσφατων οικονομικών διαταραχών στις οικονομίες της ζώνης του ευρώ αντανakλώνται στην απόκλιση των ρυθμών μεγέθυνσης μεταξύ των κρατών-μελών βραχυπρόθεσμα.

Διάγραμμα ΙΙ.3 Βασικά επιτόκια κεντρικών τραπεζών (1 Ιανουαρίου 2013-15 Δεκεμβρίου 2023)





Η εγχώρια ζήτηση θα συνεχίσει να αποτελεί τον κύριο μοχλό της οικονομικής μεγέθυνσης στην ευρωζώνη. Η σταδιακή αποκλιμάκωση του πληθωρισμού και η αύξηση των ονομαστικών μισθών αναμένεται να στηρίξουν τα πραγματικά εισοδήματα και την καταναλωτική δαπάνη το 2024. Ωστόσο, η αύξηση της αβεβαιότητας λόγω των γεωπολιτικών εντάσεων δύναται να κάμψει την καταναλωτική εμπιστοσύνη και να περιορίσει την ανάλωση των αποταμιεύσεων που είχαν συσσωρευθεί κατά την περίοδο της πανδημίας, ενώ η αύξηση των επιτοκίων ενισχύει το κόστος ευκαιρίας της κατανάλωσης. Η ιδιωτική κατανάλωση αναμένεται να αυξηθεί κατά 0,5% το 2023 και 1,4% το 2024 από 4,2% το 2022. Παράλληλα, η άρση των μέτρων στήριξης έναντι της ενεργειακής κρίσης και του υψηλού πληθωρισμού εκτιμάται ότι θα αυξήσει οριακά τη δημόσια κατανάλωση κατά 0,1% το 2023, σε σύγκριση με αύξηση κατά 1,5% το 2022. Το 2024 η δημόσια κατανάλωση προβλέπεται ότι θα αυξηθεί κατά 1,1%, κυρίως λόγω αυξημένων δαπανών για μισθούς.

Η αυστηροποίηση των κριτηρίων για τη χορήγηση νέων πιστώσεων σε επιχειρήσεις και νοικοκυριά και η επιβράδυνση της ζήτησης έκαμψαν τις επενδύσεις στην ευρωζώνη κατά τη διάρκεια του 2023. Η κλιμάκωση της αβεβαιότητας για τις γεωπολιτικές εξελίξεις και την πορεία των τιμών των βασικών εμπορευμάτων επίσης επέδρασε αρνητικά στην επιχειρηματική εμπιστοσύνη. Το 2024 η χρήση των περιθωρίων κέρδους για την πραγματοποίηση επενδύσεων αναμένεται να περιοριστεί εν όψει των αυξήσεων στο μισθολογικό κόστος. Παράλληλα, η κάμψη των επενδύσεων σε κατοικίες που σημειώθηκε το 2023 προβλέπεται ότι θα συνεχιστεί και το 2024, κυρίως λόγω της ανόδου των επιτοκίων δανεισμού και της αυστηροποίησης των κριτηρίων χορήγησης πιστώσεων. Ως εκ τούτου, η αύξηση των συνολικών ακαθάριστων επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου στη ζώνη του ευρώ αναμένεται να επιβραδυνθεί στο 1,3% το 2023 και 0,4% το 2024 από 2,8% το 2022. Η αξιοποίηση των πόρων του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης NextGenerationEU, παρότι εμφανίζει ενδείξεις επιβράδυνσης σε ορισμένες χώρες, θα ενισχύσει τις συνολικές επενδύσεις μεσοπρόθεσμα.

Η ανατίμηση του ευρώ και η επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας μείωσαν τις εξαγωγές της ζώνης του ευρώ το β' και το γ' τρίμηνο του 2023. Η πορεία των εξαγωγών αναμένεται αναιμική βραχυπρόθεσμα, επηρεαζόμενη αρνητικά από τις δυσμενέστερες διεθνείς χρηματοπιστωτικές συνθήκες, από τη μείωση της ανταγωνιστικότητας της ευρωζώνης, καθώς και από τη γεωπολιτική αβεβαιότητα. Παράλληλα, η αδύναμη εγχώρια ζήτηση θα περιορίσει το ρυθμό αύξησης των εισαγωγών βραχυπρόθεσμα, ο οποίος προβλέπεται ότι θα ανακάμψει σταδιακά, αν και σε μικρότερο βαθμό σε σύγκριση με την αναμενόμενη αύξηση της ζήτησης. Σύμφωνα με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Δεκέμβριος 2023), οι συνολικές εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ εκτιμάται ότι θα μειωθούν κατά 0,4% το 2023, έναντι αύξησης κατά 7,4% το 2022, ενώ θα ανακτήσουν δυναμική το 2024. Η συνολική συμβολή των καθαρών εξαγωγών στο ΑΕΠ προβλέπεται θετική το 2023, λόγω της υποτονικής αύξησης των εισαγωγών, και αρνητική το 2024.

Η αγορά εργασίας της ευρωζώνης αναμένεται να παραμείνει σχετικά ανθεκτική, παρά την επίδραση της δυσμενούς οικονομικής συγκυρίας. Το γ' τρίμηνο του 2023 ο αριθμός των απασχολούμενων σημείωσε άνοδο κατά 0,2% έναντι του προηγούμενου τριμήνου (β' τρίμηνο: 0,1%). Το β' τρίμηνο του 2023 το ποσοστό των κενών θέσεων εργασίας μειώθηκε στο 3,0% από 3,2% το β' τρίμηνο του 2022. Η αύξηση του εργατικού δυναμικού υποστήριξε την απασχόληση εν μέσω αυξημένων ροών από τους οικονομικά μη ενεργούς προς τους απασχολούμενους. Η συνολική απασχόληση εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 1,4% το 2023 (2022: 2,3%), ενώ για το 2024 προβλέπεται μικρή άνοδος κατά 0,4%. Παράλληλα, η ανεργία ως ποσοστό του εργατικού δυναμικού στην ευρωζώνη συνέχισε την πτωτική της πορεία και παρέμεινε σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, στο 6,5% τον Οκτώβριο από 6,7% τον Ιανουάριο του 2023. Το ποσοστό ανεργίας στα επιμέρους κράτη-μέλη, σύμφωνα με τα πιο πρόσφατα μηνιαία στοιχεία (Οκτώβριος 2023), κυμάνθηκε από 2,5% στη Μάλτα και 3,1% στη Γερμανία έως 9,6% στην Ελλάδα και 12% στην Ισπανία. Στο σύνολο του 2023 το ποσοστό ανεργίας εκτιμάται ότι θα μειωθεί σε 6,5% από 6,7% το 2022, ενώ το 2024 θα αυξηθεί οριακά σε 6,6% λόγω της κυκλικής επιβράδυνσης.

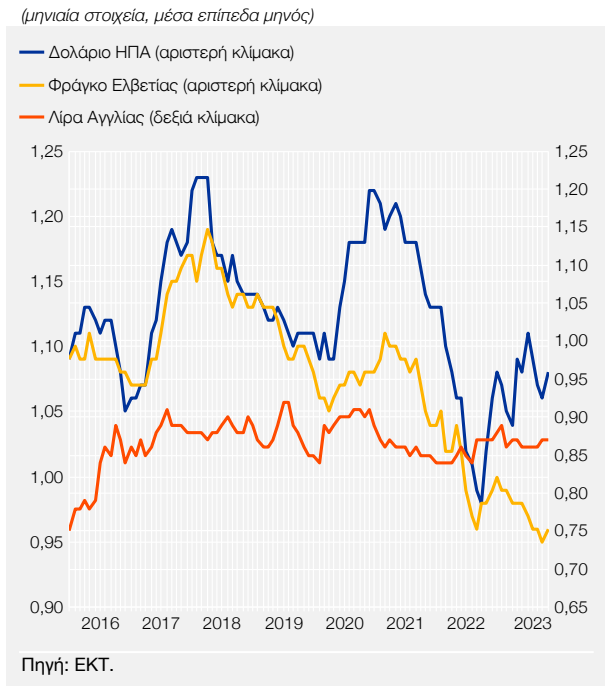
Οι χαμηλότερες διεθνείς τιμές της ενέργειας και των άλλων βασικών εμπορευμάτων έναντι του 2022, η εξομάλυνση των προβλημάτων στις παγκόσμιες εφοδιαστικές αλυσίδες και η μείωση της εγχώριας ζήτησης, εν μέρει ως αποτέλεσμα της συσταλτικής νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ, συνέβαλαν στην αποκλιμάκωση των πληθωριστικών πιέσεων. Ταυτόχρονα, η ανατίμηση του ευρώ αποδυνάμωσε τις τιμές των εισαγόμενων αγαθών. Σύμφωνα με προσωρινά στοιχεία, το Νοέμβριο του 2023 ο πληθωρισμός στην ευρωζώνη εκτιμάται ότι σημείωσε νέα πτώση στο 2,4% από 2,9% τον προηγούμενο μήνα και στο 10,1% το Νοέμβριο του 2022. Οι ρυθμοί πληθωρισμού εμφανίζουν αξιοσημείωτες διαφορές μεταξύ των κρατών-μελών και κυμαίνονται από -0,7% στο Βέλγιο έως 6,9% στη Σλοβακία. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Δεκέμβριος 2023), ο πληθωρισμός στην ευρωζώνη, μετρούμενος με τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ), θα διαμορφωθεί σε 5,4% το 2023, από 8,4% το 2022. Θα υποχωρήσει περαιτέρω σε 2,7% το 2024, αντανακλώντας κυρίως τη μείωση του πληθωρισμού των τροφίμων, ενώ ο πληθωρισμός της ενέργειας θα σημειώσει πρόσκαιρη αύξηση εν μέσω άρσης των δημοσιονομικών μέτρων στήριξης. Ο πληθωρισμός θα παραμείνει πάνω από το στόχο της ΕΚΤ (2%), καθώς η αύξηση του κόστους εργασίας θα διατηρήσει τον πληθωρισμό χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής σε υψηλά επίπεδα, δηλαδή στο 5,0% το 2023 και στο 2,7% το 2024, από 3,9% το 2022.

Το 2023 η πιστωτική επέκταση προς την οικονομία της ευρωζώνης σημείωσε σημαντική κάμψη, κυρίως ως αποτέλεσμα της συσταλτικής νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ. Ο τραπεζικός δανεισμός προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις συρρικνώθηκε κατά 0,3% τον Οκτώβριο του 2023, έναντι αύξησης 0,2% το Σεπτέμβριο, καταγράφοντας την πρώτη μείωση από τον Ιούλιο του 2015. Αντιθέτως, ο ρυθμός αύξησης των δανείων προς τα νοικοκυριά επιβραδύνονταν καθ' όλη τη διάρκεια του 2023 και διαμορφώθηκε σε 0,6% τον Οκτώβριο (Ιανουάριος: 3,6%), το χαμηλότερο επίπεδο που έχει παρατηρηθεί από τον Ιούνιο του 2015. Σύμφωνα με την Έρευνα Τραπεζικών Χορηγήσεων της ΕΚΤ για το γ' τρίμηνο του 2023, τα κριτήρια χορήγησης πιστώσεων προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά αυστηροποιήθηκαν περαιτέρω, αντανακλώντας κινδύνους για άνοδο των επισφαλών δανείων εν μέσω ενίσχυσης της αβεβαιότητας και υψηλότερων επιτοκίων. Η αυστηροποίηση των όρων δανεισμού αναμένεται να συνεχιστεί και το δ' τρίμηνο του 2023, αν και με συγκρατημένο ρυθμό. Παράλληλα, τα υψηλά επιτόκια δανεισμού, η μείωση των επενδύσεων, καθώς και η χαμηλότερη καταναλωτική εμπιστοσύνη και κατανάλωση διαρκών αγαθών, συνέβαλαν στη μείωση της ζήτησης πιστώσεων για όλες τις κατηγορίες δανείων.

Τα δημόσια οικονομικά στη ζώνη του ευρώ προβλέπεται ότι θα βελτιωθούν, υπό την επίδραση αντίρροπων παραγόντων, δηλαδή αφενός της άρσης των μέτρων στήριξης έναντι της ενεργειακής κρίσης και του υψηλού πληθωρισμού και αφετέρου της αύξησης των δαπανών για μισθούς και συντάξεις. Ως εκ τούτου, η δημοσιονομική πολιτική στην ευρωζώνη ως σύνολο εκτιμάται ότι θα είναι περιοριστική το 2023 και το 2024. Το δημοσιονομικό έλλειμμα αναμένεται να μειωθεί σε 3,1% του ΑΕΠ το 2023 και σε 2,8% το 2024 από 3,6% του ΑΕΠ το 2022, δηλαδή θα φθάσει σε επίπεδα παρόμοια με προηγούμενες εκτιμήσεις παρά τη δυσμενέστερη οικονομική συγκυρία και τα υψηλότερα επιτόκια. Παράλληλα, το δημόσιο χρέος θα αποκλιμακωθεί, περίπου στο 88,5% του ΑΕΠ το 2023 και το 2024 από 91% του ΑΕΠ το 2022.

Οι διαδοχικές αυξήσεις στο βασικό επιτόκιο της ΕΚΤ οδήγησαν στην ανατίμηση της ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ (έναντι 41 εμπορικών εταίρων) κατά 4,1% σε μέσα μηνιαία επίπεδα το Νοέμβριο του 2023 έναντι του Δεκεμβρίου του 2022 και κατά 5,8% έναντι του Νοεμβρίου του 2022. Παράλληλα, το Νοέμβριο του 2023 το ευρώ ανατιμήθηκε κατά 6,0% σε ετήσια βάση έναντι του δολαρίου ΗΠΑ, αν και η επιβράδυνση της ευρωζώνης οδήγησε σε εξασθένηση του ευρώ από τα υψηλά επίπεδα του Ιουλίου του 2023. Μεταξύ Δεκεμβρίου 2022 και Νοεμβρίου 2023 το ευρώ υποτιμήθηκε κατά 2,3% σε σχέση με το ελβετικό φράγκο, ενώ ανατιμήθηκε μόλις κατά 0,1% έναντι της λίρας Αγγλίας (βλ. Διάγραμμα ΙΙ.4). Οι εξελίξεις αυτές αντανακλούν αφενός τη διαφορά στις αποδόσεις εξαιτίας του διαφορετικού ρυθμού αυστηροποίησης της νομισματικής πολιτικής, ειδικότερα των προσδοκιών των επενδυτών για σύντομο τερματισμό

**Διάγραμμα II.4 Ισοτιμίες δολαρίου ΗΠΑ, λίρας Αγγλίας και φράγκο Ελβετίας έναντι του ευρώ (Ιανουάριος 2016-Νοέμβριος 2023)**



των αυξήσεων των επιτοκίων εκ μέρους της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ, και αφετέρου την αυξημένη ζήτηση νομισμάτων που θεωρούνται ασφαλή επενδυτικά καταφύγια.

Οι κίνδυνοι για την οικονομία της ευρωζώνης παραμένουν καθοδικοί. Η όξυνση της γεωπολιτικής αβεβαιότητας στη Μέση Ανατολή και την Ουκρανία, η αυξημένη μεταβλητότητα στις διεθνείς τιμές των βασικών εμπορευμάτων και μια περαιτέρω κάμψη του διεθνούς εμπορίου θα ενισχύσουν το δίπτυχο χαμηλότερης ανάπτυξης και υψηλού πληθωρισμού, επιτείνοντας τον κίνδυνο για ενίσχυση των πληθωριστικών προσδοκιών και διατήρηση των βασικών επιτοκίων σε υψηλότερα επίπεδα για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα. Επίσης, τυχόν χαμηλότερη της αναμενόμενης οικονομική ανάπτυξη στην Κίνα θα οδηγήσει σε μεγαλύτερη μείωση της εξωτερικής ζήτησης, ενώ η περαιτέρω επιδείνωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών θα έχει αντίκτυπο στην εγχώρια ζήτηση, τα δημόσια οικονομικά και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Μεγαλύτερες από τις αναμενόμενες αυξήσεις στους ονομαστικούς μισθούς και μικρότερη συμπίεση

των περιθωρίων κέρδους των επιχειρήσεων συνεπάγονται πιο επίμονο πληθωρισμό, ισχυρότερη αντίδραση της νομισματικής πολιτικής και χαμηλότερη ανάπτυξη. Τέλος, οι αυξανόμενοι κλιματικοί κίνδυνοι, όπως αποτυπώνονται στα ακραία καιρικά φαινόμενα, θα επιδεινώσουν τις οικονομικές προοπτικές. Στον αντίποδα, η συσταλτική νομισματική πολιτική δύναται να αποκλιμακώσει ταχύτερα από το αναμενόμενο τον πληθωρισμό, ενώ μια πιο εμπροσθοβαρής υλοποίηση των πολιτικών για την πράσινη μετάβαση θα μειώσει τη μεταβλητότητα στις τιμές της ενέργειας και θα υποστηρίξει τις επενδύσεις.

### 2.3 ΕΕ και ζώνη του ευρώ: παρεμβάσεις πολιτικής

#### Διακήρυξη της Γρανάδας για τις στρατηγικές προτεραιότητες της ΕΕ

Τον Οκτώβριο του 2023 το άτυπο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο εξέδωσε τη Διακήρυξη της Γρανάδας, που περιλαμβάνει τις βασικές προτεραιότητες και δράσεις για μια ισχυρή, δυναμική και ανταγωνιστική Ευρώπη, ως πρώτο βήμα προς την υιοθέτηση του Στρατηγικού Θεματολογίου (Strategic Agenda) 2024-2029 που αναμένεται τον Ιούνιο του 2024. Η Διακήρυξη τονίζει την ανάγκη να ενισχυθούν η οικονομική, βιομηχανική και τεχνολογική βάση της ΕΕ, η αμυντική της ετοιμότητα, καθώς και η ανθεκτικότητα και η μακροπρόθεσμη ανταγωνιστικότητά της στο πλαίσιο της πράσινης και της ψηφιακής μετάβασης. Επίσης υπογραμμίζει τη σημασία της πολυμερούς διεθνούς συνεργασίας που βασίζεται σε κανόνες διεθνούς δικαίου, με σκοπό τη διαφοροποίηση των αλυσίδων εφοδιασμού, την προώθηση εμπορικών και επενδυτικών συμφωνιών, τη βιώσιμη ανάπτυξη και την ενίσχυση της ετοιμότητας για την αντιμετώπιση υγειονομικών κρίσεων.

#### Ψηφιακό ευρώ

Τον Ιούλιο του 2023 το Eurogroup συζήτησε δύο νομοθετικές προτάσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για το ενιαίο νόμισμα. Η πρώτη πρόταση σχετικά με το καθεστώς νόμιμου χρήματος (legal tender) των τραπεζογραμματίων και των κερμάτων ευρώ αποσκοπεί στην κατοχύρωση της συνεχούς και ευρείας αποδοχής των μετρητών ως μέσου πληρωμής και τη διατήρηση της εύκολης πρόσβασης των πολιτών και των επιχειρήσεων σε αυτά. Η δεύτερη πρόταση θεσπίζει το νομικό πλαίσιο για ενδεχόμενο ψηφιακό ευρώ ως συμπλήρωμα των μετρητών. Ένα σημαντικό στοιχείο είναι ότι το ψηφιακό ευρώ θα είναι διαθέσιμο για πληρωμές μέσω αλλά και εκτός

διαδικτύου. Οι προτάσεις τελούν υπό έγκριση από το Συμβούλιο της ΕΕ και το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, ενώ η τελική απόφαση για το αν και πότε θα εκδοθεί το ψηφιακό ευρώ αναπόκειται στην ΕΚΤ. Τον Οκτώβριο του 2023 το Eurogroup χαιρέτισε την απόφαση της ΕΚΤ να προχωρήσει στην επόμενη φάση του σχεδίου, κατά την οποία το Ευρωσύστημα θα διερευνήσει και θα ελέγξει περαιτέρω τα χαρακτηριστικά και τις λειτουργικότητες ενός ψηφιακού ευρώ.

#### **Βιώσιμη χρηματοδότηση**

Τον Οκτώβριο του 2023 το Συμβούλιο ενέκρινε Κανονισμό για τη δημιουργία ευρωπαϊκού προτύπου πράσινων ομολόγων. Ο Κανονισμός καθορίζει ενιαίες απαιτήσεις για τους εκδότες ομολόγων που επιθυμούν να χρησιμοποιούν την ονομασία “ευρωπαϊκό πράσινο ομόλογο” (EuGB) για τα περιβαλλοντικά βιώσιμα ομόλογά τους. Επίσης, θεσπίζει σύστημα καταχώρισης και εποπτικό πλαίσιο για τους εξωτερικούς αξιολογητές των ευρωπαϊκών πράσινων ομολόγων.

#### **Μεταρρύθμιση της αγοράς ηλεκτρικής ενέργειας**

Τον Οκτώβριο του 2023 το Συμβούλιο συμφώνησε τη γενική προσέγγισή του σχετικά με την πρόταση για τροποποίηση του σχεδιασμού της αγοράς ηλεκτρικής ενέργειας της ΕΕ που είχε υποβάλει η Ευρωπαϊκή Επιτροπή το Μάρτιο, ανοίγοντας το δρόμο για διαπραγματεύσεις με το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο. Η μεταρρύθμιση επιδιώκει να μειώσει την εξάρτηση των τιμών της ηλεκτρικής ενέργειας από τις ασταθείς τιμές των ορυκτών καυσίμων, να προστατεύσει τους καταναλωτές από τις απότομες αυξήσεις των τιμών της ηλεκτρικής ενέργειας και να επισπεύσει την ανάπτυξη των ανανεώσιμων πηγών ενέργειας. Παράλληλα, το Νοέμβριο του 2023 εγκρίθηκε από τα νομοθετικά όργανα της ΕΕ Κανονισμός για την ακεραιότητα και τη διαφάνεια στις ευρωπαϊκές χονδρικές αγορές ενέργειας, ώστε να αποτρέπεται η χειραγώγησή τους από προμηθευτές εντός και εκτός της ΕΕ.

### **3 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗ ΝΟΤΙΟΑΝΑΤΟΛΙΚΗ (ΝΑ) ΕΥΡΩΠΗ**

Οι συνεχιζόμενες επιπτώσεις από την εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία, η σύγκρουση στη Μέση Ανατολή και ο υψηλός πληθωρισμός, σε συνδυασμό με τις αυστηρότερες νομισματικές συνθήκες, οδήγησαν σε σημαντική **επιβράδυνση της ανάπτυξης των οικονομιών της Νοτιοανατολικής Ευρώπης**<sup>4</sup> το 2023.

Στις χώρες των **Δυτικών Βαλκανίων**,<sup>5</sup> ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης επιβραδύνθηκε κατά μέσο όρο, σε ετήσια βάση, σε 2,7% το α΄ τρίμηνο και σε 2,9% το β΄ τρίμηνο, έναντι 5,2% και 5,6% τα αντίστοιχα τρίμηνα του 2022. Η Αλβανία και το Μαυροβούνιο παρουσίασαν λιγότερο έντονη επιβράδυνση σε σύγκριση με τη Βοσνία-Ερζεγοβίνη, τη Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας και τη Σερβία, καθώς η παγκόσμια ζήτηση υπηρεσιών φάνηκε πιο ανθεκτική και οι εξαγωγές υπηρεσιών (ταξιδιωτικών) των δύο αυτών χωρών διαμορφώθηκαν σε επίπεδα-ρεκόρ. Η βραδύτερη ανάπτυξη των Δυτικών Βαλκανίων το 2023 οφείλεται κυρίως στην υποχώρηση της κατανάλωσης, καθώς και της βιομηχανικής παραγωγής και των εξαγωγών, σε συνάφεια με την ασθενέστερη εξωτερική ζήτηση εκ μέρους των χωρών της ΕΕ. Παράταση των συνθηκών αυτών πιθανόν να οδηγήσει σε περαιτέρω προς τα κάτω αναθεωρήσεις των ρυθμών ανάπτυξης των Δυτικών Βαλκανίων για το σύνολο του έτους.

Ο βραδύτερος ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης της **Βουλγαρίας** το πρώτο εννιάμηνο του 2023, 2,1% σε ετήσια βάση, έναντι 4,4% το αντίστοιχο εννιάμηνο του 2022, οφείλεται κατά κύριο λόγο στη μεγάλη πτώση της βιομηχανικής παραγωγής, τις χαμηλές επιδόσεις των εξαγωγών που

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

5 Οι οικονομίες της Αλβανίας, της Βοσνίας-Ερζεγοβίνης, της Δημοκρατίας της Βόρειας Μακεδονίας, του Μαυροβουνίου και της Σερβίας.



αποδίδονται στη συρρίκνωση της εξωτερικής ζήτησης (κυρίως από τη Δυτική Ευρώπη) και τις συναφείς μειώσεις στις τιμές των εξαγωγών. Στη δραματική υποχώρηση της βιομηχανικής παραγωγής του 2023 συνέβαλε και το αποτέλεσμα βάσης, καθώς το 2022 είχαν καταγραφεί εξαιρετικά υψηλές εξαγωγές στρατιωτικού εξοπλισμού, καυσίμων και άλλων προϊόντων στην Ουκρανία. Ο κυριότερος παράγοντας κινδύνου και αβεβαιότητας των τελευταίων δύο ετών, που αφορούσε την αδυναμία σχηματισμού κυβέρνησης, φαίνεται να έχει εκλείψει, καθώς μετά τις εκλογές του Μαΐου σχηματίστηκε τελικά κυβέρνηση συνεργασίας με ευρεία πλειοψηφία. Πρόβλημα που χρήζει άμεσης αντιμετώπισης αποτελεί η διεύρυνση του δημοσιονομικού ελλείμματος που παρατηρείται την τελευταία διετία (βλ. Πίνακα II.2). Εκτιμάται ότι ο στόχος του ελλείμματος, 3% του ΑΕΠ, για το έτος 2023 μάλλον είναι υπερβολικά αισιόδοξος, αφού προϋποθέτει την πλήρη απορρόφηση των κονδυλίων της ΕΕ βάσει του εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας.<sup>6</sup>

Ομοίως για τη **Ρουμανία**, ο στόχος του δημοσιονομικού ελλείμματος (4,4% του ΑΕΠ) για το 2023 φαίνεται αισιόδοξος μετά τις αυξήσεις στους μισθούς του δημόσιου τομέα από την αρχή του έτους και τα χαμηλότερα φορολογικά έσοδα λόγω υποτονικής κατανάλωσης. Τον Ιούνιο η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έστειλε ειδοποίηση στην κυβέρνηση να περιορίσει το δημοσιονομικό έλλειμμα, διαφορετικά μέρος των ευρωπαϊκών ροών κινδυνεύουν να ανασταλούν. Προς τούτο, συμφωνήθηκε με την κυβέρνηση να προχωρήσει σε συζήτηση για υιοθέτηση δέσμης μέτρων δημοσιονομικής εξυγίανσης με επιβολή φόρου 1% στον κύκλο εργασιών των επιχειρήσεων, επιπλέον φόρο στα ακίνητα και στα αυτοκίνητα πολυτελείας και κατάργηση φορολογικών ελαφρύνσεων και παροχών σε διάφορες ομάδες του πληθυσμού. Συνολικά, η οικονομική ανάπτυξη της ρουμανικής οικονομίας επιβραδύνθηκε σημαντικά το 2023, καταγράφοντας ρυθμό 1,9% το πρώτο εννεάμηνο του 2023, έναντι 4,3% το αντίστοιχο εννεάμηνο του 2022.

Ο ρυθμός μεγέθυνσης της **τουρκικής** οικονομίας το πρώτο εννεάμηνο του 2023 επιβραδύνθηκε σε 4,5%, από 6,2% το αντίστοιχο εννεάμηνο του 2022. Ο βιομηχανικός τομέας συρρικνώθηκε και οι εξαγωγές μειώθηκαν λόγω υποχώρησης της εξωτερικής ζήτησης. Βασικές συνιστώσες της ανάπτυξης αποτέλεσαν: (α) η σημαντική αύξηση της κατανάλωσης, λόγω των υψηλών πληθωριστικών προσδοκιών που ενισχύουν την τρέχουσα κατανάλωση και των έντονα αρνητικών πραγματικών επιτοκίων και (β) η επέκταση της κατασκευαστικής και επενδυτικής δραστηριότητας με την έναρξη της ανοικοδόμησης μετά τους σεισμούς του Φεβρουαρίου.

Οι ισχυρές **πληθωριστικές πιέσεις**, που είχαν αρχίσει να καταγράφονται σε όλες τις χώρες της περιοχής από το 2022, φαίνεται ότι αποκλιμακώθηκαν το 2023. Ωστόσο, ο πληθωρισμός παρέμεινε σε υψηλά επίπεδα και το 2023. Στη **Βουλγαρία** η συνεχής ενίσχυση των ονομαστικών μισθών φαίνεται ότι ευνόησε τη συντήρηση των πληθωριστικών πιέσεων. Οι τιμές παραγωγού επίσης υποχώρησαν, λόγω της πτώσης των τιμών της ενέργειας και της εξασθένησης της εξωτερικής ζήτησης. Η κεντρική τράπεζα, προκειμένου να μετριάσει την πιστωτική επέκταση, αύξησε τα ελάχιστα υποχρεωτικά διαθέσιμα των τραπεζών από 5% σε 10% το Μάιο και περαιτέρω σε 12% τον Ιούλιο. Στη **Ρουμανία**, το υψηλό επίπεδο του πληθωρισμού συνδέεται κυρίως με τις τιμές των υπηρεσιών και των ειδών διατροφής, ενώ καταγράφει πτωτική πορεία από τον Ιούνιο του 2023.<sup>7</sup> Στα **Δυτικά Βαλκάνια**, κατά μέσο όρο, ο πληθωρισμός ακολούθησε πτωτική τάση, παραμένει όμως σε υψηλά επίπεδα, αντανακλώντας την ισχυρή εγχώρια ζήτηση, την επίδραση με χρονική υστέρηση των μέτρων αντιμετώπισης της ενεργειακής κρίσης, τη δυναμική της αγοράς εργασίας με μισθολογικές αυξήσεις στο δημόσιο τομέα και τις αυξήσεις των τιμών των τροφίμων και της ενέργειας λόγω ελλείψεων στην εφοδιαστική αλυσίδα.

Ο επίμονα υψηλός ρυθμός πληθωρισμού της **Τουρκίας** – ο υψηλότερος της περιοχής – στο 61,5% τον Οκτώβριο του 2023, αν και αισθητά μειωμένος σε σχέση με τον αντίστοιχο μήνα του 2022 (85,5%), παραμένει θεμελιώδης πρόκληση για την οικονομία της χώρας. Μετά από επτά

6 Η χώρα απέχει από την εκπλήρωση των όρων για υψηλή απορρόφηση αυτών των κεφαλαίων.

7 Η κεντρική τράπεζα της Ρουμανίας, όχι ιδιαίτερα παρεμβατική, διατήρησε το επιτόκιο της νομισματικής πολιτικής σταθερό από το Φεβρουάριο (Απόφαση νομισματικής πολιτικής 9.2.2023) έως και σήμερα στο 7%.

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

Χώρα	ΑΕΠ (ετήσιες % μεταβολές όγκου)			Πληθωρισμός (μέσος, ετήσιες % μεταβολές) <sup>2</sup>			Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ)			Δημοσιονομικό αποτέλεσμα (% του ΑΕΠ)			Πιστωτική επέκταση (ετήσιες % μεταβολές) <sup>3</sup>			Δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας (%)		Μη εξυπηρετούμενα δάνεια (%)	
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2021	2022	2023 <sup>2</sup>	2022	2023 <sup>2</sup>	2022	2023 <sup>2</sup>
Αλβανία	4,8	3,5	3,1	6,7	4,6	3,5	-6,0	-4,9	-5,1	-3,7	-2,2	-2,2	6,9	11,2	1,9	16,9	19,6	5,2	5,3
Βοσνία-Ερζεγοβίνη	3,9	1,5	2,0	14,0	6,5	3,5	-4,6	-4,5	-4,0	-0,4	-0,5	-1,5	1,7	4,2	4,8	19,6	19,5	4,5	4,1
Βουλγαρία <sup>1</sup>	3,9	2,0	1,8	13,0	8,8	4,0	-1,4	0,7	-0,3	-3,3	-3,2	-3,2	11,9	12,0		20,5	21,4	3,2	2,9
Μαυροβούνιο	6,1	4,9	2,7	11,9	9,0	5,7	-13,3	-12,6	-12,3	-5,2	-2,3	-3,4	6,6	6,1	8,9	19,2	20,1	5,7	5,2
Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας	2,1	2,0	2,7	14,2	9,5	4,1	-5,9	-3,5	-3,6	-4,5	-4,8	-3,8	5,8	9,6	6,3	17,7	18,2	2,9	2,8
Ρουμανία <sup>1</sup>	4,6	2,2	3,1	12,0	9,8	5,9	-9,3	-7,3	-7,1	-6,3	-6,3	-5,3	16,1	12,8		21,8	22,8	2,7	2,6
Σερβία	2,5	2,2	3,10	11,9	12,7	5,5	-6,9	-3,3	-3,5	-3,2	-2,8	-2,2	9,1	10,9	0,2	20,2	22,3	3,0	3,2
Τουρκία	5,5	4,5	2,9	72,3	52,8	47,4	-5,4	-4,1	-3,0	-2,3	-6,0	-6,0	22,7	56,0	56,3	17,1	18,5	2,1	1,5
<b>Μέσος όρος</b>	<b>4,2</b>	<b>2,9</b>	<b>2,7</b>	<b>12,0</b>	<b>8,7</b>	<b>4,6</b>	<b>-6,6</b>	<b>-4,9</b>	<b>-4,9</b>	<b>-3,6</b>	<b>-3,5</b>	<b>-3,5</b>	<b>8,3</b>	<b>9,5</b>	<b>4,4</b>	<b>19,1</b>	<b>20,3</b>	<b>3,7</b>	<b>3,5</b>

Πηγές: European Commission, *European Economic Forecast, Autumn 2023*, November 2023 και *EU Candidate Countries' & Potential Candidates Economic Quarterly (CCEQ), 3rd Quarter 2023*, November 2023, World Bank, *Western Balkans Regular Economic Report, Towards Sustainable Growth, No 24, Autumn 2023*, OECD, *Economic Outlook*, November 2023 και εθνικές κεντρικές τράπεζες.

Σημείωση: Για το 2023 εκτιμήσεις και το 2024 προβλέψεις.

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

2 Τελευταίος διαθέσιμος μήνας.

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

συνεχόμενους μήνες πτωτικής τάσης (Νοέμβριος 2022-Ιούνιος 2023), καταγράφηκε άνοδος από τον Ιούλιο έως το Σεπτέμβριο, με ενδείξεις μετριασμού τον Οκτώβριο. Αρκετοί παράγοντες συνέβαλαν στην αναζωπύρωση των πληθωριστικών πιέσεων, με κυριότερους τη συνεχή υποτίμηση της τουρκικής λίρας (27% το πρώτο εξάμηνο και περισσότερο από 35% μέχρι τις αρχές Οκτωβρίου έναντι του δολαρίου ΗΠΑ), τη συνεχιζόμενη ανοδική πίεση στις τιμές των τροφίμων και τις σημαντικές αυξήσεις στους έμμεσους φόρους μετά την αναθεώρηση του προϋπολογισμού τον Ιούλιο. Οι αυξημένες πληθωριστικές προσδοκίες τροφοδοτούν την τρέχουσα κατανάλωση σε υψηλότερα επίπεδα, με τους καταναλωτές να επιδιώκουν να προστατεύσουν την αγοραστική αξία του εισοδήματός τους έναντι της διαβρωτικής επίπτωσης του υπερπληθωρισμού. Παρά τις συνεχείς παρεμβάσεις από την κεντρική τράπεζα και τις δραστικές αυξήσεις των επιτοκίων, το πραγματικό επιτόκιο παραμένει έντονα αρνητικό.<sup>8</sup>

Τα **ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών** (ΙΤΣ), ως ποσοστά του ΑΕΠ, σε όλες τις υπό εξέταση χώρες παρουσιάζουν διορθωτική τάση, μετά την έντονη διεύρυνση των ελλειμμάτων τους το 2022. Παρότι τα εμπορικά ελλείμματα παραμένουν υψηλά εξαιτίας των υψηλών τιμών των καυσίμων, των τροφίμων και άλλων βασικών εμπορευμάτων καθώς και της έντονης εγχώριας ζήτησης, τα ΙΤΣ βελτιώθηκαν. Το β' τρίμηνο του 2023 ο μέσος όρος<sup>9</sup> των ελλειμμάτων των ΙΤΣ της περιοχής μειώθηκε σε 5%, από 6,6% το αντίστοιχο τρίμηνο του 2022. Ιδιαίτερα η Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας και η Σερβία, χώρες που υπέστησαν τις μεγαλύτερες πιέσεις από την ενεργειακή κρίση το 2022, επέδειξαν αξιοσημείωτη προσαρμογή το 2023, με μείωση των ελλειμμάτων των ΙΤΣ τους σε 1,3% και 2,7% αντίστοιχα το β' τρίμηνο του 2023, από 6,8% και 7,7% την ίδια περίοδο πέρυσι.

8 Η κεντρική τράπεζα από το καλοκαίρι άρχισε να λαμβάνει μέτρα στην κατεύθυνση περιορισμού της κατανάλωσης, ειδικότερα όσον αφορά τις πιστωτικές κάρτες και τα καταναλωτικά δάνεια σε λίρες Τουρκίας. Επίσης, η νέα διοίκηση της κεντρικής τράπεζας, ακολουθώντας πλέον "ορθόδοξη" νομισματική πολιτική μετά τις εκλογές του Μαΐου, προχώρησε σε αύξηση του επιτοκίου παρέμβασης κατά 650 μ.β. τον Αύγουστο και 500 μ.β. τη φορά το Σεπτέμβριο, τον Οκτώβριο και το Νοέμβριο, διαμορφώνοντάς το στο 40%.

9 Τα αριθμητικά στοιχεία για τα ελλείμματα των ΙΤΣ αποτελούν μέσους όρους μιας κυλιόμενης περιόδου τεσσάρων τριμήνων.

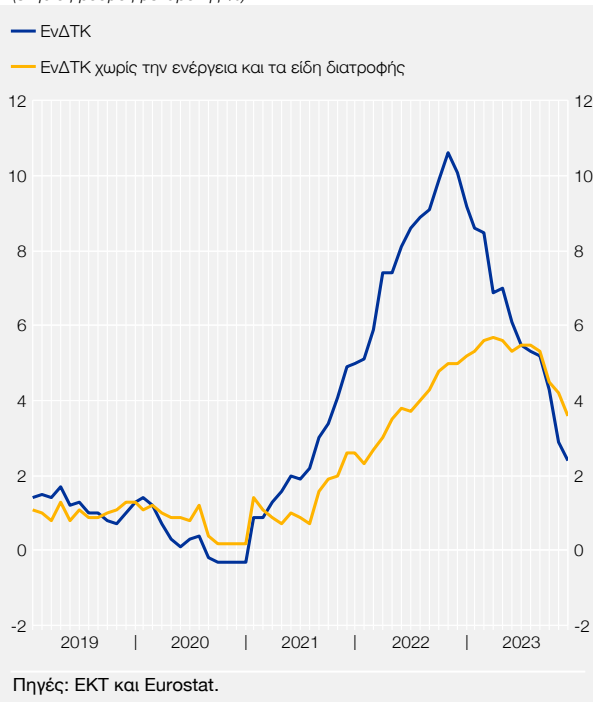
Τέλος, τα **τραπεζικά συστήματα** των χωρών της περιοχής παρέμειναν ισχυρά και το 2023, με τους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας να διαμορφώνονται σε ικανοποιητικά επίπεδα και να παρουσιάζουν βελτίωση και τους δείκτες μη εξυπηρετούμενων δανείων να διατηρούνται σε χαμηλά επίπεδα (βλ. Πίνακα II.2).

# Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Κατά το μεγαλύτερο μέρος του δεύτερου εξαμήνου του 2023 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ υπογράμμισε ότι ο καταγραφόμενος πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ πρόκειται να παραμείνει πολύ υψηλός για πολύ μεγάλο χρονικό διάστημα. Τον Οκτώβριο και το Δεκέμβριο του 2023 το Διοικητικό Συμβούλιο σημείωσε την πρόσφατη αποκλιμάκωση του καταγραφόμενου και του υποκείμενου ρυθμού πληθωρισμού. Επί του παρόντος ο καταγραφόμενος ρυθμός πληθωρισμού αναμένεται να προσεγγίσει το στόχο του 2% κατά το έτος 2025. Την περίοδο Ιουλίου-Σεπτεμβρίου 2023 το Διοικητικό Συμβούλιο προέβη σε περαιτέρω αυξήσεις επιτοκίων, συνολικά κατά 50 μονάδες βάσης. Οι αυξήσεις των βασικών επιτοκίων από το 2022 μετακυλιούνται μεταξύ άλλων στα δανειακά επιτόκια των τραπεζών και συνδέονται με την επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης και της ποσότητας χρήματος. Μέσω ποικίλων διαύλων συμβάλλουν στον περιορισμό της συνολικής ζήτησης και εξ αυτού του λόγου στη συγκράτηση του ρυθμού αύξησης του γενικού επιπέδου των τιμών στη ζώνη του ευρώ.

Διάγραμμα III.1 Πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2019-Νοέμβριος 2023)

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)



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

Στο πλαίσιο της ανάλυσης των οικονομικών, χρηματοοικονομικών και νομισματοπιστωτικών εξελίξεων στη Νομισματική Ένωση, κατά το μεγαλύτερο μέρος του δεύτερου εξαμήνου του 2023 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επισήμαινε ότι ο πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ θα παραμείνει για μεγάλο χρονικό διάστημα σε πολύ υψηλά επίπεδα. Το Δεκέμβριο του 2023 σημειώθηκε η πρόσφατη αποκλιμάκωση του πληθωρισμού, αλλά τονίστηκε παράλληλα ότι ο πληθωρισμός είναι πιθανόν να αναζωπυρωθεί στο εγγύς μέλλον.

Μπορεί πλέον να διαπιστωθεί ότι το δεύτερο εξάμηνο του 2023 τόσο ο καταγραφόμενος πληθωρισμός όσο και ο πυρήνας του πληθωρισμού (μετρούμενος με βάση τις τιμές εκτός ειδών διατροφής και ενέργειας, βλ. Διάγραμμα III.1) παρουσίασαν επιβράδυνση, δεδομένης της βελτίωσης των συνθηκών προσφοράς, των μειώσεων των τιμών της ενέργειας, της άμβλυνσης των πιέσεων στις τιμές χονδρικής και του περιορισμού της συνολικής ζήτησης. Ακόμη όμως ο πληθωρισμός των τιμών των τροφίμων, όπως επίσης και των υπηρεσιών, παρέμεινε υψηλός.

Οι συνθήκες στις αγορές εργασίας εξακολούθησαν να είναι ευνοϊκές, με την ανεργία σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα και άνοδο της απασχόλησης. Οι μισθολογικές εξελίξεις ήταν τέτοιες ώστε

<sup>1</sup> Το κεφάλαιο ενσωματώνει πληροφορίες και στοιχεία που ήταν διαθέσιμα μέχρι τις 15.12.2023.



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

(ποσοστά % ετησίως)

Ημερομηνία μεταβολής επιτοκίων <sup>1</sup>	Πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων	Πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης (δημοπρασίες σταθερού επιτοκίου)	Πάγια διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης
2019 18 Σεπ.	-0,50	0,00	0,25
2022 27 Ιουλ.	0,00	0,50	0,75
14 Σεπ.	0,75	1,25	1,50
2 Νοεμ.	1,50	2,00	2,25
21 Δεκ.	2,00	2,50	2,75
2023 8 Φεβ.	2,50	3,00	3,25
22 Μαρ.	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

Πηγή: ΕΚΤ.

<sup>1</sup> 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).

πλέον να αποτελούν αξιόλογο παράγοντα δημιουργίας πληθωριστικών πιέσεων. Οι περισσότεροι δείκτες μακροπρόθεσμων πληθωριστικών προσδοκιών έλαβαν τιμές γύρω στο 2%. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επισήμανε ότι η οικονομία της ζώνης του ευρώ παρέμεινε στάσιμη το πρώτο εξάμηνο του 2023 μη εξαιρουμένου πλέον ούτε του τομέα των υπηρεσιών, ενώ το ΑΕΠ εκτιμάται ότι υποχώρησε και κατά το γ' τρίμηνο. Η εξέλιξη αυτή αποδίδεται στην υποχώρηση της εξωτερικής ζήτησης αγαθών και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ και στην αυστηροποίηση των συνθηκών χρηματοδότησης, ενώ ο υψηλός πληθωρισμός οδήγησε σε περιορισμό της ιδιωτικής κατανάλωσης. Εξάλλου, η θετική επίδραση στην κατανάλωση από την επανεκκίνηση της οικονομίας και την πραγματοποίηση δαπανών που είχαν αναβληθεί λόγω της πανδημίας φθάνει πλέον στο τέλος της.

Ως επακόλουθο της αυστηροποίησης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, το κόστος άντλησης διαθεσίμων εκ μέρους των τραπεζών σημείωσε άνοδο, οδηγώντας σε αύξηση των επιτοκίων στα επιχειρηματικά και τα στεγαστικά δάνεια. Η εξέλιξη αυτή συνετέλεσε σε επιβράδυνση του ρυθμού επέκτασης της τραπεζικής χρηματοδότησης τόσο προς τις επιχειρήσεις

όσο και προς τα νοικοκυριά. Σε συνέπεια με την επιβράδυνση αυτή και με τον περιορισμό του ύψους του ενεργητικού του Ευρωσυστήματος, ο ρυθμός μεταβολής της ποσότητας χρήματος με την ευρεία έννοια (M3) μειώθηκε σημαντικά και διαμορφώθηκε σε αρνητικά επίπεδα.

Μετά τον Ιούνιο, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αύξησε τα βασικά επιτόκια εκ νέου τον Ιούλιο και το Σεπτέμβριο του 2023, κατά 25 μονάδες βάσης κάθε φορά, ενώ τον Οκτώβριο και το Δεκέμβριο του 2023 τα διατήρησε αμετάβλητα (βλ. Πίνακα III.1). Το Διοικητικό Συμβούλιο επισήμανε ότι και οι προγενέστερες αυξήσεις των βασικών επιτοκίων έχουν συμβάλει σε συγκράτηση της συνολικής ζήτησης μέσω της διαμόρφωσης πιο περιοριστικών συνθηκών χρηματοδότησης και της επιβράδυνσης της πιστωτικής επέκτασης, εξελίξεις που υποβοηθούν την επιστροφή του πληθωρισμού στο μεσοπρόθεσμο στόχο του 2%. Το Διοικητικό Συμβούλιο διαβεβαίωσε επανειλημμένως ότι οι μελλοντικές του αποφάσεις θα εξασφαλίσουν τη διαμόρφωση των επιτοκίων πολιτικής του Ευρωσυστήματος σε αρκούντως περιοριστικά επίπεδα για όσο χρόνο θεωρηθεί αναγκαίο.

Ο βαθμός και η διάρκεια της περιοριστικής νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ προσδιορίζονται από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ με βάση τις προοπτικές του πληθωρισμού όπως αυτές τεκμαίρονται από τις εξελίξεις των οικονομικών και των νομισματοπιστωτικών μεγεθών, καθώς επίσης και με βάση τις εκτιμήσεις του Διοικητικού Συμβουλίου όσον αφορά τη δυναμική του πληθωρισμού και το μέγεθος της επίδρασης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στην πραγματική οικονομία. Το Διοικητικό Συμβούλιο διατηρεί τη δυνατότητα να αναπροσαρμόσει όλα τα μέσα νομισματικής πολιτικής που προβλέπονται από το καταστατικό της ΕΚΤ έτσι ώστε να εξασφαλίσει ότι ο πληθωρισμός θα επιστρέψει μεσοπρόθεσμα στο στόχο και να διαφυλάξει την ομαλή λειτουργία του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής. Το Σεπτέμβριο του 2023 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ υπογράμμισε ότι τα βασικά επιτόκια έχουν φθάσει σε επίπεδα τα οποία, εφόσον διατηρηθούν για μεγάλο χρονικό διάστημα, θα συμβάλουν αποφασιστικά στην έγκαιρη επιστροφή του πληθωρισμού στα επιθυμητά επίπεδα.

Τέλος αναφέρεται ότι τον Ιούλιο του 2023 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε να ορίσει το επιτόκιο των υποχρεωτικών καταθέσεων των τραπεζών στις εθνικές κεντρικές τράπεζες σε 0%. Η απόφαση αυτή αυξάνει την ακρίβεια στον προσδιορισμό της κατεύθυνσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής (δηλαδή κατά βάση στον επηρεασμό των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων) και υποβοηθεί τη μετακύλιση των μεταβολών των βασικών επιτοκίων του Ευρωσυστήματος στα επιτόκια της αγοράς χρήματος. Προάγει επιπρόσθετα την αποτελεσματικότητα της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, στο μέτρο που επιτυγχάνει περιορισμό των εξόδων των εθνικών κεντρικών τραπεζών για τόκους για δεδομένο βαθμό αυστηροποίησης της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής. Το Δεκέμβριο του 2023 ανακοινώθηκε η συνέχιση το πρώτο ήμισυ του έτους 2024 της καθ' ολοκληρίαν επανεπένδυσης του προϊόντος των λήξεων τίτλων που έχει αποκτήσει το Ευρωσύστημα μέσω της εφαρμογής του προγράμματος PEPP. Ακολούθως, κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2024 θα μεθοδευθεί σταθερή κατά μήνα υποχώρηση του ύψους του χαρτοφυλακίου των χρεογράφων τα οποία έχουν αγορασθεί στο πλαίσιο του PEPP. Στο τέλος του 2024 οι επανεπενδύσεις θα σταματήσουν.

## 2 Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ: ΧΑΡΑΞΗ ΚΑΙ ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΗΝ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΟΥ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ ΤΗΣ ΕΚΤ

Στο πλαίσιο της ανάλυσης των οικονομικών, χρηματοοικονομικών και πιστωτικών εξελίξεων στη Νομισματική Ένωση το δεύτερο εξάμηνο του 2023, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ σημείωσε τα εξής:

### Εξέλιξη των τιμών και της οικονομικής δραστηριότητας

Ο ρυθμός πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ, αν και έβαινε μειούμενος, αναμενόταν να παραμείνει σε πολύ υψηλά επίπεδα για πολύ μεγάλο χρονικό διάστημα. Παρά το γεγονός ότι πολλοί δείκτες του υποκείμενου πληθωρισμού υποχώρησαν, οι εκτιμήσεις για αυτό το μέγεθος υπήρξαν εν γένει υψηλές και οι εγχώριες πληθωριστικές πιέσεις εξακολουθούσαν να χαρακτηρίζονται από το Διοικητικό Συμβούλιο ως ισχυρές.

Το Δεκέμβριο του 2023 οι πιέσεις αυτές αξιολογήθηκαν ως αυξημένες και αποδόθηκαν στην έντονη άνοδο του μοναδιαίου κόστους εργασίας λόγω μισθολογικών αυξήσεων παράλληλα με πτώση της παραγωγικότητας. Επισημάνθηκε επίσης ότι αν και ο ρυθμός πληθωρισμού είχε αποκλιμακωθεί τους τελευταίους μήνες επρόκειτο στο άμεσο μέλλον να αναζωπυρωθεί προσωρινά.

Οι πλέον πρόσφατες (Δεκέμβριος 2023) μακροοικονομικές προβλέψεις οι οποίες τέθηκαν υπόψη του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ από τις υπηρεσίες της ΕΚΤ και των εθνικών κεντρικών τραπεζών όσον αφορά τον καταγραφόμενο πληθωρισμό και τον πυρήνα του πληθωρισμού αναφέρονται στον Πίνακα ΙΙΙ.2 δίπλα στις αντίστοιχες προβλέψεις που καταρτίστηκαν στο πλαίσιο των αμέσως προηγούμενων γύρων οικονομετρικών προβλέψεων. Διαπιστώνεται ότι αν και τον περασμένο Σεπτέμβριο οι προβλέψεις για τον καταγραφόμενο πληθωρισμό αναθεωρήθηκαν προς τα άνω κατά το πλείστον, το Δεκέμβριο η αναθεώρηση όσον αφορά το έτος 2024 ήταν προς την αντίθετη κατεύθυνση. Έτσι ο καταγραφόμενος πληθωρισμός αναμένεται

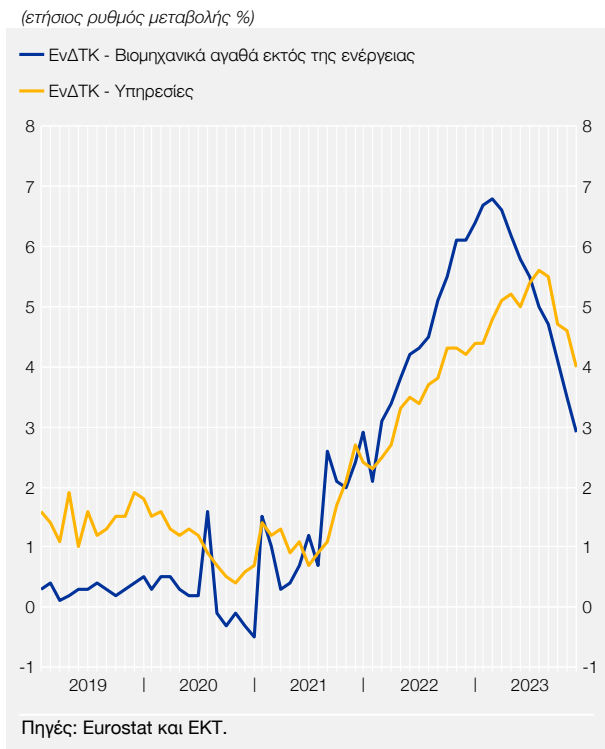
Πίνακας ΙΙΙ.2 Μακροοικονομικές προβολές για τον πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ

(μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)

	Δεκέμβριος 2023				Σεπτέμβριος 2023				Ιούνιος 2023				Δεκέμβριος 2022			
	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
ΕνΔΤΚ	8,4	5,4	2,7	2,1	8,4	5,6	3,2	2,1	8,4	5,4	3,0	2,2	8,4	6,3	3,4	2,3
ΕνΔΤΚ χωρίς ενέργεια και είδη διατροφής	3,9	5,0	2,7	2,3	3,9	5,1	2,9	2,2	3,9	5,1	3,0	2,3	3,9	4,2	2,8	2,4

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

**Διάγραμμα III.2 Επιμέρους δείκτες πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2019-Νοέμβριος 2023)**



να προσεγγίσει το στόχο του 2% μελλοντικά κατά το έτος 2025 αφού αποκλιμακωθεί αργά στη διάρκεια του 2024 χωρίς ωστόσο να λείπει, όπως προαναφέρθηκε, και κάποια παροδική αναζωπύρωση στους αμέσως επόμενους μήνες. Από την άλλη πλευρά τόσο το Σεπτέμβριο όσο και το Δεκέμβριο οι προβλέψεις για τον πυρήνα του πληθωρισμού κατά το αμέσως επόμενο έτος αναθεωρήθηκαν προς τα κάτω.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ διέκρινε το Δεκέμβριο του 2023 (αλλά και στον προηγούμενο γύρο προβλέψεων) τους εξής ανοδικούς κινδύνους σχετικά με τις προοπτικές του πληθωρισμού: (α) το ενδεχόμενο η κλιματική κρίση να προκαλέσει μεγαλύτερη αύξηση των τιμών των τροφίμων από ό,τι ήδη προβλέπεται, (β) το ενδεχόμενο απροσδόκητης αύξησης των τιμών της ενέργειας εν όψει των νέων γεωπολιτικών εντάσεων στη Μέση Ανατολή αλλά και της συνεχιζόμενης σύρραξης μεταξύ Ουκρανίας και Ρωσίας, (γ) το ενδεχόμενο οι πληθωριστικές προσδοκίες να υπερβούν το στόχο του 2% με μεσοπρόθεσμη αυξητική επίδραση στις πιέσεις επί των τιμών, (δ) το ενδεχόμενο να σημειωθούν ταχύτερες από τις αναμενόμενες αυξήσεις μισθών ή των περιθωρίων κέρδους με μεσοπρόθεσμη αυξητική επί-

δραση στις πληθωριστικές πιέσεις. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αναγνωρίζει ως αντίστοιχο μεσοπρόθεσμο καθοδικό κίνδυνο το ενδεχόμενο η συνολική ζήτηση να αποδειχθεί ασθενέστερη από την αναμενόμενη, εξαιτίας χειροτέρευσης του εξωτερικού περιβάλλοντος της ζώνης του ευρώ, πιθανώς λόγω των γεωπολιτικών εντάσεων ή στην περίπτωση που η μετάδοση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής λάβει μεγαλύτερη έκταση από ό,τι ήδη εκτιμάται.

Αναφορικά με τις τρέχουσες εξελίξεις,<sup>2</sup> το δεύτερο εξάμηνο του 2023 τόσο ο καταγραφόμενος πληθωρισμός όσο και ο πυρήνας του πληθωρισμού (μετρούμενος με βάση τις τιμές εκτός ειδών διατροφής και ενέργειας) παρουσίασαν καθοδική τάση. Το Διοικητικό Συμβούλιο επισήμανε ότι ο πληθωρισμός των τιμών των αγαθών αποκλιμακώνεται, εξαιτίας της βελτίωσης των συνθηκών προσφοράς, των προγενέστερων<sup>3</sup> μειώσεων των τιμών της ενέργειας, της εξασθένησης των πιέσεων στις τιμές χονδρικής, της υποχώρησης της συνολικής ζήτησης και της περιστολής – σε ένα περιβάλλον περιοριστικής νομισματικής πολιτικής – της δυνατότητας των επιχειρήσεων να αυξάνουν τις τιμές μέσω διεύρυνσης των περιθωρίων κέρδους. Οι παράγοντες αυτοί συνέβαλαν επίσης, σύμφωνα με το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ, στην πτωτική πορεία των περισσότερων δεικτών υποκείμενου πληθωρισμού. Από την άλλη πλευρά, ο πληθωρισμός των τιμών των ειδών διατροφής διατηρείται ακόμη υψηλός.

Ο πληθωρισμός των τιμών των υπηρεσιών παρέμεινε έντονος, τροφοδοτούμενος από τις μισθολογικές αυξήσεις και από την ισχυρή ιδιωτική δαπάνη για ταξιδιωτικές υπηρεσίες σε αντιστροφή του σημαντικού περιορισμού των σχετικών δαπανών κατά τη διάρκεια της πανδημίας (βλ. Διάγραμμα III.2). Τελευταία πάντως,<sup>4</sup> οι πιέσεις επί των τιμών στον τομέα του τουρισμού και των τα-

<sup>2</sup> Για τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία που έχουν ληφθεί υπόψη στο κεφάλαιο αυτό, βλ. την υποσημείωση 1.

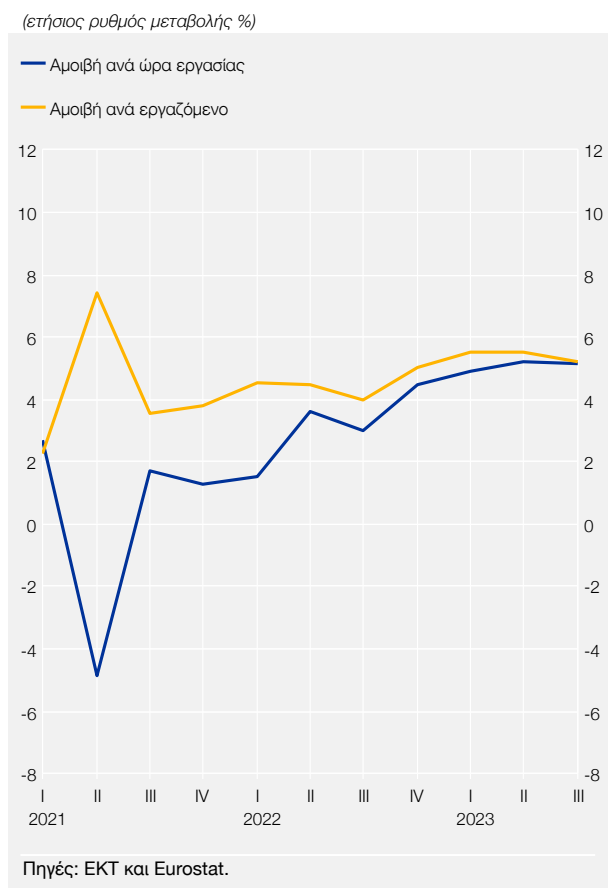
<sup>3</sup> Ο ρυθμός αύξησης των τιμών της ενέργειας επιβραδύνθηκε μετά τις αρχές του 2022.

<sup>4</sup> Σημειώνεται για πρώτη φορά στην ανακοίνωση νομισματικής πολιτικής (monetary policy statement) που δόθηκε στη δημοσιότητα μετά τη συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ στις 26 Οκτωβρίου 2023.

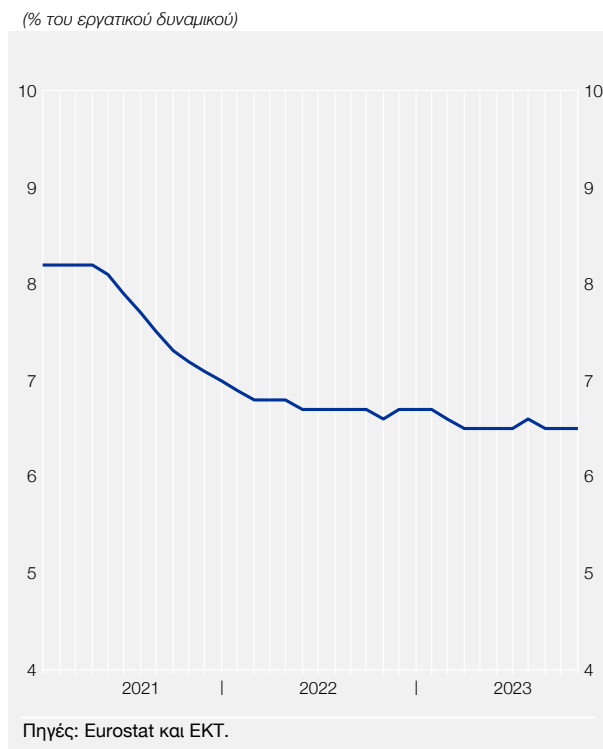
ξιδιών έχουν αμβλυνθεί. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επισήμανε επίσης ότι πολλές επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε τομείς όπου η ζήτηση είχε αυξηθεί δυσανάλογα προς τις δυνατότητες επέκτασης της παραγωγής είχαν επιτύχει αύξηση του περιθωρίου κέρδους, με αποτέλεσμα τη δημιουργία επιπλέον πιέσεων επί των τιμών. Τονίστηκε ωστόσο ότι, όπως σημειώθηκε παραπάνω, η αρνητική επίδραση από την αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής στη συνολική ζήτηση περιορίζει αντίστοιχα τις δυνατότητες των επιχειρήσεων να διευρύνουν το περιθώριο κέρδους.<sup>5</sup>

Παρά την επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ (όπως αναφέρεται παρακάτω), οι συνθήκες στην αγορά

**Διάγραμμα ΙΙΙ.4 Αμοιβή της εργασίας στη ζώνη του ευρώ**  
(α' τρίμηνο 2021-γ' τρίμηνο 2023)



**Διάγραμμα ΙΙΙ.3 Ποσοστό ανεργίας στη ζώνη του ευρώ**  
(Ιανουάριος 2021-Οκτώβριος 2023)



εργασίας παρέμειναν ευνοϊκές, με την ανεργία σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα και συνεχή άνοδο της απασχόλησης (βλ. Διάγραμμα ΙΙΙ.3). Η αμοιβή της εργασίας εξακολούθησε να αυξάνεται ανά εργαζόμενο (βλ. Διάγραμμα ΙΙΙ.4) ώστε οι μισθολογικές εξελίξεις πλέον να συνιστούν σημαντικό παράγοντα δημιουργίας πληθωριστικών πιέσεων. Βέβαια, εσχάτως<sup>6</sup> προκύπτουν ενδείξεις εξασθένησης των αγορών εργασίας, καθώς παρατηρείται ότι δημιουργούνται ολοένα λιγότερες νέες θέσεις εργασίας. Το Δεκέμβριο του 2023 το Διοικητικό Συμβούλιο επισήμανε και τη μείωση των καταγραφισμένων ωρών εργασίας κατά το τρίτο τρίμηνο του 2023.

Η πλειονότητα των δεικτών μακροπρόθεσμων πληθωριστικών προσδοκιών λάμβανε τιμές γύρω στο 2% – κάποιοι δείκτες ωστόσο παρουσίασαν αύξηση κατά τη διάρκεια της περιόδου υπό επισκόπηση και το Διοικητικό Συμβούλιο υπογράμμισε ότι η εξέλιξη αυτή επιβαλλόταν να πα-

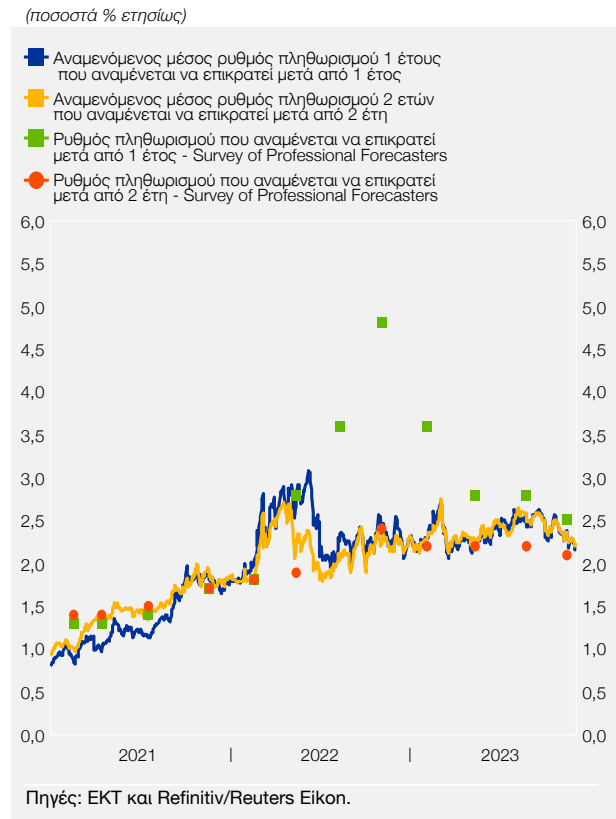
5 Στη συνέντευξη τύπου μετά τη συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου στις 14 Σεπτεμβρίου 2023, η Πρόεδρος της ΕΚΤ επισήμανε επιπροσθέτως ότι η αυξημένη κερδοφορία φαίνεται να επιτρέπει στις επιχειρήσεις να ικανοποιούν τις μισθολογικές διεκδικήσεις χωρίς να προβαίνουν σε ανάλογη αύξηση των τιμών των προϊόντων τους.

6 Σημειώνεται για πρώτη φορά στην ανακοίνωση νομισματικής πολιτικής (monetary policy statement) που δόθηκε στη δημοσιότητα μετά τη συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ στις 27 Ιουλίου 2023.

**Διάγραμμα III.5 Μακροπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες στη ζώνη του ευρώ (4 Ιανουαρίου 2021-30 Νοεμβρίου 2023)**



**Διάγραμμα III.6 Μεσοπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες στη ζώνη του ευρώ (4 Ιανουαρίου 2021-30 Νοεμβρίου 2023)**



ρακολουθηθεί στενά (βλ. Διαγράμματα III.5 και III.6). Το Δεκέμβριο του 2023 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επισήμανε την πρόσφατη αποκλιμάκωση από αυξημένα επίπεδα ορισμένων δεικτών αναμενόμενου πληθωρισμού που εξάγονται από τις τιμές στις χρηματοπιστωτικές αγορές.

Σε πολλές χώρες-μέλη της Νομισματικής Ένωσης υπήρξαν, όπως είναι γνωστό, κρατικές παρεμβάσεις κατά το πρόσφατο παρελθόν,<sup>7</sup> που περιόρισαν τον κίνδυνο η απότομη άνοδος των τιμών της ενέργειας κατά τα προηγούμενα έτη<sup>8</sup> να επιβαρύνει υπέρμετρα τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις. Δεδομένου ότι η ενεργειακή κρίση έχει πλέον εκτονωθεί, το Διοικητικό Συμβούλιο υπέδειξε ότι τα μέτρα αυτά θα πρέπει να αρθούν γρήγορα, ειδάλλως θα καταστεί αναγκαία πρόσθετη αυστηροποίηση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής προκειμένου να αποσοβηθεί ο κίνδυνος τα εν λόγω μέτρα να τροφοδοτήσουν πληθωριστικές πιέσεις μεσοπρόθεσμα.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ σημείωσε ότι η οικονομία της ζώνης του ευρώ παρουσίασε στασιμότητα κατά το πρώτο εξάμηνο του έτους (βλ. Διάγραμμα III.7). Ακολούθως, το ΑΕΠ κατέγραψε μικρή υποχώρηση κατά το τρίτο τρίμηνο. Η κάμψη της οικονομικής δραστηριότητας που ξεκίνησε από τη μεταποίηση πιο πρόσφατα εξαπλώθηκε προοδευτικά και στον τομέα των υπηρεσιών, καθώς μεταξύ άλλων η επίδραση της αύξησης των επιτοκίων διευρύνθηκε. Ως παράγοντες που συμβάλλουν στην εξέλιξη του ΑΕΠ επισημαίνονται η μείωση της εξωτερικής ζήτησης αγαθών και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ και η αυστηροποίηση των συνθηκών χρηματοδότησης εγχωρίως, η οποία μεταξύ άλλων προκάλεσε περιορισμό των επενδύσεων (σε κατοικίες, κατασκευές και εξοπλισμό) στη Νομισματική Ένωση, ενώ ο υψηλός πληθωρισμός επέδρασε αρνητικά στην ιδιωτική κατανάλωση.

7 Κυρίως κατά το έτος 2022.

8 Το 2021 και το 2022 για τους τελικούς καταναλωτές.



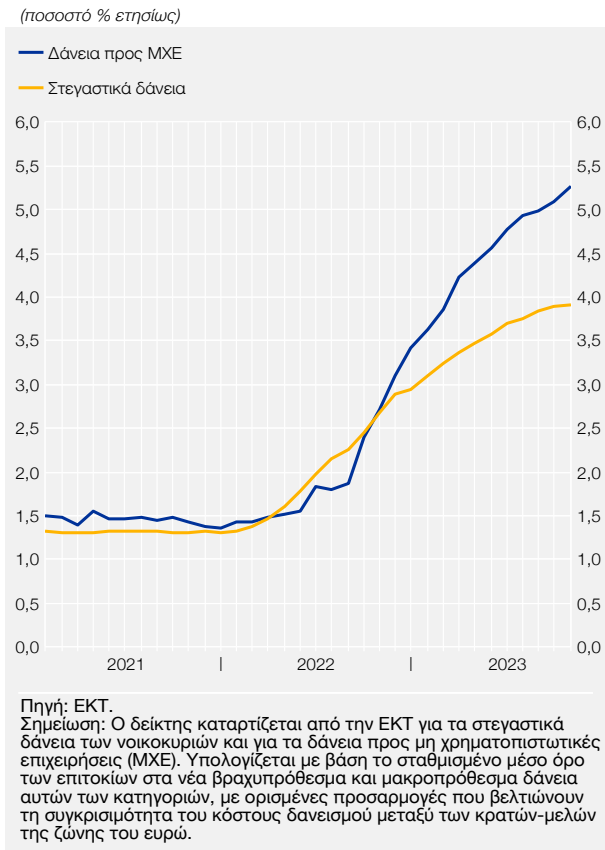
Αναμένεται μελλοντικά αναζωογόνηση της οικονομικής δραστηριότητας, εφόσον το διαθέσιμο εισόδημα αυξηθεί σε πραγματικούς όρους, λόγω της προδιαγραφόμενης υποχώρησης του πληθωρισμού καθώς επίσης και των ακόμη κατά το πλείστον ευνοϊκών συνθηκών στις αγορές εργασίας, συμπεριλαμβανομένης της ανοδικής πορείας των μισθών, εξέλιξη η οποία θα υποστηρίξει την κατανάλωση. Η εξομάλυνση των συνθηκών προσφοράς και η προσδοκώμενη ανάκαμψη της εξωτερικής ζήτησης αγαθών και υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ επίσης θα στηρίξουν την αναμενόμενη κατά τα επόμενα έτη ενδυνάμωση του ΑΕΠ.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επισήμανε ότι ο σχεδιασμός των δημοσιονομικών πολιτικών θα πρέπει να αποσκοπεί στην αύξηση της παραγωγικότητας στη ζώνη του ευρώ και στην προοδευτική μείωση του δημόσιου χρέους στις χώρες όπου αυτό είναι υψηλό. Οι πληθωριστικές πιέσεις στη Νομισματική Ένωση είναι δυνατόν να μετριαστούν μεσοπρόθεσμα και μέσω της αύξησης του παραγωγικού δυναμικού με

**Διάγραμμα ΙΙΙ.7 ΑΕΠ και προστιθέμενη αξία σε βασικούς κλάδους στη ζώνη του ευρώ (α' τρίμηνο 2021-γ' τρίμηνο 2023)**



**Διάγραμμα ΙΙΙ.8 Δείκτης κόστους δανεισμού προς επιχειρήσεις και νοικοκυριά στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2021-Οκτώβριος 2023)**



διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις και νέες επενδύσεις. Αυτό θα επιτευχθεί με την πλήρη εφαρμογή του προγράμματος NextGenerationEU (NGEU), το οποίο προωθεί επίσης την πράσινη μετάβαση και τον ψηφιακό μετασχηματισμό της ευρωπαϊκής οικονομίας. Τέλος, το Διοικητικό Συμβούλιο τόνισε ότι η μεταρρύθμιση του πλαισίου οικονομικής διακυβέρνησης της Ευρωπαϊκής Ένωσης πρέπει να έχει ολοκληρωθεί σύντομα, ενώ η πρόοδος προς την ολοκλήρωση της Ένωσης Κεφαλαιαγορών και της Τραπεζικής Ένωσης πρέπει να επιταχυνθεί.

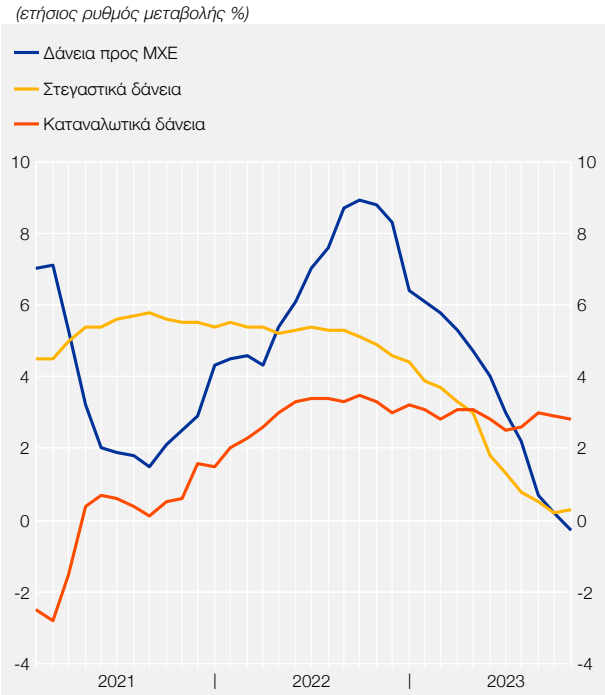
**Νομισματικές και πιστωτικές εξελίξεις**

Εξαιτίας της αυστηροποίησης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, το γενικό επίπεδο των επιτοκίων και ειδικότερα το κόστος άντλησης ρευστών διαθεσίμων εκ μέρους των τραπεζών έχουν αυξηθεί, καθώς οι αποταμιευτές στρέφονται προς τις καταθέσεις προθεσμίας, οι οποίες προσφέρουν υψηλότερα επιτόκια σε σύγκριση με τις καταθέσεις μίας ημέρας. Παράλληλα, έχει περιοριστεί η χορήγηση από το Ευρωσύστημα χρηματοδοτικών πόρων προς τις τράπεζες με ευνοϊκούς όρους μέσω πράξεων TLTRO. Κατά συνέπεια, τα επιτόκια των επιχειρηματικών και των στεγαστικών δανείων εξακολούθησαν να αυξάνονται και κατά το δεύ-

τερο εξάμηνο του 2023 (βλ. Διάγραμμα III.8). Τον Οκτώβριο του 2023 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ σημείωσε την τότε υπό εξέλιξη αύξηση των μακροπρόθεσμων αποδόσεων διεθνώς, ενώ το Δεκέμβριο επισημάνθηκε η αντιστροφή αυτής της τάσης η οποία ακολούθησε.

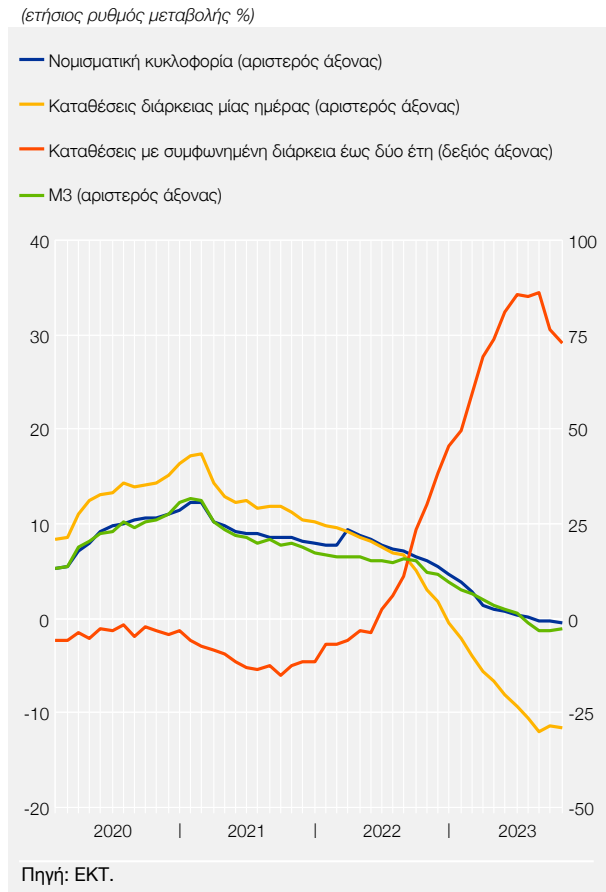
Δεδομένου του περιορισμού αφενός της προσφοράς και αφετέρου της ζήτησης τραπεζικής πίστης, υποχώρησαν σημαντικά οι ρυθμοί επέκτασης της τραπεζικής χρηματοδότησης τόσο προς τις επιχειρήσεις όσο και προς τα νοικοκυριά (βλ. Διάγραμμα III.9). Η Έρευνα Τραπεζικών Χορηγήσεων του Ευρωσυστήματος επιβεβαίωσε την περαιτέρω σημαντική περιστολή της ζήτησης τραπεζικών δανείων κατά το γ' τρίμηνο του 2023, καθώς οι παραγωγικές επενδύσεις αλλά και οι αγορές κατοικιών περιορίστηκαν. Κατέγραψε επίσης συνέχιση της αυστηροποίησης των πιστοδοτικών κριτηρίων των τραπεζών, καθώς αυτές εκτιμούν ότι ο πιστωτικός κίνδυνος αυξάνεται, ενώ παράλληλα αποκρίνονται ότι η αποστροφή τους προς τον

**Διάγραμμα III.9 Δάνεια προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά στη ζώνη του ευρώ<sup>1</sup>**  
(Ιανουάριος 2021-Οκτώβριος 2023)



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 διαθέσιμων σε επίπεδο ομίλων επιχειρήσεων (notional cash pooling) που παρέχουν τα ΝΧΙ σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ.

**Διάγραμμα III.10 Νομισματικά μεγέθη στη ζώνη του ευρώ**  
(Ιανουάριος 2019-Οκτώβριος 2023)

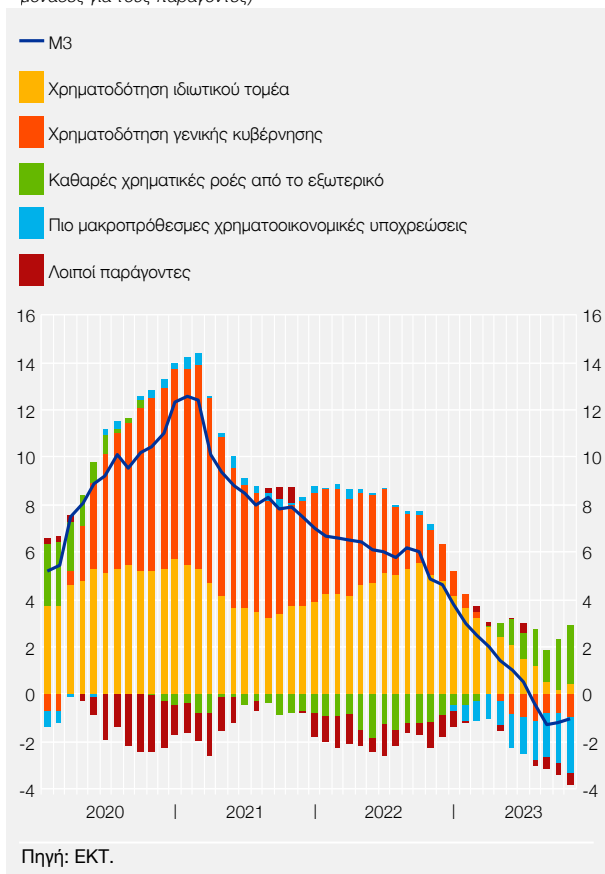


κίνδυνο ενισχύεται. Ο ρυθμός μεταβολής της ποσότητας χρήματος με την ευρεία έννοια (M3) κατέγραψε υποχώρηση και διαμορφώθηκε πλέον σε αρνητικές τιμές – στα χαμηλότερα επίπεδα από την έναρξη της Νομισματικής Ένωσης – σε συνάφεια με την επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης προς τον εγχώριο ιδιωτικό τομέα και τη συρρίκνωση του μεγέθους του ισολογισμού του Ευρωσυστήματος (βλ. Διαγράμματα III.10 και III.11).

Όπως καθορίζεται στη στρατηγική της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ εξέτασε διεξοδικά τις αλληλεπιδράσεις μεταξύ ενιαίας νομισματικής πολιτικής και χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Διαπιστώθηκε ότι οι τράπεζες στη ζώνη του ευρώ διαθέτουν ισχυρή κεφαλαιακή βάση και η κερδοφορία τους βελτιώθηκε το 2023. Εντούτοις οι προοπτικές για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα χαρακτηρίζονται ως εύθραυστες δεδομένης της αυστηροποίησης των νομισματικών και χρηματοπιστωτικών συνθηκών, του χαμηλού ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης και των γεωπο-

**Διάγραμμα ΙΙΙ.11 Παράγοντες που συμβάλλουν στη μεταβολή του νομισματικού μεγέθους M3 στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2020-Οκτώβριος 2023)**

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



λιτικών εντάσεων. Η κατάσταση είναι δυνατόν να χειροτερεύσει σε περίπτωση που αυξηθεί το κόστος άντλησης χρηματοδοτικών πόρων εκ μέρους των τραπεζών πέρα από τα αναμενόμενα επίπεδα ή εάν οι δανειολήπτες που δυσκολεύονται να αποπληρώσουν τις οφειλές τους πληθύνουν. Από την άλλη πλευρά εάν η αντίδραση των χρηματοπιστωτικών αγορών σε μια τέτοια εξέλιξη είναι μετρημένη, η επίπτωση στην οικονομία δεν θα λάβει μεγάλη έκταση. Το Διοικητικό Συμβούλιο υπογράμμισε, όπως και στο παρελθόν, ότι η μακροπροληπτική πολιτική παραμένει πρώτη γραμμή άμυνας έναντι των ευπαθειών του χρηματοπιστωτικού συστήματος και ότι τα σχετικά μέτρα που έχουν ήδη θεσπισθεί συμβάλλουν στη διατήρηση της ανθεκτικότητάς του.

### Πολιτική επιτοκίων και άλλα μέτρα νομισματικής πολιτικής

Μετά τον Ιούνιο 2023 και πάντα με βάση τα συμπεράσματα της οικονομικής ανάλυσης που διεξήγαγε, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε αυξήσεις των βασικών επιτοκίων κατά 25 μονάδες βάσης κάθε φορά στις συνεδριάσεις του Ιουλίου και του Σεπτεμβρίου 2023. Σημειώνεται επίσης ότι στη συνεδρίαση του Ιουλίου 2023 το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε να ορίσει το επιτόκιο των υποχρεωτικών καταθέσεων των τραπεζών στις εθνικές κεντρικές τράπεζες σε 0%, με ισχύ από τα τέλη Σεπτεμβρίου 2023. Μέχρι εκείνη τη στιγμή το εν λόγω επιτόκιο εξισωνόταν με το επιτόκιο της πάγιας

διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων, το οποίο, ως γνωστόν, έχει διαμορφωθεί εδώ και πολλούς μήνες σε θετικά επίπεδα.

Η απόφαση αυτή του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ προωθεί την αποτελεσματικότητα και την ακρίβεια στον προσδιορισμό της κατεύθυνσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής<sup>9</sup> καθώς εξασφαλίζει ομαλή μετάδοση των μεταβολών των βασικών επιτοκίων του Ευρωσυστήματος στα επιτόκια της αγοράς χρήματος. Είναι επίσης σημαντικό για την αποτελεσματικότητα της ενιαίας νομισματικής πολιτικής ότι η εν λόγω απόφαση οδηγεί σε περιορισμό των δαπανών των εθνικών κεντρικών τραπεζών για τόκους για δεδομένο βαθμό αυστηροποίησης της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής εκ μέρους του Ευρωσυστήματος.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ διαπίστωσε ότι οι προηγηθείσες αυξήσεις των βασικών επιτοκίων ασκούν σημαντική επίδραση στην οικονομία της ζώνης του ευρώ, καθώς έχουν διαμορφώσει πιο περιοριστικές συνθήκες χρηματοδότησης, περιορίζοντας την πιστωτική επέκταση. Η εξέλιξη αυτή συμβάλλει σε συγκράτηση της συνολικής ζήτησης, η οποία κρίνεται σημαντική για την επιστροφή του πληθωρισμού στα επιθυμητά επίπεδα. Το Διοικητικό Συμβούλιο επισήμανε επανειλημμένως κατά την περίοδο υπό επισκόπηση ότι οι μελλοντικές του αποφάσεις επρόκειτο

9 Δηλαδή, κατ' ουσίαν, του επηρεασμού των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων, που με τη σειρά τους επηρεάζουν τις συνθήκες χρηματοδότησης, τον όγκο των χρηματοδοτικών ροών στην οικονομία ιδίως μέσω του τραπεζικού συστήματος, καθώς και τη συναλλαγματική ισοτιμία.

να διασφαλίσουν ότι τα βασικά επιτόκια του Ευρωσυστήματος θα προσδιοριστούν σε αρκούντως περιοριστικά επίπεδα για όσο χρόνο χρειαστεί.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ εξήγησε ότι διαμορφώνει εκτίμηση για τον κατάλληλο βαθμό και την απαιτούμενη διάρκεια της περιοριστικής νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ με βάση τις πληροφορίες που συγκεντρώνει σε σχέση με τα οικονομικά και τα νομισματοπιστωτικά μεγέθη και την εικόνα που αυτές σκιαγραφούν όσον αφορά τις προοπτικές του πληθωρισμού, τη δυναμική του πληθωρισμού και την έκταση στην οποία μεταδίδεται στην πραγματική οικονομία της ζώνης του ευρώ η επίδραση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Επίσης, τονίστηκε επανειλημμένως ότι το Διοικητικό Συμβούλιο παραμένει σε ετοιμότητα να αναπροσαρμόσει όλα τα μέσα νομισματικής πολιτικής που προβλέπονται από το καταστατικό της ΕΚΤ προκειμένου να εξασφαλίσει ότι ο πληθωρισμός θα επιστρέψει μεσοπρόθεσμα στο στόχο του 2%, καθώς επίσης και να υποστηρίξει την ομαλή λειτουργία του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής. Το Σεπτέμβριο του 2023 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ανακοίνωσε ειδικότερα ότι τα βασικά επιτόκια έχουν φθάσει σε επίπεδα τα οποία, αν διατηρηθούν επί μακρό χρονικό διάστημα, θα συνδράμουν αποφασιστικά στην έγκαιρη επιστροφή του πληθωρισμού στο στόχο. Τον Οκτώβριο το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ διατήρησε τα βασικά επιτόκια αμετάβλητα, καθώς οι πιο πρόσφατες πληροφορίες επιβεβαίωσαν τις προγενέστερες εκτιμήσεις του για τις μεσοπρόθεσμες προοπτικές του πληθωρισμού. Εξάλλου, ο καταγραφόμενος πληθωρισμός είχε σημειώσει επιβράδυνση και οι περισσότεροι δείκτες του υποκείμενου πληθωρισμού επίσης υποχωρούσαν. Οι προηγηθείσες αυξήσεις των βασικών επιτοκίων εξακολουθούσαν να επηρεάζουν προς περιοριστική κατεύθυνση τις συνθήκες χρηματοδότησης, εξέλιξη η οποία, συγκρατώντας τη συνολική ζήτηση, οδηγούσε σε αποδυνάμωση των πληθωριστικών πιέσεων.

Τα βασικά επιτόκια διατηρήθηκαν σταθερά και το Δεκέμβριο του 2023 οπότε το Διοικητικό Συμβούλιο υπογράμμισε ότι τα επιτόκια αυτά συνιστούν το πρωταρχικό μέσο που διαθέτει το Ευρωσύστημα για τον προσδιορισμό της κατεύθυνσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Το Διοικητικό Συμβούλιο ανακοίνωσε επίσης την απόφασή του να συνεχίσει κατά το πρώτο ήμισυ του έτους 2024 να επανεπενδύεται καθ' ολοκληρίαν το προϊόν της ωρίμανσης τίτλων που έχει αποκτήσει το Ευρωσύστημα μέσω της εφαρμογής του προγράμματος PEPP. Ακολούθως, κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2024 το ύψος του χαρτοφυλακίου των χρεογράφων τα οποία έχουν κτηθεί στο πλαίσιο του PEPP θα ελαττώνεται κατά 7,5 δισεκ. ευρώ κατά μέσο όρο ανά μήνα. Στο τέλος του 2024 οι επανεπενδύσεις θα παύσουν.

# IV ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

*Η ελληνική οικονομία συνέχισε και στη διάρκεια του 2023 να αναπτύσσεται με ικανοποιητικό μεν, αλλά επιβραδυνόμενο ρυθμό. Στην εξέλιξη του ΑΕΠ συνέβαλαν θετικά η ιδιωτική κατανάλωση, οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών και οι επενδύσεις. Ωστόσο, κάποιοι δείκτες οικονομικής δραστηριότητας, όπως αυτοί που αφορούν τη βιομηχανική παραγωγή και τις λιανικές πωλήσεις, εμφάνισαν επιβράδυνση ή μείωση. Ταυτόχρονα, οι προσδοκίες των καταναλωτών φαίνεται να επηρεάστηκαν καθοδικά το δεύτερο εξάμηνο του έτους από τις φυσικές καταστροφές που έπληξαν τη χώρα, αλλά και από την επίταση της διεθνούς αβεβαιότητας λόγω των γεωπολιτικών εξελίξεων στη Μέση Ανατολή.*

*Ο γενικός πληθωρισμός σημείωσε σημαντική επιβράδυνση, πρωτίστως λόγω της συνεχιζόμενης υποχώρησης των τιμών των ενεργειακών αγαθών. Ωστόσο, οι ανοδικές πιέσεις στις τιμές των επεξεργασμένων τροφίμων, των μην ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών και των υπηρεσιών διατήρησαν τον πυρήνα του πληθωρισμού σε υψηλά επίπεδα. Η αγορά εργασίας εμφάνισε ευνοϊκή δυναμική και στη διάρκεια του 2023, με το ποσοστό ανεργίας να υποχωρεί περαιτέρω και την απασχόληση να μεγεθύνεται ικανοποιητικά.*

*Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών μειώθηκε σημαντικά το εννεάμηνο του τρέχοντος έτους σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2022, λόγω της μεγαλύτερης μείωσης των εισαγωγών αγαθών έναντι των αντίστοιχων εξαγωγών, καθώς και της αύξησης των εισπράξεων από ταξιδιωτικές υπηρεσίες, λόγω της ιδιαίτερα δυναμικής συμβολής του τουρισμού.*

*Η διατήρηση ικανοποιητικού ρυθμού ανάπτυξης εν μέσω συσσωρευμένης διεθνούς αβεβαιότητας λόγω των γεωπολιτικών εξελίξεων αποτελεί τη σημαντικότερη πρόκληση για την ελληνική οικονομία μεσοπρόθεσμα. Η συνέχιση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, ιδιαίτερα στους τομείς που εμφανίζουν χρόνιες υστερήσεις, είναι αποφασιστικής σημασίας. Η ταχύτερη αξιοποίηση των πόρων του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης NextGenerationEU (NGEU) θα συμβάλει επίσης στην ενίσχυση της παραγωγικότητας και της ανταγωνιστικότητας των εγχώριων επιχειρήσεων.*

*Η ελληνική οικονομία προβλέπεται ότι θα αναπτύσσεται το 2023 και 2024 με ρυθμούς 2,4% και 2,5% αντίστοιχα. Οι κίνδυνοι που περιβάλλουν την πρόβλεψη αυτή είναι κυρίως καθοδικοί και συνδέονται με ενδεχόμενες δυσμενείς γεωπολιτικές εξελίξεις, με την εκδήλωση καταστροφικών φαινομένων της κλιματικής κρίσης, με μεταρρυθμιστική κόπωση και, τέλος, με επιβράδυνση στην απορρόφηση των κονδυλίων του NGEU.*

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

Στη διάρκεια του εννεαμήνου Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2023 η οικονομική δραστηριότητα επιβραδύνθηκε σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2022, αλλά παρέμεινε ισχυρή (+2,2%). Βασικές συνιστώσες της ανάπτυξης ήταν η ιδιωτική κατανάλωση, οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών και ο ακαθάριστος σχηματισμός πάγιου κεφαλαίου. Αντίθετα, η αύξηση των εισαγωγών, η οποία αποδίδεται σε μεγάλο βαθμό στην άνοδο της ιδιωτικής κατανάλωσης και των επενδύσεων, συνέβαλε αρνητικά στο ΑΕΠ (βλ. Πίνακα IV.1 και Διάγραμμα IV.1).

<sup>1</sup> Το κείμενο βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία που ήταν διαθέσιμα μέχρι τις 15.12.2023.



**Πίνακας IV.1 Ζήτηση και ΑΕΠ (2019-γ' τρίμηνο 2023)**

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

	2019	2020	2021	2022	2022 (δ' τρίμ.)	2023 (α' τρίμ.)	2023 (β' τρίμ.)	2023 (γ' τρίμ.)
Ιδιωτική κατανάλωση	1,8 (1,2)	-7,4 (-5,2)	5,8 (4,1)	7,4 (5,5)	4,2 (2,9)	1,1 (0,8)	1,7 (1,2)	0,9 (0,7)
Δημόσια κατανάλωση	2,4 (0,5)	3,0 (0,6)	1,8 (0,4)	2,1 (0,5)	1,2 (0,2)	2,9 (0,6)	1,2 (0,2)	-0,7 (-0,1)
Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	-2,2 (-0,3)	2,0 (0,2)	19,3 (2,3)	11,7 (1,6)	15,1 (2,0)	8,2 (1,1)	9,2 (1,3)	4,9 (0,7)
<i>Επενδύσεις σε κατοικίες</i>	12,6 (0,1)	19,0 (0,2)	27,3 (0,3)	33,7 (0,4)	115,0 (0,5)	47,9 (-1,4)	46,2 (-1,4)	28,2 (-1,6)
<b>Εγχώρια τελική ζήτηση<sup>1</sup></b>	1,5 (1,4)	-4,3 (-4,3)	6,5 (6,8)	6,9 (7,4)	5,0 (5,2)	2,4 (2,5)	2,6 (2,7)	1,2 (1,2)
Αποθέματα και στατιστικές διαφορές (ως % του ΑΕΠ)	1,4%	2,2%	2,8%	2,0%	2,0%	-1,1%	0,1%	3,3%
<b>Εγχώρια ζήτηση</b>	1,2 (1,2)	-3,9 (-4,0)	7,0 (7,7)	6,6 (6,5)	5,8 (6,1)	0,8 (0,8)	2,4 (2,5)	2,8 (3,0)
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	4,9 (1,8)	-21,5 (-7,8)	24,2 (7,8)	6,2 (2,5)	-0,3 (-0,1)	6,7 (2,5)	-0,5 (-0,2)	1,0 (0,4)
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	2,9 (-1,1)	-7,3 (2,7)	17,9 (-7,1)	7,2 (-3,3)	3,9 (-1,8)	3,3 (-1,4)	-0,6 (0,3)	2,9 (-1,3)
<b>Εξωτερική ζήτηση</b>	... (0,7)	... (-5,1)	... (0,7)	... (-0,8)	... (-1,9)	... (1,1)	... (0,1)	... (-0,9)
<b>Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν σε τιμές αγοράς</b>	1,9	-9,3	8,4	5,6	4,2	1,9	2,6	2,1

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, τριμηνιαίο εθνικό λογαριασμοί, 6 Δεκεμβρίου 2023. 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.

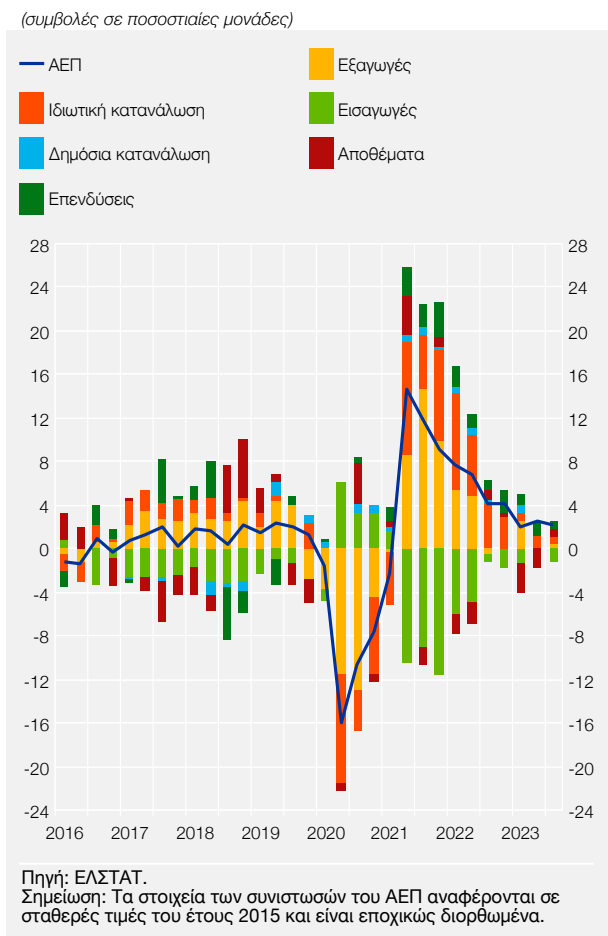
Μικτή εικόνα παρουσιάζουν οι δείκτες της οικονομικής δραστηριότητας. Κάποιοι δείκτες, όπως αυτοί της μεταποιητικής παραγωγής, των κατασκευών και των πωλήσεων επιβατικών αυτοκινήτων, συνέχισαν να καταγράφουν θετικούς ρυθμούς μεταβολής. Κάποιοι άλλοι, όπως αυτοί της βιομηχανικής παραγωγής και των λιανικών πωλήσεων, παρουσίασαν επιβράδυνση ή υποχώρηση. Επίσης, οι προσδοκίες των επιχειρήσεων και ο δείκτης εμπιστοσύνης των καταναλωτών εμφάνισαν διακυμάνσεις και φαίνεται ότι επηρεάστηκαν – λιγότερο όμως σε σύγκριση με τους αντίστοιχους ευρωπαϊκούς δείκτες – από την άνοδο της αβεβαιότητας λόγω των γεγονότων στη Μέση Ανατολή (βλ. Διάγραμμα IV.2). Πάντως, ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI), αν και κινείται στα χαμηλότερα επίπεδα των τελευταίων μηνών, συνεχίζει να υποδηλώνει, έστω και οριακά, ανοδική πορεία για την ελληνική μεταποίηση.

Η ελληνική αγορά ακινήτων συνέχισε και το 2023 να προσελκύει το επενδυτικό ενδιαφέρον, με αποτέλεσμα οι τιμές να κινηθούν περαιτέρω ανοδικά, ιδιαίτερα στα ακίνητα υψηλών προδιαγραφών. Όμως, ορισμένοι πρόδρομοι δείκτες της εγχώριας αγοράς, αλλά και η εξέλιξη των τιμών σε ευρωπαϊκό και διεθνές επίπεδο, υποδηλώνουν ενδεχομένως ηπιότερους ρυθμούς αύξησης των τιμών τα επόμενα τρίμηνα, ειδικά για τα ακίνητα χαμηλότερης ζήτησης.

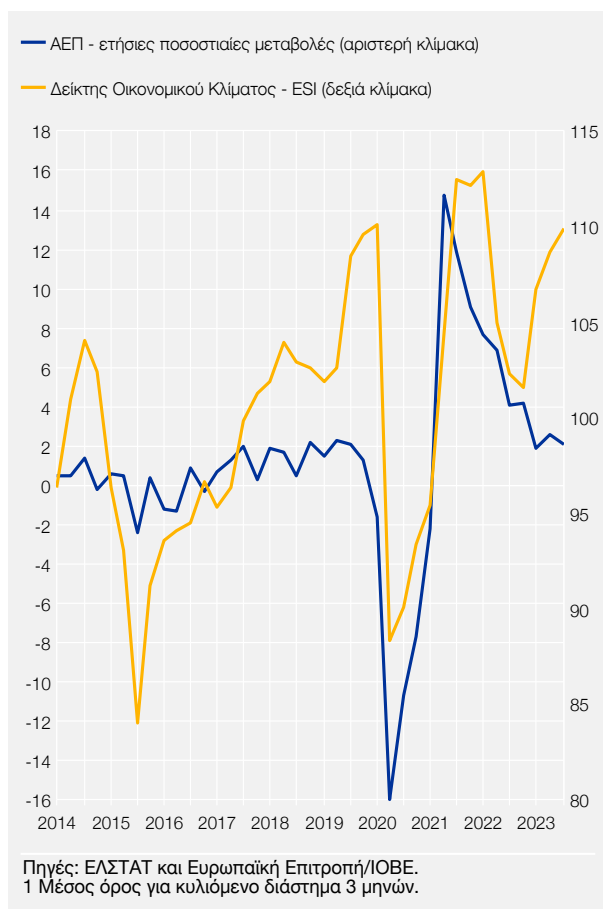
Η αγορά εργασίας συνέχισε να αναπτύσσεται την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2023, αλλά με πιο ήπιους ρυθμούς. Η συνολική απασχόληση αυξήθηκε κατά 1,3% και το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε περαιτέρω και διαμορφώθηκε 1,3 ποσοστιαία μονάδα χαμηλότερα σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2022. Πάντως, η αγορά εργασίας συνεχίζει να χαρακτηρίζεται από μεγαλύτερη στενότητα σε σύγκριση με το πρόσφατο παρελθόν, ενώ οι επιχειρήσεις, ιδιαίτερα στους κλάδους των κατασκευών και του τουρισμού, δυσκολεύονται να προσλάβουν προσωπικό σύμφωνα με τις ανάγκες τους, παρά τη σημαντική αύξηση των μισθών το 2023.

Ο γενικός πληθωρισμός στη διάρκεια του 2023 επιβραδύνθηκε σημαντικά, κυρίως λόγω της μεγάλης υποχώρησης των τιμών των ενεργειακών αγαθών. Ωστόσο, ο γενικός δείκτης χωρίς

**Διάγραμμα IV.1 Συμβολές στην ετήσια μεταβολή του ΑΕΠ από την πλευρά της ζήτησης (α' τρίμηνο 2016-γ' τρίμηνο 2023)**



**Διάγραμμα IV.2 ΑΕΠ και Δείκτης Οικονομικού Κλίματος - ESI<sup>1</sup> (α' τρίμηνο 2014-γ' τρίμηνο 2023)**



την ενέργεια κατέγραψε υψηλούς ρυθμούς, λόγω των ανοδικών πιέσεων τόσο στα διατροφικά αγαθά όσο και στα βιομηχανικά αγαθά και τις υπηρεσίες. Αναμένεται περαιτέρω αποκλιμάκωση του γενικού πληθωρισμού μέσα στο επόμενο έτος, αλλά οι γεωπολιτικές εξελίξεις δημιουργούν κλίμα αβεβαιότητας με έντονους ανοδικούς κινδύνους για τον πληθωρισμό.

Η διεθνής ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας, μετά τη γενική και σημαντική βελτίωση που σημείωσε τα προηγούμενα έτη, εμφανίζει πλέον ενδείξεις στασιμότητας ή και υποχώρησης το 2023. Οι δείκτες σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας, αφού το 2022 έφθασαν στο καλύτερο επίπεδο των τελευταίων 20 ετών, επιδεινώθηκαν ελαφρώς τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2023, κυρίως ως αποτέλεσμα της ανατίμησης του ευρώ. Παράλληλα, οι διαθέσιμοι σύνθετοι δείκτες διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας, μετά την αποτύπωση μεγάλης προόδου την προηγούμενη τριετία, αντανακλούν πλέον μια στασιμότητα.

Σε ό,τι αφορά το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ), την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2023 το έλλειμά του περιορίστηκε σημαντικά σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2022, κυρίως λόγω της μεγαλύτερης μείωσης των εισαγωγών αγαθών έναντι των αντίστοιχων εξαγωγών, καθώς και της αύξησης των εισπράξεων από ταξιδιωτικές υπηρεσίες, παρά την επιδείνωση του ισοζυγίου πρωτογενών εισοδημάτων. Για το σύνολο του τρέχοντος έτους, το έλλειμμα του ΙΤΣ αναμένεται να περιοριστεί, λόγω της μείωσης των διεθνών τιμών της ενέργειας σε συνδυασμό με την αύξηση των εισπράξεων από ταξιδιωτικές υπηρεσίες.

Σε ένα διεθνές περιβάλλον όπου σωρεύονται νέες αβεβαιότητες, κυρίως γεωπολιτικές, η διατήρηση, μεσοπρόθεσμα, υψηλών ρυθμών ανάπτυξης είναι αναγκαία. Για την επίτευξη τέτοιων ρυθμών, η οικονομική πολιτική θα πρέπει να εστιάζει στα εξής: (α) συνέχιση και ενίσχυση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, ιδιαίτερα σε τομείς με χρόνιες δυσλειτουργίες, όπως για παράδειγμα η απονομή της δικαιοσύνης, η αξιολόγηση των στελεχών του δημόσιου τομέα και η αντιμετώπιση της φοροδιαφυγής, (β) επιτάχυνση της αξιοποίησης των πόρων του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης NGEU, για να ενισχυθούν οι επενδυτικές δράσεις που συνδέονται μεταξύ άλλων με την πράσινη και την ψηφιακή μετάβαση. Στην κατεύθυνση της περαιτέρω ανόδου των επενδύσεων, εκτός από την προσέλκυση ξένων άμεσων επενδύσεων, είναι αναγκαία και η κινητοποίηση των εγχώριων πόρων, δηλαδή και της εγχώριας αποταμίευσης, χωρίς τη συμβολή της οποίας η ανισορροπία μεταξύ εθνικών αποταμιεύσεων και επενδύσεων επηρεάζει αρνητικά το ισοζύγιο πληρωμών, (γ) ενίσχυση της εξωστρέφειας της οικονομίας, με στόχο και την αντιμετώπιση, μεσοπρόθεσμα, του μεγάλου ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών μέσω της ενίσχυσης της διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας.

Σύμφωνα με πιο πρόσφατες εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, η οικονομική δραστηριότητα αναμένεται να αυξηθεί κατά 2,4% το 2023 και 2,5% το 2024. Οι κίνδυνοι που περιβάλλουν τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος για την ανάπτυξη είναι κυρίως καθοδικοί και αφορούν: (α) τυχόν επιδείνωση της γεωπολιτικής κρίσης στην Ουκρανία και τη Μέση Ανατολή, με επιπτώσεις στο διεθνές οικονομικό περιβάλλον, (β) ενδεχόμενες φυσικές καταστροφές που συνδέονται με τις επιπτώσεις της κλιματικής κρίσης, (γ) χαμηλότερο του αναμενομένου ρυθμό απορρόφησης των κονδυλίων του NGEU και (δ) τυχόν καθυστερήσεις στην υλοποίηση μεταρρυθμίσεων.

## 2 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ

### 2.1 Εξελίξεις από την πλευρά της ζήτησης

Το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2023 η ιδιωτική κατανάλωση ομαλοποιήθηκε μετά τους πολύ υψηλούς ρυθμούς της μεταπανδημικής περιόδου και κατέγραψε άνοδο 1,3%, έναντι 8,8% την αντίστοιχη περίοδο του 2022, συμβάλλοντας θετικά στην άνοδο του ΑΕΠ (+0,9 της ποσ. μον.). Η καταναλωτική δαπάνη το εννεάμηνο του έτους κατευθύνθηκε κυρίως στα διαρκή αγαθά και στις υπηρεσίες, όπως συνάγεται από την άνοδο του προϊόντος των υπηρεσιών, την αύξηση των πωλήσεων οχημάτων ιδιωτικής χρήσης (βλ. Πίνακα IV.2) και την άνοδο υποδεικτών του όγκου λιανικών πωλήσεων που αφορούν διαρκή αγαθά.<sup>2</sup> Η βελτίωση των συνθηκών στην αγορά εργασίας, λόγω της υποχώρησης του ποσοστού ανεργίας, της ικανοποιητικής ανόδου της απασχόλησης και της αύξησης των ονομαστικών μισθών, συνέβαλε στην άνοδο των εισοδημάτων των νοικοκυριών. Επίσης, σημαντική είναι η συμβολή των δημοσιονομικών μέτρων της κυβέρνησης για τη στήριξη των εισοδημάτων των νοικοκυριών, όπως η αύξηση του κατώτατου μισθού, οι ενεργητικές πολιτικές απασχόλησης και τα μέτρα στήριξης των ευάλωτων νοικοκυριών έναντι της αύξησης των τιμών ενέργειας.

Οι κίνδυνοι που περιβάλλουν την εξέλιξη της ιδιωτικής κατανάλωσης συνδέονται με την πρόσφατη άνοδο της αβεβαιότητας συνεπεία των γεωπολιτικών αναταράξεων και των φυσικών καταστροφών, όπως αποτυπώνεται στη μείωση του δείκτη καταναλωτικής εμπιστοσύνης (βλ. Διάγραμμα IV.3), καθώς και με ενδεχόμενη άνοδο των τιμών των τροφίμων και της ενέργειας που έχει αρνητικές διανεμητικές επιδράσεις, πλήττοντας περισσότερο τα νοι-

2 Την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2023 αύξηση συνέχισαν να καταγράφουν, αν και με επιβραδυνόμενο ρυθμό σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2022 και του 2021, οι υποδείκτες του όγκου λιανικών πωλήσεων που συνδέονται με κατανάλωση διαρκών αγαθών “Ενδυση-υπόδηση” (1,6%) και “Επιπλα-ηλεκτρικά είδη-οικιακός εξοπλισμός” (3,3%). Αντίθετα, μείωση καταγράφηκε την ίδια περίοδο στον υποδείκτη “Καταστήματα ειδών διατροφής” (-2,2%).

Πίνακας IV.2 Δείκτες καταναλωτικής και επενδυτικής ζήτησης (2019-2023)

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

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

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

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

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

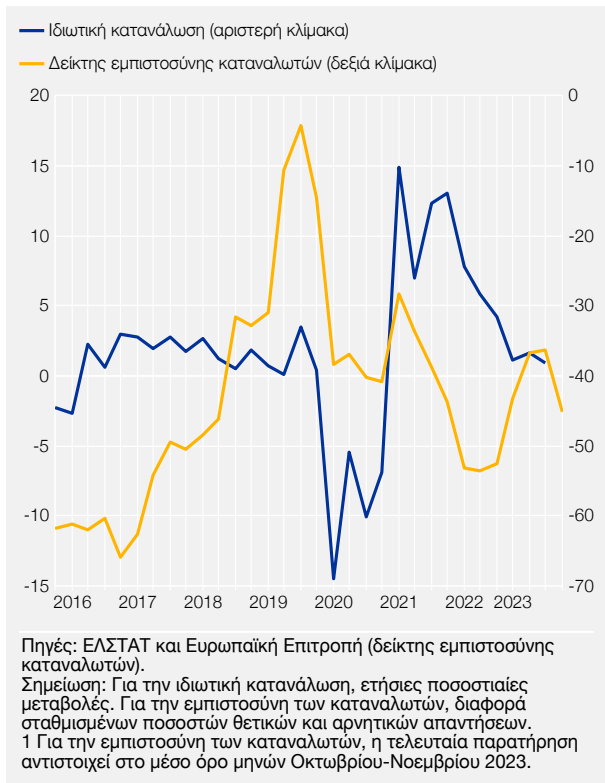
κοκυριά με χαμηλότερα εισοδήματα. Τα φτωχότερα νοικοκυριά δαπανούν σχετικά υψηλότερο ποσοστό του εισοδήματός τους σε είδη διατροφής<sup>3</sup> και ενέργεια και επομένως η αγοραστική τους δύναμη πλήττεται ιδιαίτερα όταν αυξάνονται οι τιμές σε αυτές τις κατηγορίες. Εντούτοις, αντισταθμιστική αναμένεται να είναι η επίδραση των στοχευμένων μέτρων της κυβέρνησης για τη στήριξη των πιο ευάλωτων νοικοκυριών έναντι των αυξήσεων των τιμών ενέργειας και τροφίμων.

Οι επενδύσεις συνέχισαν να αυξάνονται το εννέαμηνο του 2023 με ρυθμό κατά πολύ υψηλότερο σε σχέση με την οικονομική δραστηριότητα, καθώς οι θετικές προοπτικές της ελληνικής οικονομίας ωθούν τις επιχειρήσεις να επιταχύνουν τα επενδυτικά τους σχέδια. Πιο συγκεκριμένα, ο ακαθάριστος σχηματισμός πάγιου κεφαλαίου αυξήθηκε κατά 7,4% το εννέαμηνο του 2023, έναντι 10,4% την αντίστοιχη περίοδο του 2022. Οι υψηλοί ρυθμοί οφείλονται σε μεγάλο βαθμό στην αύξηση κατά 40,2% των επενδύσεων σε “Κατοικίες” και κατά 5,5% σε “Άλλες κατασκευές”. Σημαντική άνοδο κατά 21,8% παρουσίασαν επίσης οι επενδύσεις σε “Μεταφορικό εξοπλισμό”, ενώ η κατηγορία “Μηχανολογικός εξοπλισμός και οπλικά συστήματα” αυξήθηκε κατά 2,5%. Αντίθετα η κατηγορία “Εξοπλισμός τεχνολογίας πληροφορικής και επικοινωνιών” υποχώρησε κατά 10,2%. Τέλος, οι επενδύσεις σε “Άλλα προϊόντα” αυξήθηκαν κατά 1,4%.

Οι πυρκαγιές που έπληξαν τη χώρα το καλοκαίρι, καθώς και οι πλημμύρες στη Θεσσαλία το Σεπτέμβριο, ανέδειξαν εκ νέου την ανάγκη για περαιτέρω επενδύσεις στον τομέα των υποδομών, της πρόληψης και της αντιμετώπισης των συνεπειών της κλιματικής αλλαγής. Ήδη η κυβέρνηση

3 Σύμφωνα με την Έρευνα Οικογενειακών Προϋπολογισμών (ΕΟΠ) για το έτος 2022, το μερίδιο της μέσης ισοδύναμης δαπάνης για είδη διατροφής των νοικοκυριών του φτωχότερου 20% του πληθυσμού ανέρχεται στο 33,9% των δαπανών των νοικοκυριών, ενώ το αντίστοιχο μερίδιο του πλουσιότερου 20% του πληθυσμού ανέρχεται στο 13,8%.

**Διάγραμμα IV.3 Ιδιωτική κατανάλωση και εμπιστοσύνη των καταναλωτών<sup>1</sup>**  
(α' τρίμηνο 2016-γ' τρίμηνο 2023)



έχει ανακοινώσει τη διάθεση 686 εκατ. ευρώ σε έργα για την ανασυγκρότηση των πληγείσων περιοχών, και ειδικότερα 420 εκατ. ευρώ για την αποκατάσταση και επισκευή του οδικού δικτύου και των γεφυρών που έχουν υποστεί σοβαρές ζημιές στη Θεσσαλία και τη Στερεά Ελλάδα, 180 εκατ. ευρώ για εργασίες ανακατασκευής του σιδηροδρομικού δικτύου στην Περιφέρεια Θεσσαλίας και 86 εκατ. ευρώ σε αντιδιαβρωτικά και αντιπλημμυρικά έργα για την αντιμετώπιση των επιπτώσεων των πρόσφατων πυρκαγιών στις περιοχές του Έβρου και της Ροδόπης. Εντούτοις, είναι αναγκαίο να σχεδιαστούν και να υλοποιηθούν επενδυτικά έργα προσαρμογής τα οποία θα αφορούν την πρόληψη καταστροφών των υποδομών από τα ακραία φυσικά φαινόμενα, που όλο και πιο συχνά θα συμβαίνουν στο άμεσο μέλλον, όπως αντιπλημμυρικά έργα, δημιουργία φραγμάτων και αναχωμάτων, διεύρυνση της κοίτης των ποταμών και των ρεμάτων, κατασκευή λιμνών ανάσχεσης κ.ά. Παράλληλα, θα πρέπει να συνεχιστεί η παροχή κινήτρων για πράσινες επενδύσεις που θα οδηγήσουν στη μείωση των εκπομπών αερίων θερμοκηπίου και θα συμβάλουν στην επίτευξη του στόχου της Ευρωπαϊκής Ένωσης για κλιματική ουδετερότητα έως το 2050.

Μετά την επιβράδυνση που προκάλεσε η πανδημία στο πρόγραμμα ιδιωτικοποιήσεων, η βελτίωση των επιχειρηματικών προσδοκιών αναμένεται να οδηγήσει στην επιτάχυνσή του τα επόμενα χρόνια. Σύμφωνα με τις προβλέψεις του Προϋπολογισμού 2024, τα έσοδα από το πρόγραμμα ιδιωτικοποιήσεων εκτιμάται ότι θα ανέλθουν στα 406,4 εκατ. ευρώ για το 2023, έναντι 586,6 εκατ. ευρώ για το 2022. Για το 2024 αναμένεται σημαντική επιτάχυνση και εκτιμάται ότι τα έσοδα θα ανέλθουν στα 5.770,7 εκατ. ευρώ, κυρίως λόγω των συμβάσεων παραχώρησης της Αττικής Οδού και της Εγνατίας Οδού. Το Σεπτέμβριο του 2023 το Κυβερνητικό Συμβούλιο Οικονομικής Πολιτικής (ΚΥΣΟΙΠ) ενέκρινε το επικαιροποιημένο Επιχειρησιακό Πρόγραμμα Αξιοποίησης του ΤΑΙΠΕΔ, που περιλαμβάνει 33 έργα, όπως τη μακροχρόνια παραχώρηση της Εγνατίας Οδού και της Αττικής Οδού, την αξιοποίηση της ΕΥΔΑΠ και της ΕΥΑΘ, την πώληση μετοχικού μεριδίου στη HelleniQ Energy, καθώς και την αξιοποίηση λιμένων, μαρινών και άλλων ακινήτων.

## 2.2 Εξελίξεις από την πλευρά της προσφοράς

Η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία της οικονομίας, μετά τους ισχυρούς ρυθμούς ανόδου του 2022, συνέχισε να αυξάνεται το εννεάμηνο του 2023, με πολύ ηπιότερο όμως ρυθμό (1,4%, έναντι 5,2% την αντίστοιχη περίοδο του 2022). Η άνοδος του προϊόντος της οικονομίας σε μεγάλο βαθμό αποδίδεται στη σημαντική συμβολή του τομέα των υπηρεσιών, ιδίως των επιχειρηματικών υπηρεσιών (όπως οι επαγγελματικές, επιστημονικές και τεχνικές δραστηριότητες), και δευτερευόντως των κατασκευών (βλ. Πίνακα IV.3).

Μείωση κατέγραψε το προϊόν του αγροτικού τομέα και της βιομηχανίας, συμπεριλαμβανομένης της ενέργειας, το εννεάμηνο του 2023. Ο ρυθμός ανόδου του δείκτη βιομηχανικής παραγωγής επιβραδύνθηκε σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2022, σε μεγάλο βαθμό λόγω της μείωσης της παροχής ηλεκτρικού ρεύματος. Αντίθετα, η μεταποιητική παραγωγή έχει διατηρήσει τη θετική της δυναμική, λόγω της καλής επίδοσης κλάδων όπως η βιομηχανία τροφίμων, η πα-



Πίνακας IV.3 Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές (2020-γ' τρίμηνο 2023)

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

	2020	2021	2022	2022 (δ' τρίμ.)	2023 (α' τρίμ.)	2023 (β' τρίμ.)	2023 (γ' τρίμ.)
Γεωργία, δασοκομία και αλιεία	-8,5 (-0,4)	-3,8 (-0,2)	12,1 (0,5)	5,4 (0,2)	2,2 (0,1)	-2,2 (-0,1)	-4,5 (-0,2)
Δευτερογενής τομέας	-0,3 (-0,0)	12,5 (2,3)	-3,4 (-0,6)	-5,9 (-1,1)	0,7 (0,1)	-0,1 (-0,0)	1,8 (0,3)
Βιομηχανία συμπεριλαμβανομένης της ενέργειας	1,0 (0,2)	12,5 (2,1)	-4,9 (-0,8)	-8,8 (-1,5)	-1,7 (-0,3)	-3,3 (-0,5)	0,9 (0,1)
Κατασκευές	-10,3 (-0,2)	12,0 (0,2)	9,5 (0,2)	20,3 (0,4)	18,0 (0,4)	25,8 (0,5)	8,5 (0,2)
Τριτογενής τομέας	-11,2 (-8,7)	7,3 (5,6)	6,0 (4,6)	5,4 (4,1)	3,4 (2,6)	1,7 (1,3)	0,3 (0,2)
Εμπόριο, ξενοδοχεία και εστιατόρια, μεταφορές και αποθήκευση	-22,2 (-5,4)	14,2 (3,0)	10,8 (2,5)	4,5 (1,1)	3,2 (0,8)	-1,8 (-0,4)	-1,7 (-0,4)
Ενημέρωση και επικοινωνία	9,3 (0,3)	11,1 (0,4)	4,2 (0,1)	12,1 (0,4)	7,3 (0,2)	9,1 (0,3)	2,0 (0,1)
Χρηματοπιστωτικές και ασφαλιστικές δραστηριότητες	-2,4 (-0,1)	-2,0 (-0,1)	2,1 (0,1)	27,3 (1,3)	3,6 (0,2)	4,7 (0,2)	2,0 (0,1)
Δραστηριότητες σχετικές με την ακίνητη περιουσία	-11,9 (-2,1)	5,6 (1,0)	2,3 (0,4)	0,3 (0,0)	0,4 (0,1)	0,4 (0,1)	0,4 (0,1)
Επαγγελματικές, επιστημονικές και τεχνικές δραστηριότητες	-8,5 (-0,4)	9,7 (0,5)	11,6 (0,6)	16,2 (0,9)	14,4 (0,8)	10,0 (0,6)	6,6 (0,4)
Δημόσια διοίκηση και άμυνα	-0,4 (-0,1)	1,6 (0,3)	2,4 (0,5)	2,9 (0,6)	1,2 (0,2)	2,1 (0,4)	-1,0 (-0,2)
Τέχνες, διασκέδαση και ψυχαγωγία	-21,3 (-0,8)	14,9 (0,5)	11,7 (0,4)	-1,8 (-0,1)	9,2 (0,3)	6,3 (0,2)	5,7 (0,2)
Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές	-9,4	7,7	4,7	3,4	2,9	1,2	0,1

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, τριμηνιαίοι εθνικοί λογαριασμοί, 6 Δεκεμβρίου 2023. Τα ετήσια στοιχεία είναι μη εποχικώς διορθωμένα. Τα τριμηνιαία στοιχεία είναι εποχικώς διορθωμένα.

Σημείωση: Εντός παρενθέσεων, συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες.

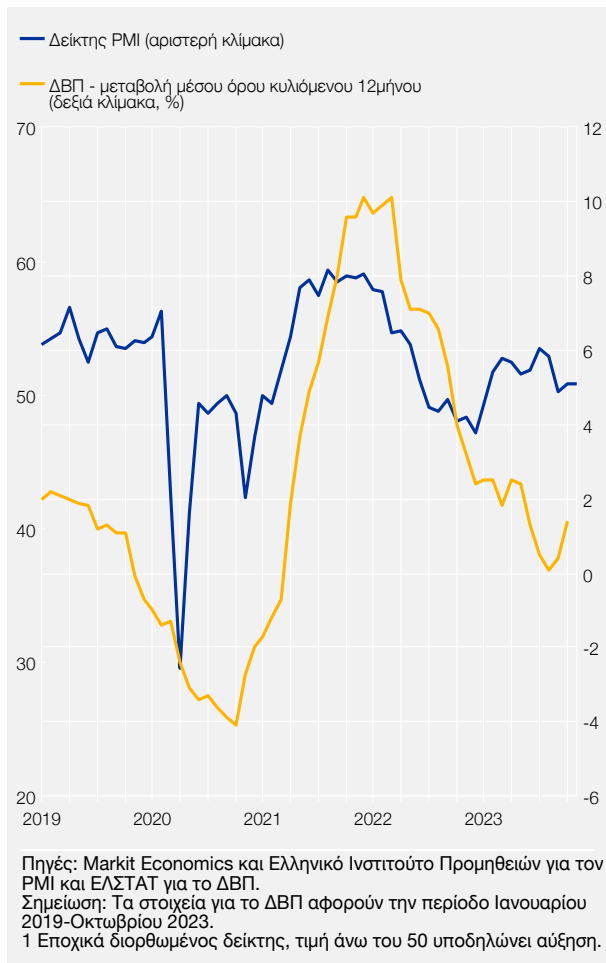
ραγωγή σπτόνθρακα και προϊόντων διύλισης πετρελαίου και η παραγωγή φαρμακευτικών προϊόντων. Επιπλέον, σύμφωνα με τα στοιχεία ερευνών του δείκτη PMI<sup>4</sup> (βλ. Διάγραμμα IV.4), η μεταποιητική παραγωγή παραμένει σε αναπτυξιακό έδαφος, παρά την εξασθένηση της ζήτησης και την αύξηση του κόστους παραγωγής.

Το προϊόν του κατασκευαστικού τομέα συνέχισε να αυξάνεται με ισχυρούς ρυθμούς το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2023 (17,2%). Η διατήρηση της θετικής δυναμικής του τομέα αυτού αποτυπώνεται στη σημαντική άνοδο του δείκτη παραγωγής στις κατασκευές, καθώς και του όγκου οικοδομικών αδειών σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2022 (βλ. Πίνακα IV.2).

Κατά το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2023 η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία του τομέα των υπηρεσιών αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό 1,8% και συνέβαλε κατά 1,4 ποσ. μον. στη μεταβολή της συνολικής ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας. Τα έως τώρα διαθέσιμα στοιχεία για τον κύκλο εργασιών στις υπηρεσίες σε τρέχουσες τιμές για το 2023 επιβεβαιώνουν τις θετικές επιδόσεις του τριτογενούς τομέα (βλ. Πίνακα IV.4). Ο Δείκτης Οικονομικής Αβεβαιότητας στον τομέα των υπηρεσιών βρίσκεται σε αρνητικό έδαφος, παρά τις συγκυριακές διακυμάνσεις του. Επιπλέον ο δείκτης του IOBE που καταγράφει τις επιχειρηματικές προσδοκίες του τομέα των υπηρεσιών εμφανίζεται ενισχυμένος το Νοέμβριο στις 117,3 μονάδες, από 102,2 το Μάρτιο. Με βάση τις

4 Σημειώτεον ότι ο PMI στην Ελλάδα διατηρεί την καλύτερη επίδοση μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ που συμμετέχουν στην κατάρτιση του δείκτη. Συγκεκριμένα, το Νοέμβριο του 2023 ο PMI στην Ελλάδα έδειξε οριακή άνοδο της μεταποιητικής παραγωγής (50,9), έναντι υποχώρησης της παραγωγής στη ζώνη του ευρώ (44,2).

**Διάγραμμα IV.4 Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών<sup>1</sup> (PMI) και Δείκτης Βιομηχανικής Παραγωγής (ΔΒΠ) (Ιανουάριος 2019-Νοέμβριος 2023)**



επιμέρους συνιστώσες του δείκτη (π.χ. δείκτης προσδοκιών σε ξενοδοχεία-εστιατόρια και σε τουριστικές επιχειρήσεις), βελτιώνονται οι εκτιμήσεις για την τρέχουσα κατάσταση και την τρέχουσα ζήτηση των επιχειρήσεων, αλλά υποχωρούν οι προβλέψεις για τη βραχυπρόθεσμη εξέλιξη της ζήτησης.

Όσον αφορά τις υπηρεσίες του τουρισμού, παρά την αβεβαιότητα στις αρχές του έτους εξαιτίας των επιπτώσεων των συνεχιζόμενων πληθωριστικών πιέσεων στο πραγματικό εισόδημα των ευρωπαϊκών νοικοκυριών, οι μέχρι τώρα επιδόσεις του κλάδου μπορούν να χαρακτηριστούν ιδιαίτερα θετικές. Το χρονικό διάστημα Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2023 οι ταξιδιωτικές εισπράξεις διαμορφώθηκαν σε 17,9 δισεκ. ευρώ, υπερβαίνοντας κατά 2,4 δισεκ. ευρώ τις αντίστοιχες περυσινές εισπράξεις και κατά 1,8 δισεκ. ευρώ τις επιδόσεις του 2019, έτους-ρεκόρ για τον ελληνικό τουρισμό (αναλυτικότερα βλ. στην Ενότητα 6). Την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2023, οι αφίξεις επιβατών εξωτερικού σε όλα τα αεροδρόμια της χώρας ξεπέρασαν τα επίπεδα του 2019 κατά 13,1%. Επιπλέον, οι διεθνείς αφίξεις στα περιφερειακά αεροδρόμια της χώρας ήταν κατά 6,3% περισσότερες από τις περυσινές και κατά 14,4% από τις αντίστοιχες του 2019. Παράλληλα, το ξενοδοχειακό δυναμικό της χώρας εμφανίζεται ενισχυμένο, με τις συνολικές κλίνες και τις κλίνες των πολυτελών ξενοδοχείων να ξεπερνούν εκείνες του 2022 και του 2019. Η απασχόληση στις υπηρεσίες κα-

ταλύματος και εστίασης διαμορφώθηκε σε 391 χιλ. άτομα κατά μέσο όρο το εννεάμηνο του 2023, οριακά ενισχυμένη (κατά 0,2% και 1,5%) σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2022 και του 2019.

Για το σύνολο του έτους, τα ελληνικά τουριστικά μεγέθη αναμένεται να ξεπεράσουν τα υψηλά επίπεδα του 2019.<sup>5</sup> Όμως, οι προοπτικές για τα τουριστικά μεγέθη κατά το έτος 2024 ενδέχεται να μην είναι τόσο ευοίωνες, καθώς παραμένουν κάποιοι παράγοντες κινδύνου, όπως η επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας και η ενδεχόμενη κλιμάκωση του πολέμου στη Μέση Ανατολή.

### 3 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

Κατά τη διάρκεια του 2023 η ελληνική αγορά ακινήτων προσέλκυσε σημαντικό επενδυτικό ενδιαφέρον, παρά τις αρνητικές εξελίξεις στο διεθνές περιβάλλον και τις αβεβαιότητες που ανακύπτουν κατά την τελευταία διετία από την εντεινόμενη γεωπολιτική αστάθεια. Οι τιμές των

<sup>5</sup> Σημειώνεται ότι σε αυτό συμβάλλει και η ενίσχυση των εσόδων από κρουαζιέρα κατά 25% στο εννεάμηνο του 2023 (479 εκατ. ευρώ, έναντι 382 εκατ. την αντίστοιχη περίοδο του 2019).

Πίνακας IV.4 Δείκτες δραστηριότητας στον τομέα των υπηρεσιών (2019-2023)

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2019	2020	2021	2022	2023
<b>A. Δείκτες κύκλου εργασιών στις υπηρεσίες</b>					
<b>1. Εμπόριο</b>					
Χονδρικό εμπόριο	-1,6	-10,8	22,1	21,4	-1,3 (Ιαν.-Σεπτ.)
Λιανικό εμπόριο	1,3	-3,9	11,5	12,4	3,9 (Ιαν.-Σεπτ.)
Εμπορία και επισκευή αυτοκινήτων-μοτοσικλετών	8,4	-13,0	29,0	15,8	23,2 (Ιαν.-Σεπτ.)
<b>2. Μεταφορές</b>					
Χερσαίες μεταφορές	1,0	-17,8	10,6	21,3	16,3 (Ιαν.-Σεπτ.)
Θαλάσσιες και ακτοπλοϊκές μεταφορές	6,3	-25,8	6,3	32,9	2,9 (Ιαν.-Σεπτ.)
Αεροπορικές μεταφορές	6,3	-65,9	64,1	94,3	26,9 (Ιαν.-Σεπτ.)
Αποθήκευση και υποστηρικτικές προς τις μεταφορές δραστηριότητες	10,2	-14,6	13,6	23,2	-1,9 (Ιαν.-Σεπτ.)
<b>3. Ξενοδοχεία και εστιατόρια</b>					
Υπηρεσίες παροχής καταλύματος και εστίασης	1,3	-62,7	79,9	54,6	9,1 (Ιαν.-Σεπτ.)
<b>4. Ενημέρωση και επικοινωνία</b>					
Τηλεπικοινωνίες	2,4	-2,6	7,3	5,8	7,1 (Ιαν.-Σεπτ.)
Παραγωγή κιν/κών ταινιών-βίντεο-τηλ/κών προγραμμάτων-ηχογραφήσεις και μουσικές εκδόσεις	-6,6	-17,5	10,6	20,6	15,0 (Ιαν.-Σεπτ.)
Δραστηριότητες προγραμματισμού και ραδιοτηλεοπτικών εκπομπών	6,1	0,4	-0,3	12,6	-25,8 (Ιαν.-Σεπτ.)
<b>5. Επαγγελματικές-επιστημονικές-τεχνικές δραστηριότητες</b>					
Νομικές-λογιστικές δραστηριότητες και υπηρεσίες παροχής συμβουλών διαχείρισης	6,0	-2,9	12,2	23,9	6,0 (Ιαν.-Σεπτ.)
Δραστηριότητες αρχιτεκτόνων-μηχανικών	0,4	4,1	21,7	8,8	14,5 (Ιαν.-Σεπτ.)
Υπηρεσίες διαφήμισης και έρευνας αγοράς	9,9	-8,6	12,0	11,5	9,4 (Ιαν.-Σεπτ.)
Ταξιδιωτικά πρακτορεία και λοιπές δραστηριότητες	3,1	-75,0	102,3	96,6	27,5 (Ιαν.-Σεπτ.)
<b>B. Επιβατική κίνηση</b>					
Επιβάτες Διεθνούς Αερολιμένα Αθηνών	6,0	-68,4	52,8	84,1	24,5 (Ιαν.-Νοέμ.)
Επιβάτες Aegean Airlines <sup>1</sup>	7,3	-65,5	38,9	73,3	29,6 (Ιαν.-Σεπτ.)
Επιβατική κίνηση Οργανισμού Λιμένος Πειραιώς (ΟΛΠ)	8,7	-59,3	34,7	45,5	16,5 (Ιαν.-Σεπτ.)
<b>Γ. Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις υπηρεσίες</b>	0,7	-22,2	37,8	1,9	1,6 (Ιαν.-Νοέμ.)

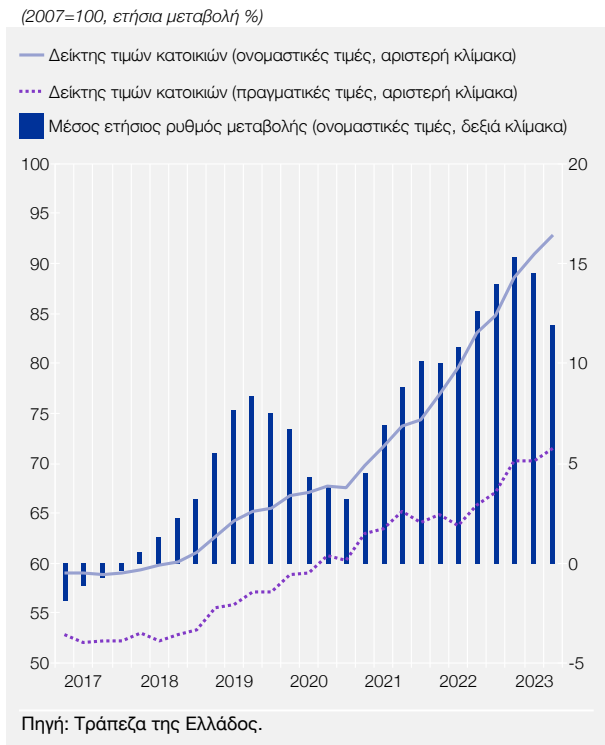
Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ (δείκτες κύκλου εργασιών στις υπηρεσίες), ΔΑΑ, Aegean Airlines, ΟΛΠ και IOBE (προσδοκίες).

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

ακινήτων συνέχισαν την ανοδική πορεία τους, καθώς η αυξημένη ζήτηση από το εξωτερικό και το εσωτερικό της χώρας για ακίνητα καλών προδιαγραφών δεν καλύπτεται από την τρέχουσα περιορισμένη προσφορά και συντηρεί υψηλούς ρυθμούς αύξησης, αν και ηπιότερους σε σχέση με τα προηγούμενα τρίμηνα. Ωστόσο, πρόδρομοι δείκτες σχετικοί με την εγχώρια αγορά, αλλά και η εξέλιξη των τιμών σε ευρωπαϊκό και διεθνές επίπεδο, παραπέμπουν ενδεχομένως σε μια επικείμενη περίοδο διόρθωσης των τιμών, ειδικά για χρήσεις, χαρακτηριστικά και θέσεις ακινήτων χαμηλότερης ζήτησης.

Στην αγορά των κατοικιών, ισχυροί ρυθμοί αύξησης στις τιμές των διαμερισμάτων συνεχίζουν να καταγράφονται έως και το γ' τρίμηνο του 2023, παρόλο που επιβράδυνση παρατηρείται σε επιμέρους δείκτες τιμών κατά τα δύο τελευταία τρίμηνα. Με βάση τα στοιχεία εκτιμήσεων που συλλέγει η Τράπεζα της Ελλάδος, το εννεάμηνο του 2023 οι τιμές των διαμερισμάτων (σε ονομαστικούς όρους) ήταν αυξημένες κατά 13,9% σε ετήσια βάση, έναντι αύξησης κατά 11,2% το αντίστοιχο διάστημα του 2022 (βλ. Διάγραμμα IV.5). Σε τοπικό επίπεδο, οι τιμές των κατοικιών

**Διάγραμμα IV.5 Δείκτης τιμών κατοικιών**  
(α' τρίμηνο 2017-γ' τρίμηνο 2023)



εμφανίζουν ετερογένεια ως προς τις μεταβολές τους, με σημαντικές αυξήσεις κυρίως σε θέσεις με έντονο επενδυτικό ενδιαφέρον και μικρότερες μεταβολές σε άλλες. Στην αύξηση των τιμών των διαμερισμάτων για το σύνολο της χώρας κατά το εννεάμηνο του 2023 συνέβαλαν σημαντικά οι υψηλοί ρυθμοί αύξησης των τιμών των περισσότερων αστικών περιοχών της χώρας. Πιο συγκεκριμένα, οι μεγαλύτεροι ρυθμοί αύξησης καταγράφηκαν στη Θεσσαλονίκη (16,5%), στην Αθήνα (14,5%) και στις άλλες μεγάλες πόλεις (14,1%), ενώ στις λοιπές περιοχές της χώρας ο ρυθμός αύξησης ήταν ηπιότερος (11,1%). Την ίδια περίοδο οι τιμές των παλαιών διαμερισμάτων (ηλικίας άνω των 5 ετών) αυξήθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 14,4%, έναντι 13,1% για τις τιμές των νέων διαμερισμάτων.

Η αγορά κατοικιών, παρά τις τρέχουσες αβεβαιότητες, διατηρεί τη δυναμική της και χαρακτηρίζεται από ισχυρή, κυρίως επενδυτική, ζήτηση και χαμηλή προσφορά. Η θετική πορεία του τουρισμού και της βραχυχρόνιας μίσθωσης, τα επιχορηγούμενα στεγαστικά προγράμματα για νέους και το αυξημένο επενδυτικό ενδιαφέρον από το εξωτερικό για αγορά ακινήτων,<sup>6</sup> συμπε-

ριλαμβανομένου του προγράμματος “Χρυσή Βίβα”, συνεχίζουν να ενισχύουν τη δυναμική της αγοράς, όπως αυτή καταγράφεται και από άλλους σχετικούς δείκτες. Πιο συγκεκριμένα, το οκτάμηνο του 2023 η κατασκευαστική δραστηριότητα για κατοικίες (στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ) κατέγραψε θετικούς ετήσιους ρυθμούς μεταβολής τόσο ως προς τον αριθμό όσο και ως προς τον όγκο των νέων οικοδομικών αδειών κατοικιών σε επίπεδο χώρας (22,5% και 14,5% αντίστοιχα), αρκετά ενισχυμένους έναντι μικρής υποχώρησης κατά την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους (-1,3% και -4,1%). Οι επενδύσεις σε κατοικίες (εποχικώς διορθωμένα στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ, σε σταθερές τιμές) στο σύνολο της χώρας ενισχύονται σημαντικά, σε ετήσια βάση, κατά 40,2% το εννεάμηνο του 2023 (έναντι 12,1% την αντίστοιχη περίοδο του 2022), αν και εξακολουθούν να βρίσκονται σε πολύ χαμηλό επίπεδο ως ποσοστό του ΑΕΠ (2,0%). Παράλληλα, οι θετικές επιχειρηματικές προσδοκίες για την κατασκευή κατοικιών (στοιχεία IOBE) ενισχύονται περαιτέρω το ενδεκάμηνο του 2023, σε ετήσια βάση, κατά 13,3%.

Παρά το αυξημένο ενδιαφέρον για οικιστικά ακίνητα, η τραπεζική χρηματοδότηση βρίσκεται σε χαμηλά επίπεδα, με το συνολικό ύψος των νέων στεγαστικών δανείων να καταγράφει υποχώρηση κατά 4,9% το δεκάμηνο του 2023, σε ετήσια βάση. Τέλος, το εννεάμηνο του 2023, σε ετήσια βάση, συνεχίστηκε η αύξηση του συνολικού κόστους κατασκευής νέων κτιρίων κατοικιών (στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ) κατά 6,7%, η οποία εν μέρει συνετέλεσε στην ενίσχυση των τιμών κατοικιών.

Στον κλάδο των επαγγελματικών ακινήτων, με βάση τα στοιχεία που συλλέγονται από την Τράπεζα της Ελλάδος, το πρώτο εξάμηνο του 2023 οι τιμές γραφείων υψηλών προδιαγραφών αυξήθηκαν κατά 6,6% σε ετήσια βάση, ενώ οι τιμές των καταστημάτων υψηλών προδιαγραφών αυξήθηκαν κατά 6,9%. Στην Αθήνα, ο αντίστοιχος ρυθμός αύξησης των τιμών γραφείων ήταν υψηλότερος (7,2%), ενώ μεγάλη αύξηση σημειώθηκε και στην υπόλοιπη Ελλάδα (7,3%), μετά

6 Σύμφωνα με τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, οι άμεσες ξένες επενδύσεις για την αγορά ακινήτων κατέγραψαν σημαντική αύξηση κατά τη διάρκεια του εννεαμήνου του 2023 και ανήλθαν σε καθαρές εισπράξεις 1.644 εκατ. ευρώ, ξεπερνώντας κατά 28,7% το αντίστοιχο επίπεδο εισπράξεων που καταγράφηκε το 2022 (1.277 εκατ. ευρώ).

από μια μακρά περίοδο σχετικής στασιμότητας στις τιμές. Στη Θεσσαλονίκη, αντίθετα, μετά από δύο συνεχόμενα εξάμηνα υψηλών ρυθμών αύξησης, καταγράφηκε ήπια διόρθωση των τιμών σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος (-0,5%). Αναφορικά με τα καταστήματα υψηλών προδιαγραφών, το πρώτο εξάμηνο του 2023 σημαντικοί θετικοί ετήσιοι ρυθμοί καταγράφηκαν στους δείκτες τιμών της Αθήνας (8,4%) και της Θεσσαλονίκης (9,8%), ενώ στην υπόλοιπη Ελλάδα ο αντίστοιχος ρυθμός ανήλθε σε 3,7%. Τέλος, κατά την ίδια περίοδο για το σύνολο της χώρας, τα μισθώματα τόσο των γραφείων όσο και των καταστημάτων κατέγραψαν ετήσια αύξηση 5,6%.

Το οκτάμηνο του 2023 η κατασκευαστική δραστηριότητα για ακίνητα επαγγελματικής χρήσης (στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ) κατέγραψε θετικούς ρυθμούς μεταβολής στο σύνολό της, ενώ μικτή εικόνα παρουσίασαν οι επιμέρους κατηγορίες. Πιο συγκεκριμένα, αύξηση σημειώθηκε στον αριθμό νέων αδειών για γραφεία (75,2%), ενώ ο αντίστοιχος συνολικός όγκος (σε κυβικά μέτρα) ήταν μειωμένος κατά 15,9% σε σύγκριση με το αντίστοιχο οκτάμηνο του 2022. Οι νέες άδειες για ξενοδοχεία υποχώρησαν κατά 15,6%, ενώ ο όγκος μειώθηκε κατά 8,0%. Τέλος, η οικοδομική δραστηριότητα για καταστήματα καταγράφηκε ιδιαίτερα αυξημένη σε όρους όγκου (226,9%), αλλά συγκρατημένα θετική σε όρους αριθμού νέων αδειών (7,8%). Η μικτή εικόνα της οικοδομικής δραστηριότητας πιθανώς σχετίζεται με τις συνθήκες υπερβάλλουσας ζήτησης, σε ένα οικονομικό περιβάλλον που δεν ευνοεί ιδιαίτερα την έναρξη νέων έργων. Επίσης σχετίζεται με τον μικρό, σε απόλυτους όρους, αριθμό νέων οικοδομικών αδειών ανά κατηγορία, που οδηγεί σε μεγάλες ποσοστιαίες διακυμάνσεις, ενώ οι διαφοροποιήσεις είναι στην πραγματικότητα μικρές.

Με βάση τα στοιχεία που συγκεντρώνει η Τράπεζα της Ελλάδος και τα αποτελέσματα της Έρευνας Αγοράς Επαγγελματικών Ακινήτων,<sup>7</sup> στη διάρκεια του πρώτου εξαμήνου του 2023 τα κεφάλαια των Ανωνύμων Εταιριών Επενδύσεων Ακίνητης Περιουσίας (ΑΕΕΑΠ) και άλλων επενδυτικών χαρτοφυλακίων και εταιριών ανάπτυξης ακινήτων κατευθύνθηκαν στην πλειοψηφία τους στην αγορά ή και ανάπτυξη γραφειακών χώρων υψηλών προδιαγραφών, κυρίως σύγχρονων βιοκλιματικών χαρακτηριστικών. Σημαντικά κεφάλαια προσέλκυσαν επίσης τα ξενοδοχεία, οι επαγγελματικές αποθήκες και η επενδυτική κατοικία ειδικής χρήσης. Οι ελάχιστες αποδόσεις των γραφείων υψηλών προδιαγραφών στα εμπορικότερα σημεία του κέντρου της πρωτεύουσας κυμάνθηκαν μεταξύ 5,5% και 6,6%, στα ίδια περίπου επίπεδα όπως το προηγούμενο εξάμηνο, ενώ οι ελάχιστες αποδόσεις καταστημάτων υψηλών προδιαγραφών στις εμπορικότερες θέσεις του κέντρου της Αθήνας κυμάνθηκαν μεταξύ 5,3% και 6,0%.

Οι προσδοκίες για το επόμενο διάστημα παραμένουν συγκρατημένα θετικές, υπό την επίδραση των διεθνών εξελίξεων και του περιβάλλοντος υψηλού πληθωρισμού, αυξημένων επιτοκίων και αβεβαιότητας, που επηρεάζουν άμεσα την Ευρώπη και την παγκόσμια οικονομία συνολικά. Παράλληλα, η μεταβολή των χαρακτηριστικών της ζήτησης, που ξεκίνησε με αφορμή την περίοδο της πανδημίας, συνεχίζεται μέχρι σήμερα, με συγκεκριμένες κατηγορίες ακινήτων και θέσεις να προσελκύουν δυσανάλογα υψηλό επενδυτικό ενδιαφέρον, ενισχύοντας την εικόνα μιας αγοράς διαφορετικών ταχυτήτων. Στο βαθμό που η ζήτηση από το εξωτερικό θα διατηρηθεί και η προσφορά ποιοτικών ακινήτων θα παραμείνει περιορισμένη, οι τιμές εκτιμάται ότι θα συνεχίσουν την ανοδική πορεία τους στο υψηλών προδιαγραφών τμήμα της αγοράς συμπαρασύροντας ανοδικά και τις τιμές στις δευτερεύουσες αγορές. Οι ρυθμοί αύξησης των τιμών αναμένεται ωστόσο να γίνουν ηπιότεροι, καθώς η τρέχουσα συγκυρία δεν επιτρέπει στους επενδυτές εφυσχασμό αναφορικά με τη μεσοπρόθεσμη εξέλιξη των συνθηκών της αγοράς.

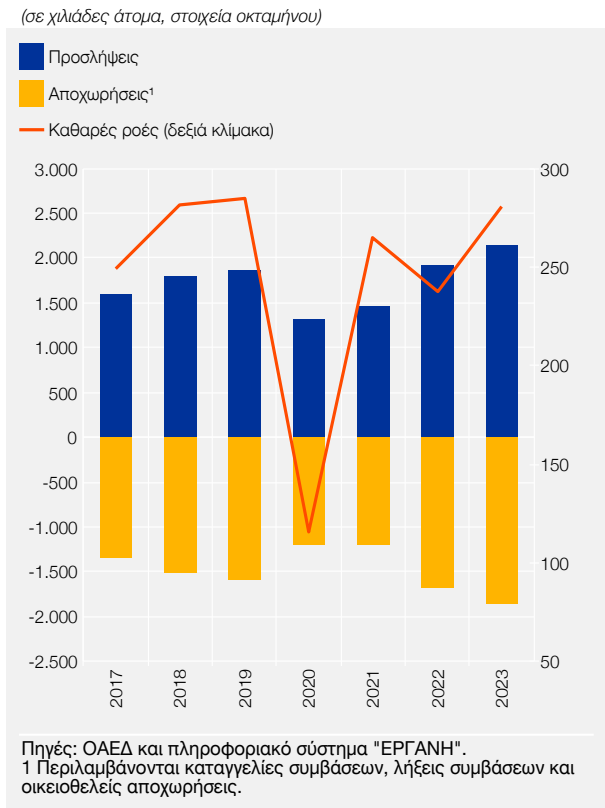
#### 4 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΑΝΕΡΓΙΑΣ

Η αγορά εργασίας το εννιάμηνο του 2023 συνέχισε να αναπτύσσεται, αν και με πιο ήπιους ρυθμούς. Η επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης της απασχόλησης είναι αντίστοιχη με την επιβρά-

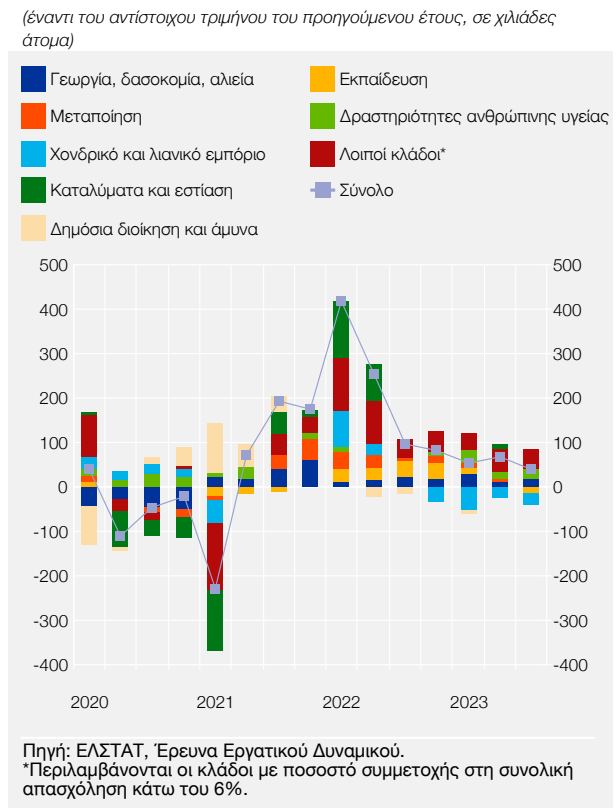
7 Βλ. Έρευνα Αγοράς Επαγγελματικών Ακινήτων – Α' εξάμηνο 2023 (Νοέμβριος 2023).



**Διάγραμμα IV.6 Ροές μισθωτής απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα (2017-2023)**



**Διάγραμμα IV.7 Μεταβολές του αριθμού των απασχολούμενων: σύνολο και ανά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας (α' τρίμηνο 2020-γ' τρίμηνο 2023)**



δυνση που παρατηρείται και στην οικονομική δραστηριότητα. Το εννεάμηνο του 2023 η συνολική απασχόληση αυξήθηκε κατά 1,3% και το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε στο 11,3%, 1,3 ποσοστιαία μονάδα χαμηλότερα σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2022. Η μισθωτή απασχόληση, σύμφωνα με το ισοζύγιο ρών μισθωτής απασχόλησης του πληροφοριακού συστήματος ΕΡΓΑΝΗ, επανήλθε στα προ πανδημίας επίπεδα και οι προοπτικές για την απασχόληση το ενδεκάμηνο του 2023 παραμένουν θετικές, παρά την υποχώρηση του γ' τριμήνου του έτους σε σχέση με τα υψηλά επίπεδα του β' τριμήνου, κυρίως λόγω της αβεβαιότητας από την εμπόλεμη κατάσταση στη Μέση Ανατολή, αλλά και των φυσικών καταστροφών στη χώρα. Τέλος, η αγορά εργασίας συνεχίζει να παρουσιάζει μεγαλύτερη στενότητα και η σημαντική αύξηση των κενών θέσεων εργασίας καταδεικνύει την αυξανόμενη δυσκολία των επιχειρήσεων να προσλάβουν προσωπικό σύμφωνα με τις ανάγκες τους, παρά την αξιολογητή αύξηση των μισθών το 2023.

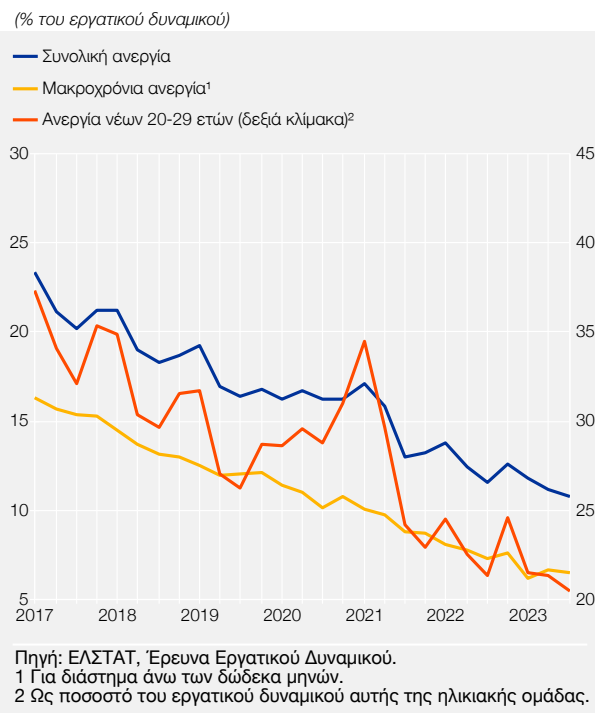
Η αγορά εργασίας, σύμφωνα με τα στοιχεία του πληροφοριακού συστήματος ΕΡΓΑΝΗ (βλ. Διάγραμμα IV.6), κατέγραψε ιδιαίτερα θετική εικόνα, καθώς το ισοζύγιο των ρών μισθωτής απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα το οκτάμηνο του 2023 ήταν θετικό (280.798 νέες θέσεις εργασίας) και κυμάνθηκε σε επίπεδα σημαντικά υψηλότερα έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2022 (237.225 νέες θέσεις εργασίας). Ως προς τους επιμέρους κλάδους οικονομικής δραστηριότητας, η μεγαλύτερη αύξηση προσλήψεων καταγράφηκε στις σχετικές με τον τουρισμό δραστηριότητες, καθώς οι επιδόσεις της τουριστικής περιόδου παρουσιάστηκαν βελτιωμένες έναντι του αντίστοιχου οκταμήνου του 2022. Τέλος, οι προσλήψεις πλήρους απασχόλησης υπερτερούν σε σχέση με τις ευέλικτες μορφές απασχόλησης, καθώς ανήλθαν στο 52,8% του συνόλου των νέων προσλήψεων.

Ο αριθμός των απασχολούμενων το εννεάμηνο του 2023, σύμφωνα με τα στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού (ΕΕΔ) της ΕΛΣΤΑΤ, παρουσίασε άνοδο κατά 1,3% σε σχέση με την αντί-

στοιχη περίοδο του 2022. Αντίστοιχα, η μισθωτή απασχόληση αυξήθηκε κατά 0,6%, ο δε αριθμός των λοιπών απασχολούμενων αυξήθηκε κατά 2,9%, αντανακλώντας κυρίως την αύξηση των αυτοαπασχολούμενων χωρίς προσωπικό και των βοηθών στην οικογενειακή επιχείρηση, ενώ μείωση κατέγραψαν οι αυτοαπασχολούμενοι με προσωπικό. Την ίδια περίοδο, το ποσοστό μερικής απασχόλησης υποχώρησε σχεδόν κατά 1 ποσοστιαία μονάδα, φθάνοντας στο 7,5% του συνόλου των απασχολούμενων.

Η αύξηση της απασχόλησης την ίδια περίοδο προήλθε από την αύξηση του αριθμού των απασχολούμενων στη γεωργία (4,3%), στη μεταποίηση (1,8%), στις κατασκευές (9,4%), στις δραστηριότητες ανθρώπινης υγείας και κοινωνικής μέριμνας (7,3%), στη μεταφορά και αποθήκευση (8,6%), καθώς και στις χρηματοπιστωτικές και ασφαλιστικές δραστηριότητες (11,8%). Αντίθετα, μεγάλη μείωση των απασχολούμενων παρατηρήθηκε στο χονδρικό και λιανικό εμπόριο, αντιστρέφοντας τη θετική εικόνα που είχε σημειωθεί το εννεάμηνο του 2022 και συντελώντας ταυτόχρονα στην πτώση του μεριδίου του κλάδου στη συνολική απασχόληση (βλ. Διάγραμμα IV.7).

Διάγραμμα IV.8 Ποσοστά ανεργίας (α' τρίμηνο 2017-γ' τρίμηνο 2023)



Το ποσοστό ανεργίας κατά το εννεάμηνο του 2023 αποκλιμακώθηκε σε 11,3%. Υποχώρηση του ποσοστού ανεργίας παρατηρήθηκε τόσο στους άνδρες όσο και στις γυναίκες, αν και το ποσοστό ανεργίας των γυναικών (14,8%) παρέμεινε σημαντικά υψηλότερο από αυτό των ανδρών (8,4%). Παράλληλα, μειώθηκαν το ποσοστό ανεργίας των νέων ηλικίας 20-29 ετών και το ποσοστό μακροχρόνιας ανεργίας σε 21,1% και 6,5% αντίστοιχα (βλ. Διάγραμμα IV.8). Η ενίσχυση της απασχόλησης και η μεγαλύτερη συμμετοχή των νέων στην αγορά εργασίας προϋποθέτουν την ενδυνάμωση της ζήτησης σε κλάδους και θέσεις εργασίας με υψηλή προστιθέμενη αξία, την προσέλκυση ξένων άμεσων επενδύσεων και την ενίσχυση της εξωστρέφειας της ελληνικής οικονομίας.

Οι βραχυπρόθεσμες προοπτικές της απασχόλησης (έρευνες συγκυρίας IOBE και Ευρωπαϊκής Επιτροπής) κινήθηκαν σε θετικά επίπεδα το ενδεκάμηνο του 2023, παρουσιάζοντας βελτίωση σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο το 2022, κυρίως στις κατασκευές και στο εμπόριο και σε μικρότερο βαθμό στις υπηρεσίες και στη μεταποίηση. Ο σταθμισμένος δείκτης των προσδοκίων απασχόλησης την ίδια περίοδο σημείωσε αύξηση σε σχέση με το προηγούμενο έτος, αποτυπώνοντας τη θετική επίδραση που αναμένεται να έχει η υλοποίηση του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, καθώς και την εκτιμώμενη καλή τουριστική περίοδο.

Όσον αφορά το θεσμικό πλαίσιο, ψηφίστηκε ο νέος εργασιακός νόμος (ν. 5053/2023),<sup>8</sup> με τον οποίο ενσωματώθηκε η Οδηγία 2019/1152 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 20ής Ιουνίου 2019, για διαφανείς και προβλέψιμους όρους εργασίας στην Ευρωπαϊκή Ένωση, ενώ παράλληλα θεσπίστηκαν κανόνες για την απλοποίηση των διοικητικών διαδικασιών

8 Ν. 5053/2023 (ΦΕΚ Α' 158/26.9.2023) "Για την ενίσχυση της εργασίας – Ενσωμάτωση της Οδηγίας (ΕΕ) 2019/1152 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 20ής Ιουνίου 2019 – Απλοποίηση ψηφιακών διαδικασιών και ενίσχυση της Κάρτας Εργασίας – Αναβάθμιση της επιχειρησιακής λειτουργίας του Υπουργείου Εργασίας και Κοινωνικής Ασφάλισης και της Επιθεώρησης Εργασίας".

και την προστασία των εργαζομένων, που αφορούν τόσο την καταπολέμηση της αδήλωτης και υποδηλωμένης εργασίας όσο και την προάσπιση του δικαιώματος στην εργασία. Ειδικότερα, ο νέος νόμος μεταξύ άλλων προβλέπει: (α) τη νομιμοποίηση της εργασίας σε περισσότερους του ενός εργοδότες, με την προϋπόθεση ότι η απασχόληση δεν θα ξεπερνά τις 13 ώρες την ημέρα, (β) τη δημιουργία νέων ελαστικών συμβάσεων εργασίας κατά τις οποίες οι εργαζόμενοι θα αμείβονται αναλόγως του χρόνου απασχόλησης με το νόμιμο ημερομίσθιο ή ωρομίσθιο, (γ) τη δυνατότητα εξαήμερης απασχόλησης με προσαυξημένο το ημερομίσθιο της έκτης μέρας κατά 40%, (δ) τη θέσπιση προστίμου, αντίστοιχου ύψους με το πρόστιμο για την αδήλωτη εργασία (10.500 ευρώ ανά εργαζόμενο), σε κάθε περίπτωση αναντιστοιχίας της πραγματικής απασχόλησης με τη σχετική σήμανση της κάρτας εργασίας, (ε) την προσμέτρηση της ενδοεπιχειρησιακής κατάρτισης ως αμειβόμενου χρόνου εργασίας, (στ) την απλοποίηση των γραφειοκρατικών διαδικασιών για τις επιχειρήσεις που θα επιλέξουν να εφαρμόσουν ταχύτερα την ψηφιακή κάρτα εργασίας πριν αυτή γίνει υποχρεωτική στον κλάδο τους, (ζ) την ποινική ευθύνη απεργών που παρεμποδίζουν την προσέλευση άλλων εργαζομένων στην εργασία τους, (η) τη θέσπιση δοκιμαστικής περιόδου έως έξι μηνών (αντί ενός έτους) για τους νεοπροσλαμβανόμενους και (θ) τη δημιουργία ψηφιακής πλατφόρμας εύρεσης εργασίας για επαγγέλματα υψηλών δεξιοτήτων και εξειδίκευσης σε επιχειρήσεις του ιδιωτικού τομέα που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα. Επίσης, με τον ίδιο νόμο αίρεται από 1.1.2024 χωρίς αναδρομικότητα η αναστολή του επιδόματος προϋπηρεσίας στους μισθωτούς του ιδιωτικού τομέα (επαναφορά των τριετιών που βρισκόνταν σε αναστολή από το 2012), ενώ ορίζεται ότι από 1.1.2027, αν το ποσοστό της ανεργίας υπερβεί το 10% και μέχρι να διαμορφωθεί σε ποσοστό κάτω του 10%, αναστέλλεται αυτοδικαίως η ισχύς της διάταξης.

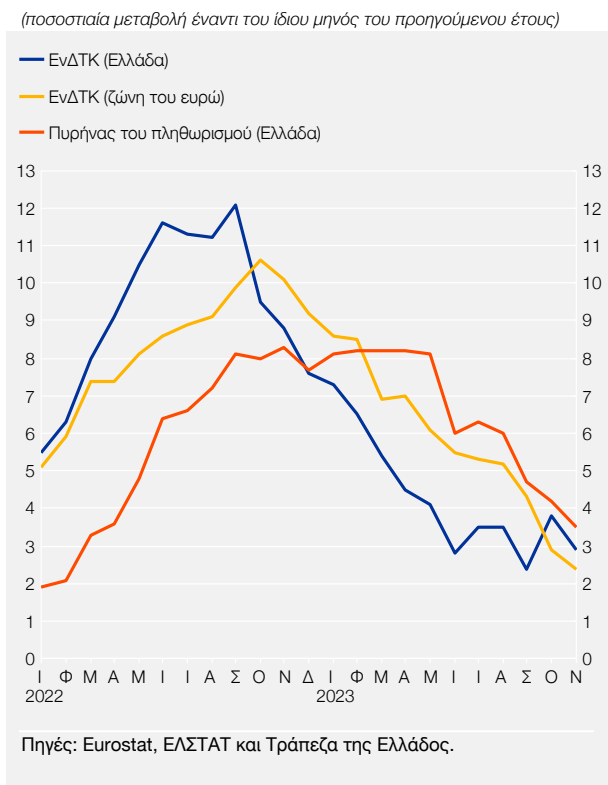
Η αγορά εργασίας επέδειξε αξιοσημείωτη ανθεκτικότητα κατά τη διάρκεια της πανδημίας, κυρίως λόγω της συμβολής των προγραμμάτων στήριξης, και προβλέπεται ότι θα συνεχίσει να αναπτύσσεται μεσοπρόθεσμα. Η βελτίωση αυτή είναι κυρίως το αποτέλεσμα των σημαντικών διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων που υλοποιούνται κατά την τελευταία δεκαετία και που έχουν καταστήσει την αγορά εργασίας πιο ευέλικτη και ανταγωνιστική. Εντούτοις, η μείωση της ανεργίας συνδέεται με την αύξηση της στενότητας και τη δυσκολία των επιχειρήσεων να προσλάβουν εξειδικευμένο προσωπικό σύμφωνα με τις ανάγκες τους. Για να αντιμετωπιστεί αυτή η αναντιστοιχία μεταξύ ζητούμενων και προσφερόμενων θέσεων εργασίας απαιτούνται, μεταξύ άλλων, η συνέχιση και η αναβάθμιση της τεχνικής εκπαίδευσης, η κατάρτιση των μακροχρόνια ανέργων στις νέες δεξιότητες, αλλά και η συνεχής ανάπτυξη και χρήση των δεξιοτήτων των εργαζομένων σε όλη τη διάρκεια του εργασιακού τους βίου. Χρειάζεται επίσης να δημιουργηθούν μηχανισμοί για την αντιστοίχιση των δεξιοτήτων του εργατικού δυναμικού με τις ανάγκες της αγοράς εργασίας. Παράλληλα, η αύξηση του μισθολογικού κόστους που παρατηρείται το 2023 καθιστά επιτακτική την ανάγκη μείωσης ή επιδότησης των ασφαλιστικών εισφορών για την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας των ελληνικών επιχειρήσεων και τη διατήρηση των θέσεων εργασίας. Εξίσου απαραίτητες παραμένουν οι παρεμβάσεις για να ενισχυθεί το πλέγμα εναρμόνισης της οικογενειακής και επαγγελματικής ζωής, για την ένταξη και παραμονή στην αγορά εργασίας του οικονομικά μη ενεργού πληθυσμού και κυρίως των νέων και των γυναικών, που θα συντελέσει στην οικονομική ανάπτυξη και τη διατήρηση της κοινωνικής συνοχής.

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

### 5.1 Πληθωρισμός

Ο πληθωρισμός, όπως μετρείται από τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ), κατέγραψε μέσο ετήσιο ρυθμό 9,3% το 2022, καταρρίπτοντας κάθε προηγούμενο μέγιστο από συστάσεώς του το 1995. Για τον πυρήνα του πληθωρισμού (ΕνΔΤΚ εξαιρουμένων των ενεργειακών αγαθών και των μη επεξεργασμένων τροφίμων), ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανήλθε στο 5,7%. Το 2023, σε αντίθεση με το 2022, ο εναρμονισμένος πληθωρισμός αποκλιμακώθηκε έντονα, λόγω της πτωτικής πορείας των τιμών των ενεργειακών αγαθών (βλ. Διάγραμμα IV.9).

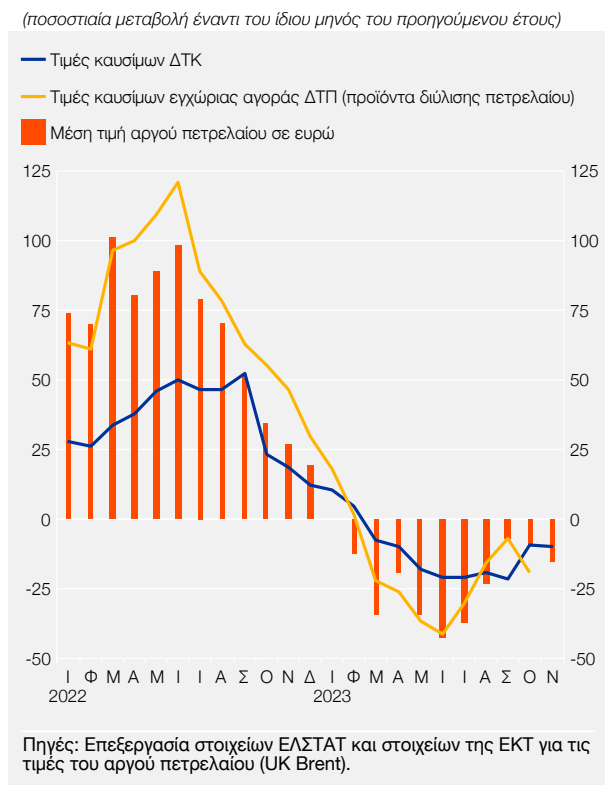
**Διάγραμμα IV.9** Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή στην Ελλάδα και τη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2022-Νοέμβριος 2023)



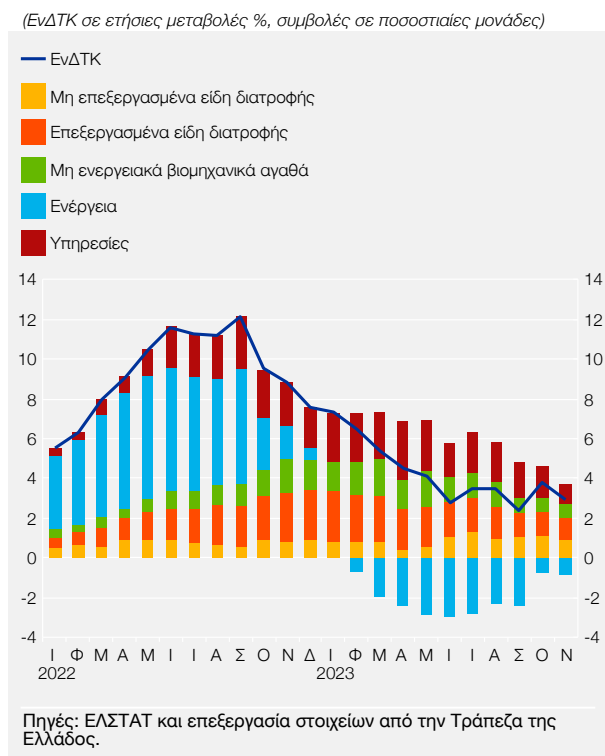
Η εντυπωσιακή αύξηση του μέσου πληθωρισμού το 2022 είχε προέλθει από όλες τις συνιστώσες του, αλλά κυρίως από τα ενεργειακά αγαθά, οι τιμές των οποίων αυξήθηκαν κατά 41,0%. Η αντιστροφή της εικόνας των τιμών των ενεργειακών αγαθών μέσα στο 2023 συνέβαλε στην καθοδική πορεία του εναρμονισμένου πληθωρισμού, παρότι οι υπόλοιπες συνιστώσες συνέχισαν να καταγράφουν αυξητικούς ετήσιους ρυθμούς. Ουσιαστικά η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού των ενεργειακών αγαθών ξεκίνησε το τελευταίο τρίμηνο του 2022 (12,1% από 52,9% το γ' τρίμηνο του 2022), αλλά επιταχύνεται μέσα στο 2023, καθώς οι ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής των τιμών τους παραμένουν σε αρνητικό έδαφος από το Φεβρουάριο του 2023 και μετά (βλ. Διάγραμμα IV.10).

Οι υποδείκτες που απαρτίζουν τη συνιστώσα της ενέργειας άρχισαν τμηματικά να καταγράφουν αρνητικούς ετήσιους ρυθμούς, με πρώτο τον υποδείκτη του ηλεκτρικού ρεύματος, που υποχώρησε στο -5,3% το Νοέμβριο του 2022 (από 7,4% τον Οκτώβριο), λόγω και της κρατικής στήριξης μέσω της πολιτικής των επιδοτήσεων. Ακολούθησε το πετρέλαιο θέρμανσης

**Διάγραμμα IV.10** Εξέλιξη τιμών καυσίμων του ΔΤΚ και του ΔΤΠ και της τιμής του αργού πετρελαίου σε ευρώ (Ιανουάριος 2022-Νοέμβριος 2023)



**Διάγραμμα IV.11** Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή και συμβολές των κύριων συνιστωσών του (Ιανουάριος 2022-Νοέμβριος 2023)



(-5,1% το Φεβρουάριο του 2023 από 7,1% τον Ιανουάριο), στη συνέχεια τα καύσιμα αυτοκινήτων (-7,6% το Μάρτιο του 2023 από 1,9% το Φεβρουάριο) και τέλος το φυσικό αέριο (-25,1% τον Απρίλιο του 2023 από 9,2% το Μάρτιο). Η συνισταμένη των ενεργειακών υποδεικτών βρίσκεται από το Φεβρουάριο του 2023 σε αποπληθωρισμό (-5,8%), υποχωρώντας έντονα στη συνέχεια στο -22,0% (Ιούνιος 2023) και παραμένοντας σε αρνητικό έδαφος μέχρι και το Νοέμβριο του 2023. Σημαντική υπήρξε και η συμβολή των επιδράσεων βάσης (base effects) στην αποκλιμάκωση αρχικά των προαναφερθέντων ενεργειακών υποδεικτών και στη διαμόρφωσή τους σε αρνητικά επίπεδα στη συνέχεια.

Ο πληθωρισμός των ειδών διατροφής ακολούθησε τον ενεργειακό πληθωρισμό στην αυξητική του πορεία από το 2021 με καθυστέρηση τριών μηνών. Ο διαρκώς αυξανόμενος ενεργειακός πληθωρισμός πέρασε και στα είδη διατροφής (επιβαρύνσεις κατά την παραγωγή αλλά και κατά τη μεταφορά των αγαθών), των οποίων ο πληθωρισμός κορυφώθηκε το Δεκέμβριο του 2022 (12,9%) μετά την αναταραχή λόγω γεωπολιτικών εξελίξεων. Έκτοτε ο πληθωρισμός των διατροφικών αγαθών ακολουθεί καθοδική πορεία, η οποία ωστόσο παραμένει εύθραυστη λόγω του συνεχιζόμενου πολέμου στην Ουκρανία και της νέας κρίσης στη Μέση Ανατολή. Οι τιμές των διατροφικών αγαθών εξακολουθούν να αυξάνονται, αλλά με επιβραδυνόμενους ρυθμούς.

Οι δύο βασικές συνιστώσες του πυρήνα του πληθωρισμού, δηλαδή τα μη ενεργειακά βιομηχανικά αγαθά και οι υπηρεσίες, κατά το πρώτο πεντάμηνο του 2023 παρουσίασαν συνέχιση της ανοδικής πορείας των τιμών τους, που ουσιαστικά είχε ενταθεί από τον Ιούνιο του 2022 και μετά, καθώς οι σημαντικές ανατιμήσεις των ενεργειακών και διατροφικών αγαθών μετακυλίστηκαν στις συνιστώσες του πυρήνα του πληθωρισμού. Ο κύκλος αυτός ολοκληρώθηκε το Μάιο του 2023 με τη συμπλήρωση ενός ημερολογιακού έτους, στη διάρκεια του οποίου καταγράφηκε μέγιστος ρυθμός στις υπηρεσίες το Σεπτέμβριο του 2022 (7,4%) και στα βιομηχανικά αγαθά το Μάρτιο του 2023 (10,3%). Οι τιμές των υπηρεσιών διατήρησαν υψηλούς ρυθμούς αύξησης κατά τους θερινούς μήνες, λόγω της ισχυρής τουριστικής ζήτησης (βλ. Διάγραμμα IV.11).

Ο εναρμονισμένος πληθωρισμός κατά το μεγαλύτερο μέρος του 2023 ακολούθησε έντονα καθοδική πορεία, καθώς αποκλιμακώθηκε από 7,3% τον Ιανουάριο σε 2,9% το Νοέμβριο, έχοντας υποχωρήσει σε 2,4% το Σεπτέμβριο. Η εξέλιξη αυτή αποδίδεται στην ενεργειακή συνιστώσα (-14,2% κατά το διαθέσιμο ενδεκάμηνο). Ο γενικός δείκτης χωρίς την ενέργεια κατέγραψε υψηλούς ρυθμούς καθ' όλο το ενδεκάμηνο (6,8% κατά μέσο όρο), με σημαντική συμβολή τόσο από τα διατροφικά αγαθά όσο και από τα μη ενεργειακά βιομηχανικά αγαθά και τις υπηρεσίες.

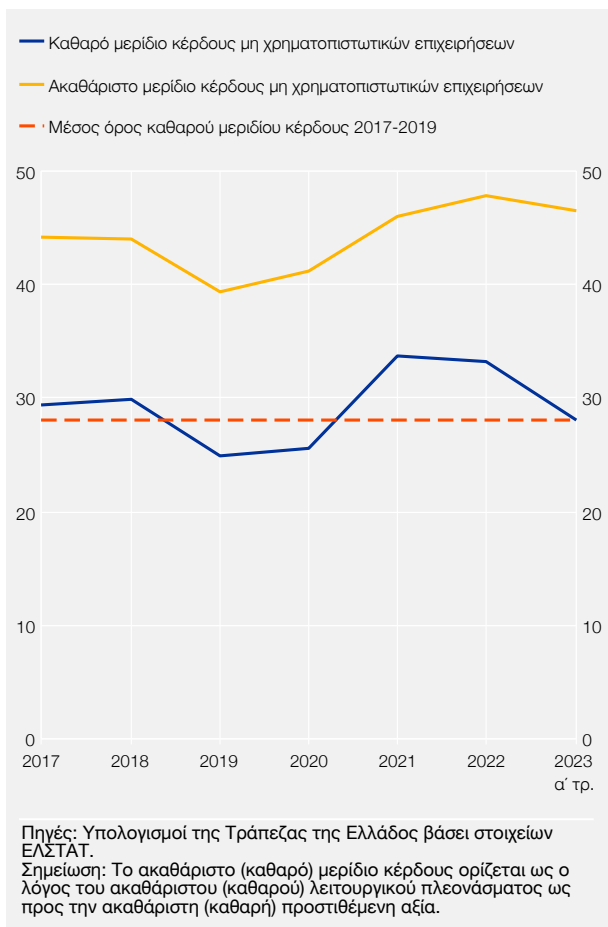
Αναμένεται περαιτέρω αποκλιμάκωση του εναρμονισμένου πληθωρισμού μέσα στο επόμενο έτος, καθώς όλες οι συνιστώσες του προβλέπεται ότι θα κινηθούν πλέον καθοδικά, με εξαίρεση την ενέργεια, της οποίας ο καθοδικός κύκλος προηγήθηκε και ολοκληρώνεται. Το διεθνές περιβάλλον όμως και ιδιαίτερα οι γεωπολιτικές εξελίξεις δημιουργούν κλίμα αβεβαιότητας με ανοδικούς κινδύνους.

## 5.2 Επιχειρηματικά κέρδη

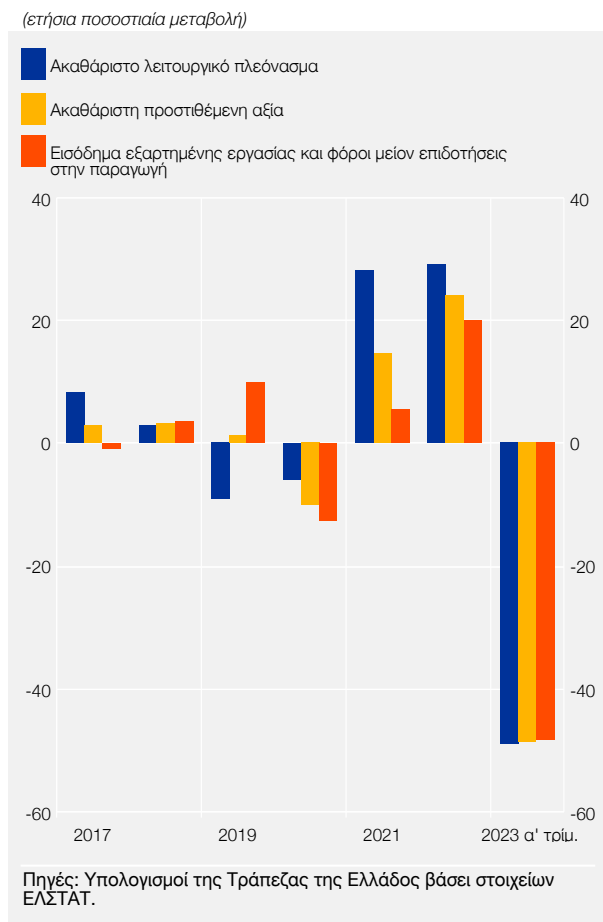
Το α' τρίμηνο του 2023 η καλή πορεία της ελληνικής οικονομίας και ιδιαίτερα του τουρισμού, τα μέτρα δημοσιονομικής πολιτικής για την αντιμετώπιση της ενεργειακής κρίσης, καθώς και οι πληθωριστικές πιέσεις, συνέβαλαν στη διατήρηση της υψηλής κερδοφορίας των επιχειρήσεων. Συγκεκριμένα, το μερίδιο καθαρού κέρδους (που ορίζεται ως ο λόγος του καθαρού λειτουργικού πλεονάσματος προς την καθαρή προστιθέμενη αξία και εκφράζει την απόδοση του επιχειρηματικού τομέα σε όρους λειτουργικών κερδών) παρέμεινε σημαντικά υψηλότερο το α' τρίμηνο του 2023 (28,0%) σε σχέση με το προ της πανδημίας επίπεδό του το 2019 (24,9%). Ήταν ωστόσο στα ίδια επίπεδα με το μέσο όρο της περιόδου 2017-2019. Σημειώνεται ότι, μετά την αύξηση που κατέγραψε στο πρώτο έτος της πανδημίας, το καθαρό μερίδιο κέρδους των επιχειρήσεων παρέμεινε υψηλό τόσο το 2021 (33,7%) όσο και το 2022 (33,2%) (βλ. Διάγραμμα IV.12), ενώ στη συνέχεια φαίνεται να αποκλιμακώνεται.



Διάγραμμα IV.12 Μεριδίο κέρδους των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (2017-α' τρίμηνο 2023)



Διάγραμμα IV.13 Συνιστώσες του μεριδίου κέρδους των επιχειρήσεων (2017-α' τρίμηνο 2023)



Η άνοδος των μεριδίων κέρδους των επιχειρήσεων τον πρώτο χρόνο της πανδημίας και η μετέπειτα δυναμική τους επηρεάστηκαν από τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά και τις συγκυρίες που διαμορφώθηκαν στο πλαίσιο της πανδημίας και στη συνέχεια της ενεργειακής κρίσης. Το φαινόμενο αυτό παρατηρήθηκε τόσο πανευρωπαϊκά όσο και στην Ελλάδα. Πιο συγκεκριμένα, στην αύξηση των μεριδίων κέρδους κατά το πρώτο έτος της πανδημίας σημαντικό ρόλο διαδραμάτισαν τα κυβερνητικά προγράμματα διατήρησης των θέσεων εργασίας,<sup>9</sup> που απορρόφησαν σημαντικό μέρος της οικονομικής διαταραχής στηρίζοντας τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά. Η μετέπειτα διατήρηση του μεριδίου κέρδους των επιχειρήσεων σε υψηλά επίπεδα μπορεί να εξηγηθεί από πληθώρα παραγόντων, όπως (α) η ισχυρή ζήτηση, η οποία υπερέκρασε την περιορισμένη προσφορά σε συγκεκριμένους τομείς της οικονομίας (είδη διατροφής, βιομηχανικά αγαθά), (β) η συσσώρευση αποταμιεύσεων των νοικοκυριών κατά τη διάρκεια της πανδημίας, η οποία τροφοδοτούσε τη δυναμική της καταναλωτικής ζήτησης, (γ) το έντονα πληθωριστικό περιβάλλον που επικράτησε, στο οποίο παρατηρήθηκε ισχυρή αύξηση των τιμών των εισροών (π.χ. κόστος εισαγόμενης ενέργειας) εντείνοντας περαιτέρω τις πληθωριστικές προσδοκίες και ενδεχομένως διευκολύνοντας τις επιχειρήσεις να μετακυλίσουν το αυξημένο κόστος τους στους καταναλωτές.<sup>10</sup> Συνεπώς, κατά τη διάρκεια αλλά και στον απόηχο της πανδημικής κρίσης, η ισχύς των επιχειρήσεων όσον αφορά τη διαμόρφωση των τιμών των προϊόντων τους ευνοείται ιδίως στους τομείς που χαρακτηρίζονται από χαμηλό βαθμό ανταγωνιστικότητας και αντιμετω-

9 Βλ. ΕΚΤ, Οικονομικό Δελτίο 2/2021, "Ο ρόλος των περιθωρίων κέρδους στην προσαρμογή στην πανδημική διαταραχή".

10 Andler, M. and A. Kovner (2022), "Do corporate profits increase when inflation increases?", Liberty Street Economics, Federal Reserve Bank of New York.

πίζουν υπερβάλλουσα ζήτηση έναντι περιορισμένης προσφοράς. Πρόσφατη μελέτη της ΕΚΤ<sup>11</sup> για το σύνολο της ευρωζώνης υπογραμμίζει ότι το δεύτερο εξάμηνο του 2022 η αύξηση των τιμών εκ μέρους των επιχειρήσεων στη ζώνη του ευρώ υπερκάλυπτε την άνοδο του κόστους τους και συνέβαλε καθοριστικά στην επιτάχυνση του εγχώριου πληθωρισμού (πληθωρισμός κερδών). Εντούτοις, σύμφωνα με μελέτη των Hansen et al. (2023),<sup>12</sup> η σημαντική αύξηση των εταιρικών κερδών στην Ευρώπη χαρακτηρίζει μόνο το 2021, έτος κατά το οποίο η αύξηση των τιμών εκ μέρους των επιχειρήσεων υπερέβη την άνοδο του κόστους της εισαγόμενης ενέργειας. Η τάση αυτή ατονεί ή και αντιστρέφεται από το 2022, δυσχεραίνοντας την εξαγωγή συμπεράσματος για την κερδοφορία των επιχειρήσεων στις επικρατούσες συνθήκες μεγάλης μεταβολής του κόστους.

Το ακαθάριστο λειτουργικό πλεόνασμα των ελληνικών επιχειρήσεων σε ονομαστικούς όρους αυξήθηκε με ηπιότερο ρυθμό το α' τρίμηνο του 2023, κατά 4,5% (έναντι 33,2% το α' τρίμηνο του 2022). Η εξέλιξη αυτή οφείλεται κυρίως στην αύξηση της ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας κατά 8,1%, παρά την αύξηση του εισοδήματος εξαρτημένης εργασίας κατά 8,9%. Αντίθετα, η συνιστώσα "φόροι μείον επιδοτήσεις στην παραγωγή" είχε αρνητική συμβολή, καθώς το α' τρίμηνο του 2023 υπήρξαν μόνο επιδοτήσεις που σχετίζονταν με την ενέργεια, σημαντικά χαμηλότερες από αυτές που σχετίζονταν με την πανδημία (βλ. Διάγραμμα IV.13).

### 5.3 Κόστος εργασίας

Σύμφωνα με τα δεδομένα των πρώτων εννέα μηνών, το 2023 η αύξηση των συνολικών αμοιβών των εργαζομένων ήταν κάπως χαμηλότερη από ό,τι την αντίστοιχη περίοδο του 2022, η αύξηση των μέσων αμοιβών επιταχύνθηκε και επιβράδυνση εμφάνισε η άνοδος της συνολικής και της μισθωτής απασχόλησης (βλ. Πίνακα IV.5), με αποτέλεσμα περιορισμένη αύξηση της παραγωγικότητας και σημαντική άνοδο του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Βάσει των διαθέσιμων στοιχείων, τον Ιανουάριο-Σεπτέμβριο του 2023 οι αμοιβές ανά μισθωτό αυξήθηκαν με ετήσιο ρυθμό 4,8% (μη εποχικώς διορθωμένα στοιχεία), η παραγωγικότητα ανά απασχολούμενο κατά 1,2% και το κόστος εργασίας κατά 3,6%. Επίσης, ο δείκτης μισθολογικού κόστους της ΕΛΣΤΑΤ εμφάνισε ετήσιο ρυθμό αύξησης 6,1% την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου (στοιχεία χωρίς εποχική ή άλλη διόρθωση).

**Πίνακας IV.5 Αμοιβές και κόστος εργασίας (2021-2024)**

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2021	2022	2023 εκτίμ.	2024 πρόβλ.
Σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας	5,1	5,9	7,9	7,1
Αμοιβές εξαρτημένης εργασίας ανά μισθωτό	3,8	2,8	6,2	5,4
Παραγωγικότητα της εργασίας (ΑΕΠ/συνολική απασχόληση)	7,1	3,0	0,7	1,0
Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (σύνολο οικονομίας)	-3,1	-0,2	5,5	4,4
Σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας στον τομέα της γενικής κυβέρνησης	1,1	0,7	...	...
Σύνολο αμοιβών εξαρτημένης εργασίας στον επιχειρηματικό τομέα	7,2	8,4	...	...

Πηγές: Για το 2021-2022: ΕΛΣΤΑΤ, στοιχεία ετήσιων εθνικών λογαριασμών και λογαριασμών θεσμικών τομέων, 18-26.10.2023. Για το 2023-2024: εκτιμήσεις-προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

Ειδικότερα, στον επιχειρηματικό τομέα το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2023 υπογράφηκαν 152 νέες επιχειρησιακές συλλογικές συμβάσεις, οι οποίες αφορούν 70.940 μισθωτούς. Από αυτές, 45 συμβάσεις προβλέπουν αυξήσεις μισθών, ενώ οι υπόλοιπες δεν περιλαμβάνουν μισθολογικές ρυθμίσεις.<sup>13</sup> Υπενθυμίζεται ότι οι κατώτατοι μισθοί αυξήθηκαν κατά 9,4% από 1.4.2023. Στον τομέα της γενικής κυβέρνησης, οι δαπάνες για αμοιβές υπαλλήλων αυξήθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 3,0% το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2023.

11 Βλ. ΕΚΤ, Οικονομικό Δελτίο 4/2023, "Ποια είναι η συμβολή του κέρδους ανά μονάδα προϊόντος στην πρόσφατη ενίσχυση των εγχώριων πιέσεων επί των τιμών στη ζώνη του ευρώ";

12 Hansen, N.-J.H. ; F.G. Toscani and J. Zhou (2023), "Euro Area Inflation after the Pandemic and Energy Shock: Import Prices, Profits and Wages", IMF Working Paper 23/131.

13 Χαρακτηριστικές περιπτώσεις κλαδικών, ομοιοεπαγγελματικών και επιχειρησιακών συλλογικών συμβάσεων που προβλέπουν αυξήσεις μισθών έχουν αναφερθεί σε προηγούμενες εκθέσεις εφέτος.

Το 2024 προβλέπεται ότι η άνοδος της παραγωγικότητας θα παραμείνει περιορισμένη, ενώ οι μέσες αποδοχές και το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος θα αυξηθούν και πάλι με αξιόλογους ρυθμούς, οι οποίοι όμως θα είναι κάπως χαμηλότεροι από ό,τι το 2023. Η άνοδος των αποδοχών το επόμενο έτος θα επηρεαστεί τόσο από την προγραμματισμένη αύξηση των μισθών των δημοσίων υπαλλήλων κατά 10,5% όσο και από την αναμενόμενη λήξη της αναστολής των επιδομάτων προϋπηρεσίας (τριετιών) των μισθωτών του ιδιωτικού τομέα,<sup>14</sup> η οποία είχε νομοθετηθεί κατά την περίοδο των προγραμμάτων οικονομικής προσαρμογής.

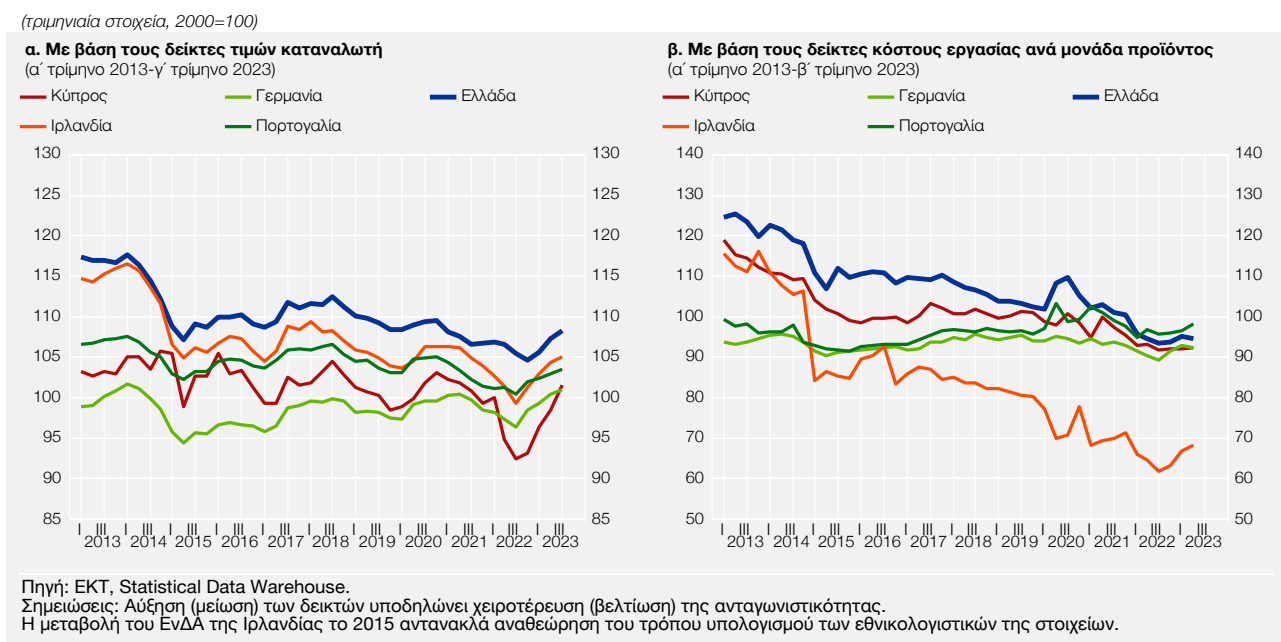
#### 5.4 Διεθνής ανταγωνιστικότητα

Η διεθνής ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας, μετά τη γενική και σημαντική βελτίωση που κατέγραψε τα προηγούμενα έτη, εμφανίζει πλέον ενδείξεις στασιμότητας ή και μικρής υποχώρησης το 2023.

Οι δείκτες σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας με βάση τις σχετικές τιμές και το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αυξήθηκαν τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2023, αποτυπώνοντας επιδείνωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας, οφειλόμενη κυρίως στη σημαντική επίδραση της ανατίμησης της ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ η οποία καταγράφεται από το τελευταίο τρίμηνο του 2022. Σύμφωνα με τους εθνικούς Εναρμονισμένους Δείκτες Ανταγωνιστικότητας (ΕνΔΑ-HCIs) που καταρτίζει η ΕΚΤ, παρατηρήθηκε αύξηση (επίδεινωση) τόσο στην Ελλάδα όσο και σε πολλές χώρες της ζώνης του ευρώ για το πρώτο εννεάμηνο του 2023 (βλ. Διάγραμμα IV.14).

Ωστόσο, η μακρόχρονη και συνεπής προσαρμογή της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας, οφειλόμενη στην υιοθέτηση σημαντικών μεταρρυθμίσεων αλλά και στην πολυετή οικονομική κρίση, είχε οδηγήσει το 2022 σε πλήρη ανάκτηση των απωλειών ανταγωνιστικότητας που είχε υποστεί η ελληνική οικονομία από το 2002 και μετά, όπως φαίνεται από τους ΕνΔΑ. Μάλιστα, η προσαρμογή αυτή επιτεύχθηκε παρά τη μεγάλη σωρευτική ανατίμηση της ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας, περί το 20%, κατά την ίδια αυτή περίοδο 2002-2022, σύμφωνα με τα στοιχεία των ΕνΔΑ.

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



14 Σύμφωνα με το άρθρο 33 του ν. 5053/2023 που ψηφίστηκε το Σεπτέμβριο.

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

(δείκτης: 2000=100)

Έτος	Δείκτης ονομαστικής ΣΣΙ		Δείκτης πραγματικής ΣΣΙ*							
	Ευρύς δείκτης <sup>1</sup>		Ευρύς δείκτης <sup>1</sup>				Έναντι χωρών της ζώνης του ευρώ			
	Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή	Με βάση το δείκτη τιμών καταναλωτή		Με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας*		Με βάση το δείκτη τιμών καταναλωτή		Με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας*	
Δείκτης (2000=100)			Ποσοστιαία μεταβολή	Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή	Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή	Δείκτης (2000=100)	Ποσοστιαία μεταβολή	
2000	100,0		100,0		100,0		100,0		100,0	
2010	112,4	-2,8	118,3	-0,4	131,2	4,7	118,3	-0,4	123,7	4,6
2015	110,6	-2,7	106,5	-4,6	111,1	-4,5	106,5	-4,6	107,8	-3,5
2016	112,0	1,3	107,1	0,5	107,3	-3,4	107,1	0,5	107,3	-0,4
2017	113,6	1,4	107,7	0,6	106,1	-1,1	107,7	0,6	106,6	-0,7
2018	116,0	2,1	108,4	0,6	104,0	-2,0	108,4	0,6	103,2	-3,2
2019	115,8	-0,2	106,7	-1,5	102,0	-1,9	106,7	-1,5	101,1	-2,0
2020	117,4	1,5	105,8	-0,8	104,2	2,1	105,8	-0,8	103,5	2,4
2021	118,7	1,1	104,4	-1,4	101,3	-2,8	104,4	-1,4	100,6	-2,8
2022	117,5	-1,0	102,0	-2,3	93,2	-8,0	104,9	0,5	97,1	-3,5
2023**	121,0	2,9	102,1	0,1	92,8	-0,4	103,7	-1,1	95,2	-2,0

Πηγές: Δείκτες υπολογισμένοι από την Τράπεζα της Ελλάδος με βάση στοιχεία της ΕΚΤ και της Ευρωπαϊκής Επιτροπής. Αύξηση (μείωση) των δεικτών ΣΣΙ υποδηλώνει χειρότερη (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).

Το 2022 η ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας είχε βελτιωθεί περαιτέρω, παρά τον υψηλό εγχώριο πληθωρισμό και τις αυξήσεις των κατώτατων ονομαστικών αποδοχών, βοηθούμενη και από την ελαφρά υποχώρηση του ευρώ (σε μέσα επίπεδα έτους). Το εξωτερικό περιβάλλον υψηλού πληθωρισμού και σημαντικών ονομαστικών μισθολογικών αυξήσεων σε συνθήκες διεθνούς οικονομικής επιβράδυνσης και χαμηλής ή και αρνητικής μεταβολής της παραγωγικότητας της εργασίας οδήγησε σε αύξηση του ονομαστικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος σε πολλούς βασικούς εμπορικούς εταίρους της Ελλάδος, έναντι μείωσής του στην Ελλάδα.

Τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2023 η ανταγωνιστικότητα ως προς τις τιμές σημείωσε ελαφρά υποχώρηση, ενώ ως προς το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος παρέμεινε ουσιαστικά στάσιμη, αν και σε μέσα επίπεδα έτους αναμένεται οριακή βελτίωση.

Ο δείκτης ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας της Ελλάδος ανατιμήθηκε κατά 4,3% το πρώτο εννεάμηνο του 2023, καθώς το ευρώ ανέκαμψε κυρίως όταν η αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ άρχισε να επιδρά στις προσδοκίες για τις αποδόσεις των περιουσιακών στοιχείων. Ο δείκτης πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας παρουσίασε επίσης ελαφρά ανατίμηση το πρώτο εξάμηνο του 2023, κατά 0,8%. Ο δείκτης πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας με βάση τους σχετικούς δείκτες τιμών καταναλωτή (ΔΤΚ) κατέγραψε σημαντικότερη αύξηση (επιδείνωση) το πρώτο εννεάμηνο του 2023, κατά 3,4%, λόγω της επίδρασης της ανατίμησης της ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας που υπερκάλυψε την ευνοϊκή για την Ελλάδα διαφορά του εγχώριου πληθωρισμού συγκριτικά με τον αντίστοιχο σταθμισμένο μέσο όρο των κυριότερων εμπορικών εταίρων της.

Όσον αφορά τις εκτιμήσεις για το 2023 συνολικά, σύμφωνα με τα συγκρίσιμα στοιχεία της Ευρωπαϊκής Επιτροπής,<sup>15</sup> ο εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή αναμένεται να αυξηθεί κατά 4,3% στην Ελλάδα και κατά 5,6% στη ζώνη του ευρώ. Οι αποδοχές ανά εργαζόμενο εκτιμάται ότι θα αυξηθούν σημαντικά, ενώ η μέση παραγωγικότητα της εργασίας θα παρουσιάσει μεταβολή κατά 0,8% και -0,5% αντιστοίχως. Ως αποτέλεσμα, το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας αναμένεται ότι θα αυξηθεί κατά 4,0% στην Ελλάδα έναντι 6,0% στη ζώνη του ευρώ. Επομένως, για το 2023 συνολικά παρατηρείται στασιμότητα έναντι του συνόλου των εμπορικών εταιρών της Ελλάδος με ταυτόχρονη μικρή βελτίωση σε σχέση με τους εμπορικούς εταίρους της εντός της ζώνης του ευρώ.

Σε όρους διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας, η κατάταξη της Ελλάδος σε σύνθετους δείκτες παρουσιάζει στασιμότητα ή και υποχώρηση το 2023, μετά την αποτύπωση μεγάλης προόδου την περίοδο 2020-2022.

Ως προς το Δείκτη Φορολογικής Ανταγωνιστικότητας του Tax Foundation (Οκτώβριος 2023), η Ελλάδα κατατάσσεται και εφέτος, όπως και πέρυσι, στην 25η θέση μεταξύ 38 κρατών. Συγκριτικά καλύτερη θέση συνεχίζει να καταλαμβάνει ως προς τους υποδείκτες φορολόγησης φυσικών και νομικών προσώπων (8η και 19η αντίστοιχα), ενώ υστερεί στη φορολόγηση των περιουσιακών στοιχείων (28η) και της κατανάλωσης (33η). Αρνητικά στη φορολογική ανταγωνιστικότητα της οικονομίας, σύμφωνα με τη σχετική έκθεση, επιδρά το γεγονός ότι οι επιχειρήσεις δεν έχουν τη δυνατότητα, παρά μόνο μέχρι ένα περιορισμένο ποσό, να συμψηφίσουν τις λειτουργικές τους ζημίες με μελλοντικά κέρδη, ούτε επιτρέπεται να συνυπολογίσουν ζημίες στο φορολογητέο εισόδημα προηγούμενων χρήσεων.

Σύμφωνα με το σύνθετο δείκτη ανταγωνιστικότητας του IMD (Ιούνιος 2023), η Ελλάδα υποχώρησε στην 49η από την 47η θέση στην παγκόσμια κατάταξη 64 κρατών το 2023. Η αποτελεσματικότητα του δημόσιου τομέα βελτιώθηκε οριακά στην 53η θέση, αντισταθμίζοντας την οριακή υποχώρηση της αποτελεσματικότητας του ιδιωτικού τομέα στην 48η θέση. Ωστόσο, ως προς την οικονομική επίδοση, κατατάχθηκε 7 θέσεις χαμηλότερα από ό,τι πέρυσι, στην 58η θέση, κυρίως λόγω του υψηλού πληθωρισμού, της υπογεννητικότητας και του υψηλού ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών.

Η δημιουργία φιλικότερου επιχειρηματικού και επενδυτικού περιβάλλοντος θα βελτιώσει περαιτέρω τη διεθνή κατάταξη της Ελλάδος στους δείκτες διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας. Συγκριτικά πλεονεκτήματα, σύμφωνα με το IMD, θεωρούνται το υψηλό επίπεδο εκπαίδευσης των εργαζομένων, η δυναμική του ΑΕΠ και το χαμηλό κόστος εργασίας, ενώ συγκριτικά μειονεκτήματα θεωρούνται η έλλειψη ανταγωνιστικού φορολογικού πλαισίου, παρά τα σημαντικά βήματα που έχουν γίνει προς την κατεύθυνση αυτή, το αναποτελεσματικό νομικό πλαίσιο και η χαμηλή ποιότητα εταιρικής διακυβέρνησης.

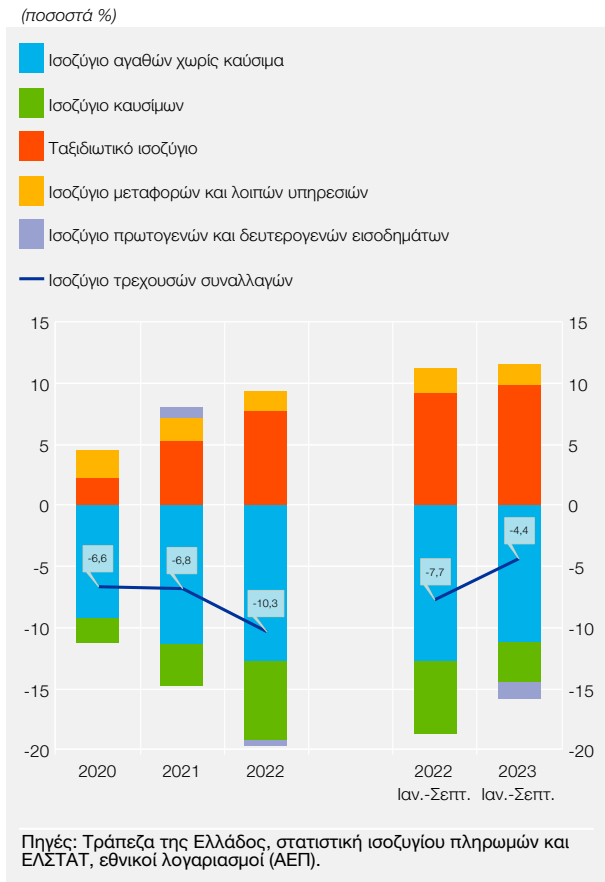
## 6 ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΠΛΗΡΩΜΩΝ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΘΕΣΗ

Μετά την επιδείνωσή του το 2022, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ) παρουσίασε σημαντική βελτίωση το πρώτο εννεάμηνο του 2023. Την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2023 το έλλειμμα του ΙΤΣ μειώθηκε κατά 4,6 δισεκ. ευρώ σε σύγκριση με την ίδια περίοδο του 2022 και διαμορφώθηκε σε 7,3 δισεκ. ευρώ (4,4% του ΑΕΠ σε σχέση με 7,7% του ΑΕΠ). Η εξέλιξη αυτή ήταν αποτέλεσμα της βελτίωσης, πρωτίστως, του ισοζυγίου αγαθών και, δευτερευόντως, των ισοζυγίων υπηρεσιών και δευτερογενών εισοδημάτων, η οποία αντισταθμίστηκε μερικώς από την επιδείνωση του ισοζυγίου πρωτογενών εισοδημάτων. Συγκεκριμένα, το έλλειμμα του ισοζυγίου αγαθών συρρικνώθηκε, αφού η μείωση των εισαγωγών ήταν μεγαλύτερη από εκείνη των εξαγωγών. Η βελτίωση του ισοζυγίου υπηρεσιών αντανάκλα κυρίως την αύξηση των εισπράξεων από

15 European Commission, *Economic Forecast, Autumn 2023*.



**Διάγραμμα IV.15 Βασικά μεγέθη του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ως ποσοστό του ΑΕΠ (2020-γ' τρίμηνο 2023)**



ταξιδιωτικές υπηρεσίες και δευτερευόντως από λοιπές υπηρεσίες, παρά τη μείωση του πλεονάσματος του ισοζυγίου θαλάσσιων μεταφορών. Το ισοζύγιο δευτερογενών εισοδημάτων επίσης βελτιώθηκε. Οι παραπάνω θετικές εξελίξεις αντισταθμίστηκαν μερικώς από την αύξηση του ελλείμματος του ισοζυγίου πρωτογενών εισοδημάτων, λόγω των αυξημένων πληρωμών για τόκους, μερίσματα και κέρδη (βλ. Πίνακα 2 του Στατιστικού Παραρτήματος και Διάγραμμα IV.15).

Η σημαντική συρρίκνωση του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών το πρώτο εννεάμηνο οφείλεται στη μείωση των εισαγωγών (κατά 10,8%), η οποία ήταν μεγαλύτερη από την αντίστοιχη μείωση των εξαγωγών (κατά 6,2%). Ειδικότερα, περίπου τα 3/4 της βελτίωσης του ισοζυγίου αγαθών συνδέεται με τη μείωση του ελλείμματος του ισοζυγίου καυσίμων, λόγω αφενός των μειωμένων διεθνών τιμών των καυσίμων και αφετέρου της αύξησης του όγκου των εξαγωγών καυσίμων. Οι εξαγωγές καυσίμων – σε σταθερές τιμές – αυξήθηκαν (κατά 5,8%), ενώ οι αντίστοιχες εισαγωγές κατέγραψαν μείωση (κατά 2,2%). Το ισοζύγιο αγαθών εκτός καυσίμων βελτιώθηκε, αφού οι αντίστοιχες εξαγωγές παρουσίασαν μικρή αύξηση, ενώ οι εισαγωγές μειώθηκαν. Σε σταθερές τιμές, οι εξαγωγές χωρίς καύσιμα σημείωσαν μείωση (κατά 4,4%), παρά τη θετική συμβολή που είχαν οι εξαγωγές των κλάδων των φαρμακευτικών προϊόντων, του μηχανολογικού εξοπλισμού και

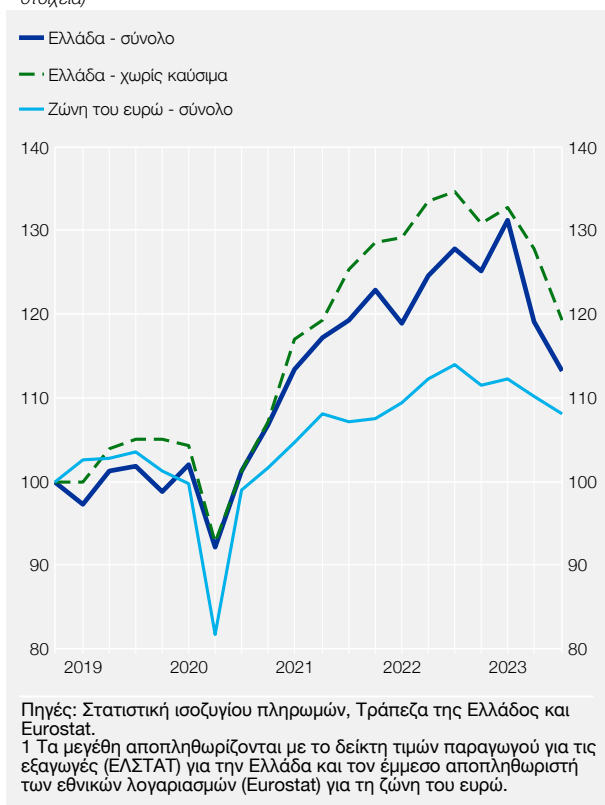
των τροφίμων και ποτών. Οι αντίστοιχες εισαγωγές μειώθηκαν περισσότερο σε απόλυτους όρους – κατά 4,0% σε σταθερές τιμές – λόγω της αρνητικής συμβολής κυρίως των εισαγωγών ενδιάμεσων αγαθών και δευτερευόντως των καταναλωτικών αγαθών (βλ. Διάγραμμα IV.16).

Η δυναμική που καταγράφηκε στο ισοζύγιο υπηρεσιών κατά το 2022 συνεχίστηκε και το πρώτο εννεάμηνο του 2023 (βλ. Διάγραμμα IV.17). Ειδικότερα, το ισοζύγιο υπηρεσιών συνέχισε να βελτιώνεται, ως αποτέλεσμα της βελτίωσης των ταξιδιωτικών υπηρεσιών και των λοιπών υπηρεσιών, ενώ το ισοζύγιο υπηρεσιών μεταφορών επιδεινώθηκε. Οι ταξιδιωτικές αφίξεις και εισπράξεις συνέχισαν να αυξάνονται, αν και με χαμηλότερο ρυθμό σε σχέση με το 2022, καταγράφοντας αύξηση κατά 17,3% και 15,2% και υπερέβησαν τα αντίστοιχα μεγέθη του 2019. Η μέση δαπάνη ανά ταξίδι την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου μειώθηκε συνολικά κατά 2,5%, παρά την τάση αύξησης που καταγράφεται από τους ταξιδιώτες εκτός ΕΕ-27, με τη μεγαλύτερη αύξηση να προέρχεται κυρίως από τις ΗΠΑ. Παρ' όλα αυτά, οι κύριες αγορές προέλευσης ταξιδιωτών, όπως η Γερμανία και η Γαλλία, συνεχίζουν να εισφέρουν το μεγαλύτερο μέρος των συνολικών εισπράξεων. Ο παγκόσμιος τουρισμός το πρώτο εννεάμηνο του 2023 έφθασε στο 86,6% των αντίστοιχων αφίξεων του 2019, ενώ οι εισερχόμενοι ταξιδιώτες στην περιοχή της Μεσογείου επανήλθαν στο επίπεδο του 2019. Στην πρώτη θέση από πλευράς προσέλκυσης ταξιδιωτών, με μείωση όμως του μεριδίου της κατά το εννεάμηνο του 2023, παραμένει η Ισπανία (26,2% έναντι 26,8%), ενώ η Ελλάδα διατηρεί την τέταρτη θέση (μετά την Ιταλία και την Τουρκία), καταγράφοντας αύξηση μεριδίου (10,9% έναντι 10,1%) σε σχέση με το 2019.

Το πλεόνασμα του ισοζυγίου μεταφορών μειώθηκε την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2023 κατά 22,7%. Ειδικότερα, οι εισπράξεις από θαλάσσιες μεταφορές μειώθηκαν κατά 13,0%, εξέ-

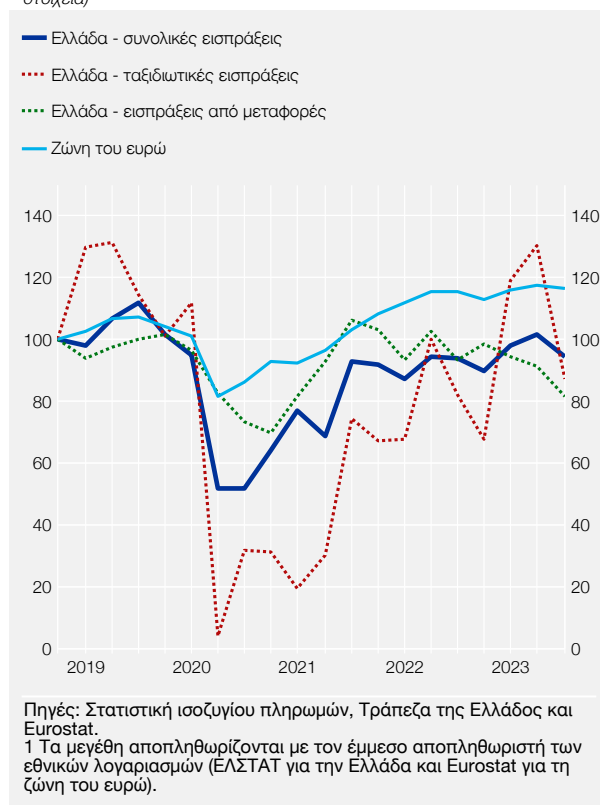
**Διάγραμμα IV.16 Εξαγωγές αγαθών**  
(δ' τρίμηνο 2018-γ' τρίμηνο 2023)

(δείκτης δ' τρίμ. 2018=100, σε σταθερές τιμές,<sup>1</sup> εποχικώς διορθωμένα στοιχεία)



**Διάγραμμα IV.17 Εξαγωγές υπηρεσιών**  
(δ' τρίμηνο 2018-γ' τρίμηνο 2023)

(δείκτης δ' τρίμ. 2018=100, σε σταθερές τιμές,<sup>1</sup> εποχικώς διορθωμένα στοιχεία)



λιξη που αντανakλά κυρίως τη μείωση των ναύλων και σε μικρότερο βαθμό τη διολίσηση του δολαρίου ΗΠΑ έναντι του ευρώ.<sup>16</sup> Συγκεκριμένα, το μέσο επίπεδο των ναύλων – σύμφωνα με το δείκτη ClarkSea – μειώθηκε κατά 41% συγκριτικά με την αντίστοιχη περίοδο του 2022, αντανakλώντας δύο αντίθετες τάσεις: αφενός την άνοδο – κυρίως κατά το πρώτο πεντάμηνο του 2023 – των ναύλων για τα πετρελαιοφόρα πλοία και αφετέρου τη μείωση των ναύλων για τα πλοία μεταφοράς ξηρού (χύδην) φορτίου.<sup>17</sup>

Το ισοζύγιο πρωτογενών εισοδημάτων επιδεινώθηκε το πρώτο εννεάμηνο του 2023, κυρίως λόγω της αύξησης των καθαρών πληρωμών για τόκους, μερίσματα και κέρδη, ενώ το ισοζύγιο δευτερογενών εισοδημάτων βελτιώθηκε, κυρίως λόγω της καταγραφής καθαρών εισπράξεων (έναντι καθαρών πληρωμών το εννεάμηνο του 2022) στον τομέα της γενικής κυβέρνησης. Σημειώνεται ότι τον Ιανουάριο του 2023 εκταμιεύθηκε η δεύτερη δόση της χρηματοδότησης μέσω του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF) και πλέον η συνολική απορρόφηση των πόρων του RRF, με την έννοια της εισροής κεφαλαίων στη χώρα, ανήλθε σε 32% για τις επιχορηγήσεις και 42% για τα δάνεια.<sup>18</sup> Όσον αφορά τις εισροές από τα διαρθρωτικά ταμεία της ΕΕ,<sup>19</sup> την περίοδο

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

17 Οι ναύλοι στα πλοία ξηρού (χύδην) φορτίου μειώθηκαν κατά 52%, λόγω της επιβράδυνσης της ζήτησης για εισαγωγές πρώτων υλών, καθώς και της αποσυμφόρησης στους λιμένες. Οι ναύλοι των πετρελαιοφόρων αυξήθηκαν – με επιβραδυνόμενο όμως ρυθμό – κατά 24%, αντανakλώντας την αυξημένη ζήτηση θαλάσσιων μεταφορών πετρελαιοειδών.

18 Με την ολοκλήρωση των προαπαιτούμενων οροσήμων, υποβλήθηκε στις 15.5.2023 το αίτημα πληρωμής της τρίτης δόσης των πόρων του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, το οποίο περιλαμβάνει επιχορηγήσεις ύψους 1,7 δισεκ. ευρώ. Η θετική προκαταρκτική αξιολόγηση για τη δόση αυτή ανακοινώθηκε στις 28.11.2023, αλλά δεν έχει πραγματοποιηθεί ακόμη η εκταμίευση.

19 Στα ισοζύγια πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων και στο ισοζύγιο κεφαλαίων καταγράφονται επίσης οι μεταβιβάσεις από την ΕΕ, κυρίως στο πλαίσιο της Κοινής Αγροτικής Πολιτικής (ΚΑΠ) και της πολιτικής συνοχής της ΕΕ, καθώς και οι αποδόσεις στον προϋπολογισμό της ΕΕ.

Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2023 οι απολήψεις ανήλθαν σε 1,2 δισεκ. ευρώ και οι αγροτικές επιδοτήσεις στο πλαίσιο της ΚΑΠ σε 2,0 δισεκ. ευρώ.<sup>20</sup> Η Ελλάδα έχει απορροφήσει σωρευτικά περισσότερο από το 90% των πόρων που της αναλογούν από τους διαρθρωτικούς πόρους του ΕΣΠΑ 2014-2020. Για το υπολειπόμενο ποσό έχουν ήδη αποφασιστεί έργα, ούτως ώστε να διασφαλιστεί η εξ ολοκλήρου απορρόφησή του μέχρι το τέλος του 2023. Στο πλαίσιο του νέου προγράμματος 2021-2027, εκταμιεύθηκαν τα πρώτα 630,0 εκατ. ευρώ μέχρι το Σεπτέμβριο του 2023, ωστόσο, όπως έχει παρατηρηθεί από τα προηγούμενα προγράμματα, ο ρυθμός εκταμίευσης επιταχύνεται προς το τέλος της προγραμματικής περιόδου. Σημειώνεται ότι η Ελλάδα είναι πρώτη μεταξύ των χωρών της ΕΕ σε επίπεδο εκταμιεύσεων του νέου προγράμματος.

Όσον αφορά τις προοπτικές για το σύνολο του 2023, η μείωση των διεθνών τιμών της ενέργειας σε συνδυασμό με τις αυξητικές τάσεις των εισπράξεων από ταξιδιωτικές υπηρεσίες εκτιμάται ότι θα συμβάλουν στο σημαντικό περιορισμό του ελλείμματος του ΙΤΣ, παρά την επιδείνωση του ισοζυγίου πρωτογενών εισοδημάτων λόγω των αυξημένων πληρωμών για τόκους, μερίσματα και κέρδη.

Περαιτέρω βελτίωση του ΙΤΣ αναμένεται το 2024, μεταξύ άλλων και λόγω της επιτάχυνσης της υλοποίησης του νέου προγράμματος 2021-2027 και της αναμενόμενης εκταμίευσης δύο δόσεων από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, οι οποίες θα βελτιώσουν τα ισοζύγια πρωτογενών και δευτερογενών εισοδημάτων. Επιπροσθέτως, οι μεταβιβάσεις κεφαλαιακού χαρακτήρα θα μειώσουν τις συνολικές χρηματοδοτικές ανάγκες της οικονομίας, καθώς καταγράφονται στο ισοζύγιο κεφαλαίων. Τέλος, επιπλέον πόροι ύψους 760 εκατ. ευρώ με τη μορφή επιχορηγήσεων και 5 δισεκ. ευρώ με τη μορφή δανείων προβλέπονται στο πλαίσιο του προγράμματος REPowerEU. Ωστόσο, το ισοζύγιο αγαθών δεν αναμένεται να βελτιωθεί, αφού η ανάκαμψη των εγχώριων επενδύσεων, οι οποίες θα ενισχυθούν και από τα έργα που χρηματοδοτούνται από το RRF, θα οδηγήσει στην αύξηση των εισαγωγών επενδυτικών αγαθών, ενώ το έλλειμμα στο ισοζύγιο καυσίμων το 2024 δεν αναμένεται να σημειώσει περαιτέρω σημαντική συρρίκνωση, αφού οι διεθνείς τιμές των ενεργειακών αγαθών εκτιμάται ότι θα καταγράψουν μικρή μόνο μείωση.

Στην κατηγορία των ξένων άμεσων επενδύσεων (ΞΑΕ), οι υποχρεώσεις των κατοίκων έναντι του εξωτερικού, που αντιπροσωπεύουν την καθαρή εισροή ΞΑΕ στην Ελλάδα, αυξήθηκαν με βραδύτερο ρυθμό το εννεάμηνο του 2023 σε σχέση με την αντίστοιχη περυσινή περίοδο, αν και παρέμειναν σε υψηλό επίπεδο. Η εξέλιξη αυτή είναι αντίστοιχη με την τάση των παγκόσμιων εισροών σύμφωνα με πρόσφατα στοιχεία του πρώτου εξαμήνου του 2023.<sup>21</sup> Οι εισροές στην Ελλάδα από το εξωτερικό ανήλθαν την τρέχουσα περίοδο σε 3,9 δισεκ. ευρώ (2,3% του ΑΕΠ) και κατευθύνονται κυρίως στους κλάδους των ακινήτων (διαχείριση και ιδιωτικές αγοραπωλησίες ακινήτων), της μεταποίησης, του χονδρικού και λιανικού εμπορίου, των τηλεπικοινωνιών, των καταλυμάτων και υπηρεσιών εστίασης. Στην πλειονότητά τους οι ΞΑΕ προέρχονται από το Ηνωμένο Βασίλειο, τη Γερμανία, τις ΗΠΑ<sup>22</sup> και το Χονγκ Κονγκ. Για το σύνολο του 2023 εκτιμάται ότι οι ΞΑΕ θα διατηρηθούν περίπου στα μέσα επίπεδα της τριετίας 2019-2021, υποστηριζόμενες από το βελτιωμένο οικονομικό κλίμα στη χώρα.

Όσον αφορά τη Διεθνή Επενδυτική Θέση (ΔΕΘ),<sup>23</sup> στο τέλος του β' τριμήνου του 2023 οι καθαρές υποχρεώσεις της χώρας έναντι του εξωτερικού διαμορφώθηκαν σε 310 δισεκ. ευρώ (145%

20 Επεξεργασία στοιχείων της Τράπεζας της Ελλάδος για τις ταμειακές εισροές από τα διαρθρωτικά ταμεία της ΕΕ (προσωρινά στοιχεία). Ως διαρθρωτικά ταμεία στην παρούσα ενότητα ορίζονται το Ευρωπαϊκό Ταμείο Περιφερειακής Ανάπτυξης, το Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο και το Ταμείο Συνοχής.

21 OECD, *FDI in Figures*, Οκτώβριος 2023.

22 Σημειώνεται ότι οι ΗΠΑ είναι ο μεγαλύτερος επενδυτής παγκοσμίως μετά την Κίνα και την Ιαπωνία (OECD, όπ.π.).

23 Η ΔΕΘ αποτυπώνει, σε συγκεκριμένη χρονική στιγμή, το ύψος των απαιτήσεων και υποχρεώσεων της χώρας έναντι μη κατοίκων. Σημειώνεται ότι μεταβολές στη ΔΕΘ αντανακλούν όχι μόνο μεταβολές στις επενδύσεις μη κατοίκων στην Ελλάδα και κατοίκων στο εξωτερικό, δηλ. τις ροές που προκύπτουν από το ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών, αλλά και μεταβολές στην αποτίμηση αυτών των επενδύσεων.

του ΑΕΠ), καταγράφοντας επιδείνωση κατά 12 δισεκ. ευρώ συγκριτικά με το τέλος του 2022. Ωστόσο, ο λόγος της καθαρής ΔΕΘ προς το ΑΕΠ παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητος, αφού το ονομαστικό ΑΕΠ αυξήθηκε. Η επιδείνωση της ΔΕΘ οφείλεται στην αύξηση των καθαρών υποχρεώσεων κυρίως των λοιπών τομέων της οικονομίας και δευτερευόντως της γενικής κυβέρνησης, η οποία αντισταθμίστηκε μερικώς από την αύξηση των καθαρών απαιτήσεων των λοιπών (πλην της Τράπεζας της Ελλάδος) χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.<sup>24</sup>

## 7 ΟΙ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Το 2023 είναι ένα ακόμη έτος κατά το οποίο η ελληνική οικονομία διατηρεί αναπτυξιακή δυναμική, αν και με σημαντικά χαμηλότερους ρυθμούς. Σύμφωνα με τις τρέχουσες προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος, ο ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας το 2023 αναμένεται να διαμορφωθεί στο 2,4%, να επιταχυνθεί οριακά το 2024 και το 2025 στο 2,5% και να υποχωρήσει στο 2,3% το 2026 (βλ. Πίνακα IV.7). Βασικές κινητήριες δυνάμεις της οικονομίας τα επόμενα έτη θα συνεχίσουν να είναι η ιδιωτική κατανάλωση, οι επενδύσεις και οι εξαγωγές, ενώ η συμβολή του εξωτερικού τομέα θα είναι οριακά αρνητική. Η νομισματική πολιτική αναμένεται να διατηρήσει τα επιτόκια σε υψηλά επίπεδα, λειτουργώντας περιοριστικά, ενώ θετικά στην ανάπτυξη θα συμβάλουν οι επενδύσεις χάρη στους πόρους του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF). Σημειώνεται πως οι προβλέψεις αυτές ενσωματώνουν όλη τη διαθέσιμη πληροφόρηση έως τις 30 Νοεμβρίου 2023 και άρα δεν λαμβάνουν υπόψη τα πρόσφατα στοιχεία εθνικών λογαριασμών για το γ' τρίμηνο του 2023.

Πιο αναλυτικά, η ιδιωτική κατανάλωση θα αυξηθεί κατά μέσο όρο με ρυθμό κοντά στο 2,0% για όλη την περίοδο της πρόβλεψης. Η ιδιωτική κατανάλωση θα υποστηριχθεί από την ενίσχυση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, καθώς η απασχόληση θα συνεχίσει να ανακάμπτει και ο πληθωρισμός θα υποχωρεί. Αντίθετα, η δημόσια κατανάλωση θα έχει οριακά αρνητική επίδραση.

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

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

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

Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ και Τράπεζα της Ελλάδος.

<sup>1</sup> Οι προβλέψεις ενσωματώνουν όλη τη διαθέσιμη πληροφόρηση έως τις 30 Νοεμβρίου 2023 και συνεπώς δεν λαμβάνουν υπόψη τους τα πρόσφατα στοιχεία των εθνικών λογαριασμών για το τρίτο τρίμηνο του 2023.

<sup>24</sup> Σημειώνεται ότι από το δ' τρίμηνο του 2022, σύμφωνα με τη μεθοδολογία της νομισματικής και τραπεζικής στατιστικής της Τράπεζας της Ελλάδος, στην ονομαστική αξία των δανείων υπό διαχείριση των Εταιριών Διαχείρισης Απαιτήσεων από Δάνεια και Πιστώσεις (ΕΔΑΔΠ) δεν περιλαμβάνονται οι εξωλογιστικοί τόκοι και οι διαγραφές τις οποίες είχε διενεργήσει το πιστωτικό ίδρυμα που μεταβίβασε το χαρτοφυλάκιο των δανείων.

Οι επενδύσεις αναμένεται ότι θα συνεχίσουν να αυξάνονται με πολύ υψηλούς ρυθμούς καθ' όλη την περίοδο πρόβλεψης, υποστηριζόμενες σε μεγάλο βαθμό από τους διαθέσιμους ευρωπαϊκούς πόρους. Οι πόροι αυτοί, σε συνδυασμό με τη μεγάλη ρευστότητα στον τραπεζικό τομέα, αναμένεται ότι θα προσελκύσουν επιπρόσθετα ιδιωτικά κεφάλαια. Οι υψηλοί ρυθμοί αύξησης των επενδύσεων αντανακλούν τη βελτίωση του οικονομικού κλίματος, ιδιαίτερα μετά την απόκτηση της επενδυτικής βαθμίδας, και τη σημαντική υποεπένδυση της τελευταίας δεκαετίας.

Οι εξαγωγές τόσο των αγαθών όσο και των υπηρεσιών αναμένεται ότι θα συνεχίσουν να αυξάνονται τα επόμενα έτη. Η συμβολή του εξωτερικού τομέα συνολικά στο ΑΕΠ θα είναι οριακά θετική το 2023, ενώ τα επόμενα έτη θα είναι ελαφρώς αρνητική. Αυτό οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην έντονη επενδυτική δραστηριότητα που βραχυχρόνια θα αυξήσει τις εισαγωγές.

Η ανεργία εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί στο 11,1% το 2023, ενώ σταδιακά θα αποκλιμακωθεί στο 8,2% το 2026. Η πορεία αυτή αντανακλά τη συνεχιζόμενη ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας τα επόμενα έτη. Όσον αφορά το κόστος εργασίας, η Τράπεζα της Ελλάδος εκτιμά ότι τα επόμενα χρόνια, για το σύνολο της οικονομίας, οι ονομαστικές αμοιβές ανά απασχολούμενο θα αυξάνονται με ρυθμούς γύρω στο 5% ετησίως, ως αποτέλεσμα της στενότητας στην αγορά εργασίας. Αντίθετα, η παραγωγικότητα της εργασίας για την οικονομία συνολικά εκτιμάται ότι θα αυξάνεται με χαμηλότερους ρυθμούς. Αυτές οι τάσεις θα δημιουργήσουν πιέσεις στα περιθώρια κέρδους των επιχειρήσεων.

Ο πληθωρισμός, βάσει του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή, θα συνεχίσει την καθοδική του πορεία. Το 2023 αναμένεται να διαμορφωθεί σε 4,1%, από 9,3% το 2022, αντανακλώντας τη μεγάλη μείωση των τιμών των ενεργειακών αγαθών. Μέχρι το τέλος της περιόδου πρόβλεψης ο πληθωρισμός θα συγκλίνει προς το στόχο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (2%). Στην καθοδική πορεία του πληθωρισμού θα συμβάλουν όλες οι συνιστώσες του. Ο πυρήνας του πληθωρισμού (ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια και τα μη επεξεργασμένα είδη διατροφής) προβλέπεται στο 5,3% το 2023, ενώ θα μειωθεί έντονα το 2024 και στη συνέχεια θα αποκλιμακώνεται σταθερά, αντανακλώντας επιδράσεις βάσης και τεχνικές υποθέσεις για τις διεθνείς τιμές των εμπορευμάτων.

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

#### Πλαίσιο IV.1

### ΟΙ ΔΥΝΗΤΙΚΕΣ ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΤΗΣ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΑΝΑΒΑΘΜΙΣΗΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ ΣΤΗΝ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΒΑΘΜΙΔΑ

Η ελληνική οικονομία αναπτύσσεται δυναμικά τα τελευταία χρόνια, με εξαίρεση την περίοδο της πανδημίας, καταγράφοντας ενίσχυση των επενδύσεων, της βιομηχανικής παραγωγής, της απασχόλησης και των εξαγωγών, καθώς και αποκλιμάκωση του λόγου δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ. Η σημαντική αυτή πρόοδος αντανακλάται στις μειωμένες διαφορές αποδόσεων των κρατικών ομολόγων και στη συνεχή βελτίωση της πιστοληπτικής αξιολόγησης του Ελληνικού Δημοσίου, με επιστέγασμα την πρόσφατη αναβάθμισή του στην επενδυτική βαθμίδα από



τους οίκους DBRS, S&P και Scope Ratings, για πρώτη φορά μετά την υποβάθμισή του κατά την έναρξη της κρίσης χρέους στις αρχές της περασμένης δεκαετίας.

Το παρόν πλαίσιο διερευνά τις δυνητικές επιδράσεις της εν λόγω αναβάθμισης στον πραγματικό και στο χρηματοπιστωτικό τομέα της ελληνικής οικονομίας. Για το σκοπό αυτό, χρησιμοποιείται ένα δυναμικό στοχαστικό υπόδειγμα γενικής ισορροπίας. Στόχος είναι κυρίως η ανίχνευση και κατανόηση των μηχανισμών μετάδοσης της θετικής αυτής διαταραχής στην πραγματική οικονομία και τον τραπεζικό τομέα, καθώς και η ποσοτική προσέγγιση των αναμενόμενων επιδράσεων μέσω προσομοιώσεων του υποδείγματος. Επιπρόσθετα, εξετάζεται κατά πόσον η αναβάθμιση στην επενδυτική βαθμίδα καθιστά την ελληνική οικονομία ανθεκτικότερη σε αρνητικές εξωτερικές διαταραχές. Διαπιστώνεται ότι η αναβάθμιση οδηγεί σε μόνιμη βελτίωση των βασικών οικονομικών και χρηματοπιστωτικών μεγεθών και επιδρά σταθεροποιητικά τόσο στον τραπεζικό κλάδο όσο και στην πραγματική οικονομία.

### **Δυναμικές επιδράσεις της πιστοληπτικής αναβάθμισης στην επενδυτική βαθμίδα**

Για να μελετηθούν οι μηχανισμοί μέσω των οποίων η πιστοληπτική αναβάθμιση επιδρά στην οικονομία, έγινε διαμέτρηση (calibration) του θεωρητικού υποδείγματος των Clerc et al. (2015) για την ελληνική οικονομία.<sup>1</sup> Πρόκειται για ένα δυναμικό στοχαστικό υπόδειγμα γενικής ισορροπίας που επιτρέπει τη μελέτη των μηχανισμών μετάδοσης εναλλακτικών διαταραχών από την πραγματική οικονομία προς το χρηματοπιστωτικό τομέα και αντίστροφα.

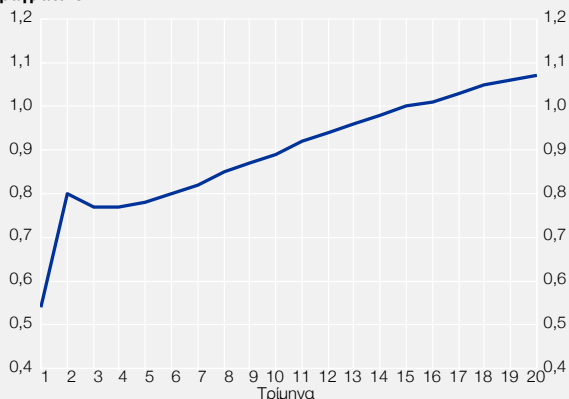
Η ταυτοποίηση της θετικής διαταραχής την οποία προκαλεί η αναβάθμιση στην επενδυτική βαθμίδα επιδέχεται εναλλακτικές προσεγγίσεις, καθώς είναι γνωστό ότι η εν λόγω εξέλιξη συνεπάγεται πολλαπλά θετικά οφέλη, όπως βελτίωση του επενδυτικού κλίματος, μείωση της αβεβαιότητας κ.ά. Ωστόσο, με βάση την υπάρχουσα βιβλιογραφία, πρώτη και κύρια επίδραση θεωρείται ότι είναι μια μείωση στο κόστος δανεισμού του Δημοσίου, και ως άμεσο επακόλουθο, η μείωση του κόστους χρηματοδότησης για όλη την οικονομία μέσω του χρηματοπιστωτικού τομέα (βλ. Πλαίσιο VII.2). Βασιζόμενοι στα ευρήματα του Πλαισίου VII.2, προσεγγίζουμε την αναβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας του Ελληνικού Δημοσίου στην επενδυτική βαθμίδα ως μια μόνιμη θετική διαταραχή που μειώνει το κόστος δανεισμού του χρηματοπιστωτικού τομέα κατά 100 μονάδες βάσης και εξετάζουμε τις δυναμικές επιδράσεις σε βασικές μεταβλητές της οικονομικής και χρηματοπιστωτικής δραστηριότητας. Οι δυναμικές επιδράσεις που προκύπτουν από το υπόδειγμα παρουσιάζονται στο Διάγραμμα Α.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα, η μείωση του κόστους χρηματοδότησης του χρηματοπιστωτικού τομέα επιτρέπει στις τράπεζες να περιορίσουν τα επιτόκια δανεισμού που προσφέρουν για τη χορήγηση στεγαστικών και επιχειρηματικών δανείων και να αυξήσουν την προσφορά τραπεζικών πιστώσεων προς την πραγματική οικονομία (διάυλος κόστους τραπεζικής χρηματοδότησης). Ακολούθως, τα νοικοκυριά αυξάνουν την κατανάλωσή τους, καθώς και τις επενδυτικές δαπάνες για κατοικία, ενώ οι επιχειρήσεις αυξάνουν τις δαπάνες τους για επενδύσεις κεφαλαίου, με αποτέλεσμα την άνοδο της αξίας του οικιστικού αλλά και του επιχειρηματικού κεφαλαίου. Δεδομένου ότι, στο υπόδειγμα, αυτά τα περιουσιακά στοιχεία χρησιμοποιούνται ως εμπράγματα εξασφαλίσεις για τη χορήγηση στεγαστικών και επιχειρηματικών δανείων, η αύξηση της αξίας τους έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση του ποσοστού των μη εξυπηρετούμενων δανείων νοικοκυριών και επιχειρήσεων αντίστοιχα. Η μείωση των επισφαλειών των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων ενισχύει την ποιότητα των τραπεζικών δανειακών χαρτοφυλακίων και την αξία των τραπεζικών κεφαλαίων, ενδυναμώνοντας έτσι τους ισολογισμούς τους, με αποτέλεσμα την περαιτέρω αύξηση της προσφοράς τραπεζικών πιστώσεων προς την πραγματική οικονομία (διάυλος τραπεζικών κεφαλαίων). Παράλληλα, η βελτίωση της ποιότητας του δανειακού χαρτοφυλακίου των τραπεζών αυξάνει την πιστοληπτική ικανότητα των ίδιων των τραπεζών. Ενισχύεται έτσι η ευστάθεια του χρηματοπιστωτικού συστήματος και περιορίζονται οι κίνδυνοι για το τραπεζικό σύστημα. Συνεπώς, το επιτόκιο που απαιτούν οι καταθέτες για να εμπιστευθούν τις τράπεζες μειώνεται, συμπιέζοντας εκ νέου τα επιτόκια δανεισμού. Το γεγονός αυτό οδηγεί δευτερογενώς στην εκ νέου αύξηση της αποτίμησης των εμπράγματων εξασφαλίσεων, τη μείωση των επισφαλειών

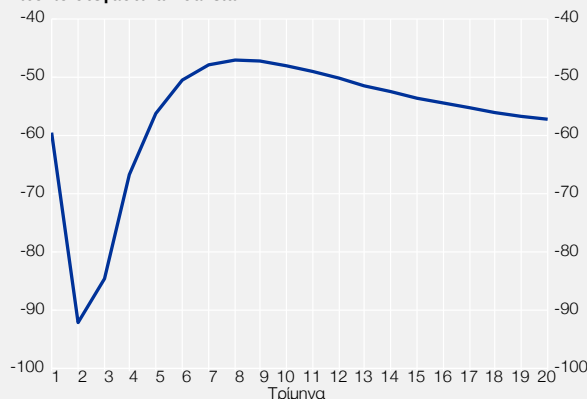
1 Clerc, L., A. Derviz, C. Mendicino, S. Moyen, K. Nikolov, L. Stracca, J. Suarez and A.P. Vardoulakis, (2015), "Capital Regulation in a Macroeconomic Model with Three Layers of Default", *International Journal of Central Banking*, vol. 11(3), 9-63. Για τις λεπτομέρειες όσον αφορά τη διαμέτρηση του υποδείγματος για την ελληνική οικονομία βλ. Balfoussia, H., and D. Papageorgiou (2016), "Insights on the Greek economy from the 3D macro model", Bank of Greece Working Paper No. 218 και Balfoussia, H., H. Dellas, and D. Papageorgiou (2019), "Fiscal distress and banking performance: The role of macroprudential regulation", CEPR Working Paper No 14003.

Διάγραμμα Α Δυναμικές επιδράσεις της αναβάθμισης στην επενδυτική βαθμίδα

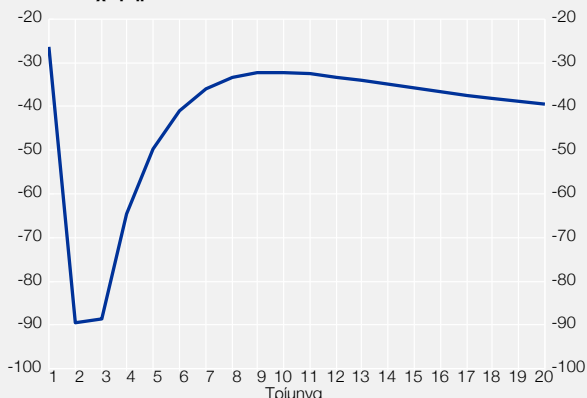
Πραγματικό ΑΕΠ



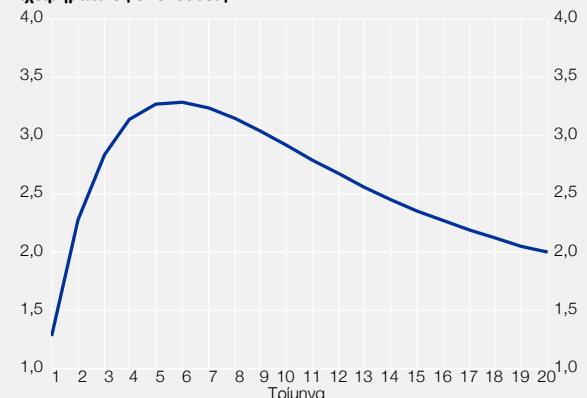
Επιτόκιο στεγαστικών δανείων



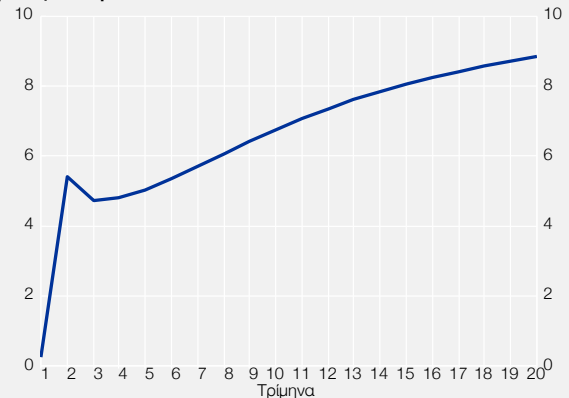
Επιτόκιο επιχειρηματικών δανείων



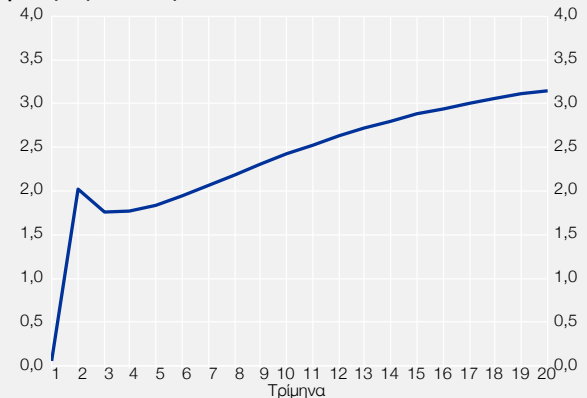
Επιχειρηματικές επενδύσεις



Τραπεζικά κεφάλαια



Τραπεζικές πιστώσεις



Πηγή: Εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

Σημείωση: Όλες οι μεταβλητές εκφράζονται σε ποσοστιαίες αποκλίσεις από το αρχικό σημείο ισορροπίας (steady state) πριν από τη διαταραχή, εκτός από τα επιτόκια (ετησιοποιημένα) που εκφράζονται σε μεταβολές σε μονάδες βάσης από το αρχικό σημείο ισορροπίας.

και την αύξηση της προσφοράς πιστώσεων προς την πραγματική οικονομία, ενισχύοντας με αυτό τον τρόπο την οικονομική δραστηριότητα. Αξιοσημείωτο είναι ότι η μείωση των επιτοκίων δανεισμού είναι μικρότερη από τη μείωση του κόστους χρηματοδότησης των τραπεζών που προκαλεί η διαταραχή της αναβάθμισης, γεγονός που ενισχύει περαιτέρω την κερδοφορία και τα κεφάλαια των τραπεζών.<sup>2</sup>

2 Αυτό συμβαίνει διότι οι τράπεζες μεσοπρόθεσμα έχουν κίνητρο να συγκρατήσουν τη ζήτηση για νέα δάνεια προκειμένου να περιορίσουν την αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων.

## Επιδράσεις της πιστοληπτικής αναβάθμισης στην επενδυτική βαθμίδα

	Τρίμηνο 1	Τρίμηνο 4	Τρίμηνο 8	Τρίμηνο 12	Τρίμηνο 20	Μακροχρόνια
Πραγματικό ΑΕΠ	0,5	0,8	0,8	0,9	1,1	1,3
Επιχειρηματικές επενδύσεις	1,3	3,1	3,1	2,7	2,0	1,6
Επενδύσεις σε κατοικίες	0,7	1,8	2,6	3,4	4,3	3,2
Τραπεζικά κεφάλαια	0,2	4,8	6,1	7,4	9,0	11,7
Συνολικές πιστώσεις	0,1	1,8	2,2	2,6	3,2	4,2

Πηγή: Εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

Σημείωση: Όλες οι μεταβλητές εκφράζονται σε ποσοστιαίες αποκλίσεις από το αρχικό σημείο ισορροπίας (steady state) πριν από τη διαταραχή.

Όπως αποτυπώνεται στα συγκεντρωτικά αποτελέσματα του πίνακα, το πραγματικό ΑΕΠ αυξάνεται συνολικά κατά 0,9% τρία έτη μετά την αναβάθμιση στην επενδυτική βαθμίδα, οι επιχειρηματικές επενδύσεις και οι επενδύσεις των νοικοκυριών σε κατοικία αυξάνονται κατά 2,7% και 3,4% αντίστοιχα κατά την ίδια περίοδο, ενώ ο συνολικός δανεισμός και τα τραπεζικά κεφάλαια αυξάνονται κατά 2,6% και 7,4% αντίστοιχα.

Δεδομένου ότι η θετική διαταραχή την οποία προκαλεί η αναβάθμιση στην επενδυτική βαθμίδα θεωρείται μόνιμη, η οικονομία σταδιακά συγκλίνει σε ένα νέο σημείο μακροχρόνιας ισορροπίας. Σύμφωνα με τον πίνακα, μακροπρόθεσμα, τα επίπεδα του πραγματικού ΑΕΠ, των επιχειρηματικών επενδύσεων και των επενδύσεων σε κατοικία αυξάνονται κατά 1,3%, 1,6% και 3,2% αντίστοιχα. Οι συνολικές πιστώσεις και τα τραπεζικά κεφάλαια αυξάνονται αντίστοιχα κατά περίπου 4,2% και 11,7%.

### Επίδραση της πιστοληπτικής αναβάθμισης στην ανθεκτικότητα της οικονομίας

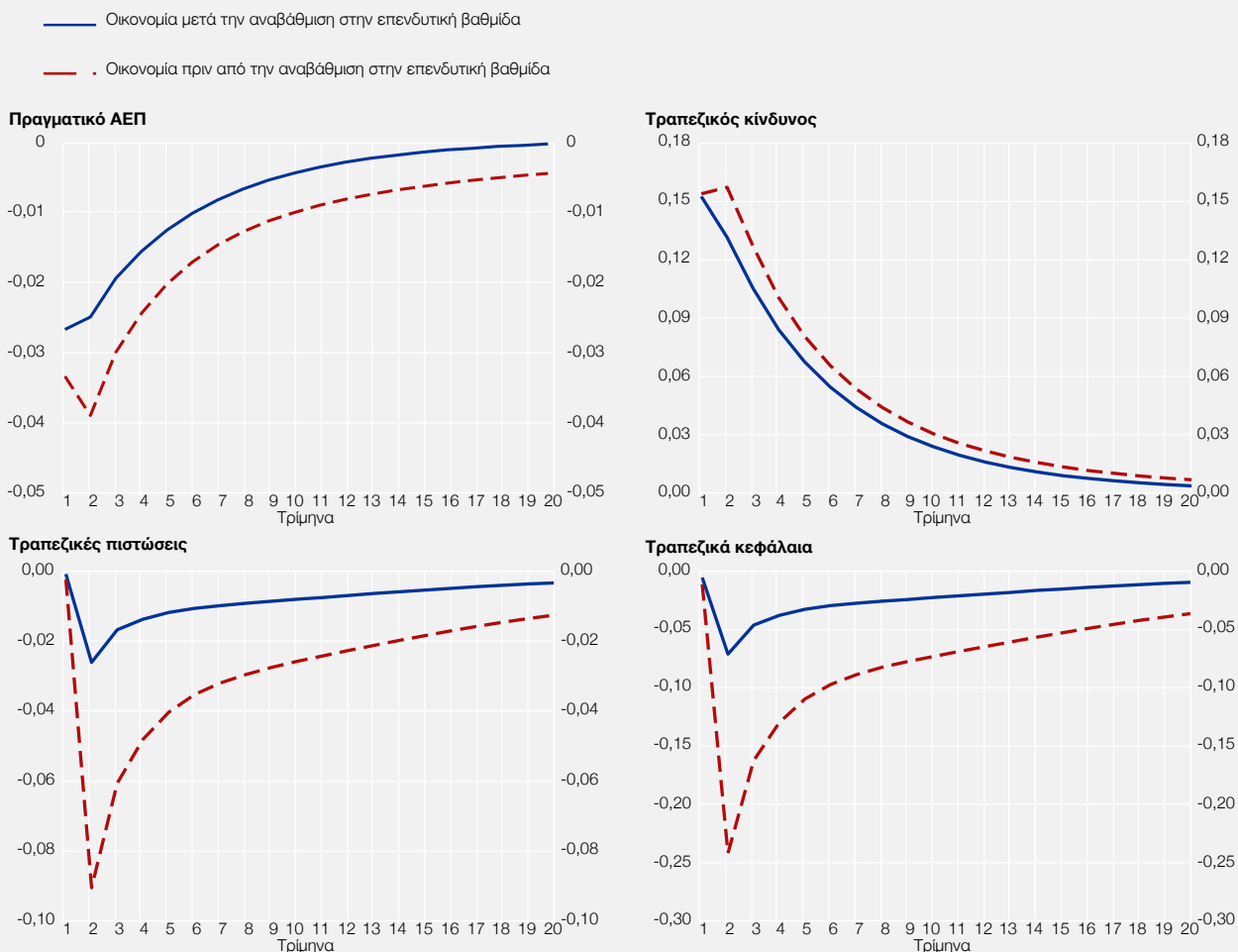
Στην ενότητα αυτή μελετάται αν η αναβάθμιση στην επενδυτική βαθμίδα καθιστά την ελληνική οικονομία περισσότερο ανθεκτική σε εξωγενείς διαταραχές. Ειδικότερα, εισάγουμε μια προσωρινή διαταραχή που επηρεάζει αρνητικά την απόδοση του δανειακού χαρτοφυλακίου των τραπεζών και εξετάζουμε κατά πόσον η αναβάθμιση στην επενδυτική βαθμίδα μειώνει τη μεταβλητότητα στο χρηματοπιστωτικό τομέα και στην πραγματική οικονομία. Για το σκοπό αυτό, συγκρίνουμε τις δυναμικές επιδράσεις της προαναφερθείσας εξωγενούς διαταραχής στην οικονομία πριν την αναβάθμιση με εκείνες που προκύπτουν αφού η οικονομία έχει αναβαθμιστεί στην επενδυτική βαθμίδα και ο χρηματοπιστωτικός τομέας απολαμβάνει χαμηλότερο κόστος χρηματοδότησης. Η πορεία επιλεγμένων βασικών μεταβλητών υπό τα δύο αυτά σενάρια παρουσιάζεται στο Διάγραμμα Β. Διαπιστώνεται ότι, στην οικονομία που απολαμβάνει χαμηλότερο κόστος χρηματοδότησης λόγω της αναβάθμισης στην επενδυτική βαθμίδα, η ύφεση που προκύπτει από την προσωρινή αύξηση του χρηματοπιστωτικού κινδύνου στον τραπεζικό τομέα είναι σχετικά ηπιότερη και πιο βραχύβια. Το εύρημα αυτό αποδίδεται στην ηπιότερη επίδραση της αρνητικής διαταραχής στα τραπεζικά κεφάλαια και το αξιόχρεο των τραπεζών, με αποτέλεσμα μικρότερη μείωση της προσφοράς τραπεζικών πιστώσεων. Ανάλογα συμπεράσματα αντλούνται από την εξέταση εναλλακτικών εξωγενών διαταραχών. Προκύπτει συνεπώς ότι η αναβάθμιση αυξάνει την ανθεκτικότητα τόσο του χρηματοπιστωτικού τομέα όσο και της πραγματικής οικονομίας, αφού περιορίζει την αύξηση της μεταβλητότητας που προκαλούν τυχόν εξωγενείς διαταραχές.

### Συμπεράσματα

Συνοψίζοντας, μια προσομοίωση της αναβάθμισης του Ελληνικού Δημοσίου στην επενδυτική βαθμίδα, στο πλαίσιο ενός δυναμικού στοχαστικού υποδείγματος γενικής ισορροπίας, οδηγεί σε μόνιμη αύξηση του επιπέδου των βασικών οικονομικών και χρηματοπιστωτικών μεγεθών. Μακροπρόθεσμα, το επίπεδο του πραγματικού ΑΕΠ αυξάνεται κατά 1,3% και ενισχύονται τα τραπεζικά κεφάλαια και οι πιστώσεις. Επιπρόσθετα, η αναβάθμιση φαίνεται να συμβάλλει στη σταθεροποίηση της οικονομίας σε περίπτωση εξωγενών διαταραχών. Δεδομένου ότι η αναβάθμιση στην επενδυτική βαθμίδα αναμένεται να επηρεάσει την οικονομία και διαμέσου άλλων διαύλων που δεν λαμβάνονται υπόψη στην ανάλυση, όπως είναι η μείωση της αβεβαιότητας και η προσέλκυση ξένων επενδύσεων, οι συνολικές θετικές επιδράσεις της αναβάθμισης στην ελληνική οικονομία ενδέχεται να είναι μεγαλύτερες.<sup>3</sup>

3 Για μια εμπειρική ανάλυση της επίδρασης των αναβαθμίσεων των πιστοληπτικών αξιολογήσεων στην οικονομική δραστηριότητα, βλ. Πλαίσιο VII.2.

Διάγραμμα Β Επιδράσεις μιας διαταραχής στην απόδοση του δανειακού χαρτοφυλακίου των τραπεζών



Πηγή: Εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος.  
 Σημείωση: Όλες οι μεταβλητές εκφράζονται σε ποσοστιαίες αποκλίσεις από το σημείο ισορροπίας (steady state), εκτός από τον τραπεζικό κίνδυνο που εκφράζεται σε μεταβολές σε ποσοστιαίες μονάδες από το σημείο ισορροπίας.

Συνάγεται ότι είναι σκόπιμο να διαφυλαχθεί η δημοσιονομική σταθερότητα και να ενισχυθεί η μεταρρυθμιστική προσπάθεια, με στόχο την περαιτέρω βελτίωση του αξιόχρεου της χώρας, καθώς ενδεχόμενες νέες αναβαθμίσεις της πιστοληπτικής αξιολόγησης του Ελληνικού Δημοσίου αναμένεται να επιφέρουν επιπρόσθετα θετικά οφέλη σε όρους ανάπτυξης και οικονομικής σταθερότητας.

Πλαίσιο IV.2

**ΕΥΚΑΙΡΙΕΣ ΚΑΙ ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΟΡΥΚΤΩΝ ΠΡΩΤΩΝ ΥΛΩΝ: Η ΘΕΣΗ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ**

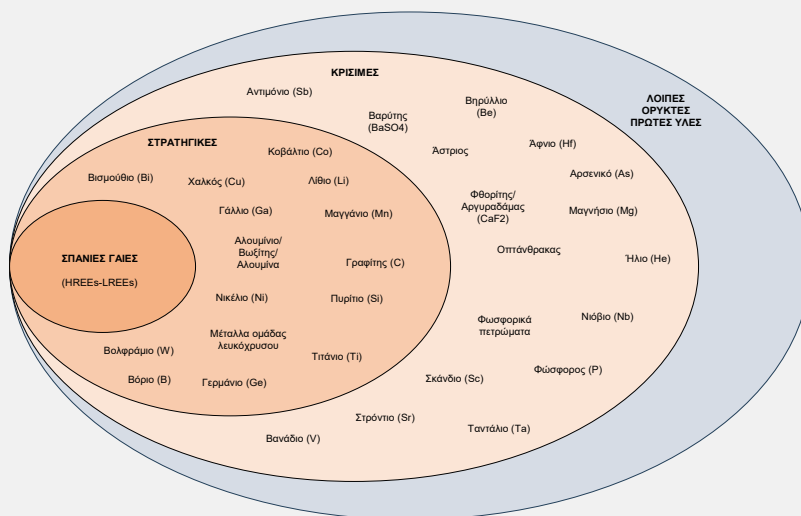
Οι ορυκτές πρώτες ύλες αποτελούν σημαντική εισροή στην παραγωγή ενδιάμεσων και τελικών αγαθών. Μέχρι σήμερα, οι χώρες της ΕΕ παρουσιάζουν υψηλό βαθμό εξάρτησης από εισαγωγές, προερχόμενες από λίγες χώρες εκτός ΕΕ. Ως εκ τούτου, οι γεωπολιτικές εξελίξεις εντείνουν τον κίνδυνο ενδεχόμενης διακοπής της παροχής πρώτων υλών στις παγκόσμιες αλυσίδες αξίας. Η εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία ανέδειξε αδυναμίες στην εφοδιαστική αλυσίδα της Ευρώπης, λόγω της υψηλής εξάρτησης από ενεργειακά αγαθά από τη Ρωσία. Οι επιπλοκές που δημιούργησε η κατάσταση αυτή οδήγησαν την ΕΕ στη λήψη μέτρων με στόχο να αποτραπούν ανάλογες καταστάσεις σε άλλες αγορές

αγαθών στο μέλλον. Το παρόν πλαίσιο στοχεύει να παρουσιάσει τις βασικές έννοιες αναφορικά με τις ορυκτές πρώτες ύλες, τους λόγους που ώθησαν την ΕΕ να λάβει σχετικά μέτρα για την ενίσχυση της ανθεκτικότητάς της, το επίπεδο παραγωγής ορυκτών πρώτων υλών και τις δυνατότητες της Ελλάδος για εξαγωγές τα επόμενα χρόνια.

### Ορυκτές πρώτες ύλες: ορισμοί και παράγοντες αύξησης της ζήτησης

Οι ορυκτές πρώτες ύλες διακρίνονται σε διάφορες κατηγορίες, όπως κοιτάσματα (μεταλλευτικά, ενεργειακά, βιομηχανικά), μάρμαρα, σχιστολιθικές πέτρες, αδρανή υλικά κ.λπ. Ο χαρακτηρισμός “κρίσιμες πρώτες ύλες” δεν αφορά το σύνολό τους, αλλά ένα μέρος τους. Ειδικότερα, οι ορυκτές πρώτες ύλες που χαρακτηρίζονται κρίσιμες<sup>1</sup> από την ΕΕ είναι αυτές που παρουσιάζουν αυξημένη πιθανότητα διατάραξης της εφοδιαστικής αλυσίδας σε περίπτωση διακοπής της ομαλής παροχής τους (βλ. Διάγραμμα Α). Από το σύνολο εκείνων που χαρακτηρίστηκαν κρίσιμες, ένα υποσύνολο θεωρείται στρατηγικής σημασίας, καθώς η ζήτησή τους αναμένεται να αυξηθεί εκθετικά τα επόμενα χρόνια λόγω των απαιτήσεων χρήσης τους στην παραγωγική διαδικασία, ενώ ταυτόχρονα ο κίνδυνος ανεπαρκούς εφοδιασμού θεωρείται αυξημένος. Μεταξύ των στρατηγικών πρώτων υλών συγκαταλέγονται οι σπάνιες γαίες.<sup>2</sup> Το μέγεθος της αγοράς των κρίσιμων ορυκτών πρώτων υλών που είναι απαραίτητες για την ενεργειακή μετάβαση<sup>3</sup> εκτιμάται σε 320 δισεκ. ευρώ.<sup>4</sup> Μέχρι το 2040 η ζήτηση για λίθιο αναμένεται να αυξηθεί κατά 42%, για κοβάλτιο κατά 21%, για νικέλιο κατά 19%, για γραφίτη κατά 25% και για σπάνιες γαίες κατά 7%.<sup>5</sup> Η σημερινή παραγωγή και επεξεργασία κρίσιμων πρώτων υλών παρουσιάζει γεωγραφική συγκέντρωση και πραγματοποιείται κυρίως στην Κίνα, καθώς και στις ΗΠΑ, την Αυστραλία, τη Σαουδική Αραβία, την Ινδία και τη Ρωσία. Τα αποδεδειγμένα αποθέματα ορυκτών πρώτων υλών διεθνώς συγκεντρώνονται σε πολλές αναπτυσσόμενες χώρες, μεταξύ των οποίων χώρες με πολιτική αστάθεια που δεν ευνοεί τις επενδύσεις για εξόρυξη και εκμετάλλευση. Συνολικά, το μερίδιο της Ασίας στην παραγωγή ορυκτών πρώτων υλών ανέρχεται σε 60,4%, έναντι 6,8% για την Ευρώπη,<sup>6</sup> η οποία ωστόσο εκτιμάται ότι κατέχει μερίδιο 20% στο σύνολο της παγκόσμιας ζήτησης για κρίσιμες ορυκτές πρώτες ύλες.<sup>7</sup>

Διάγραμμα Α Σύνθεση κρίσιμων και στρατηγικών ορυκτών πρώτων υλών (2023)



Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2023), Παράρτημα COM(2023) 160.

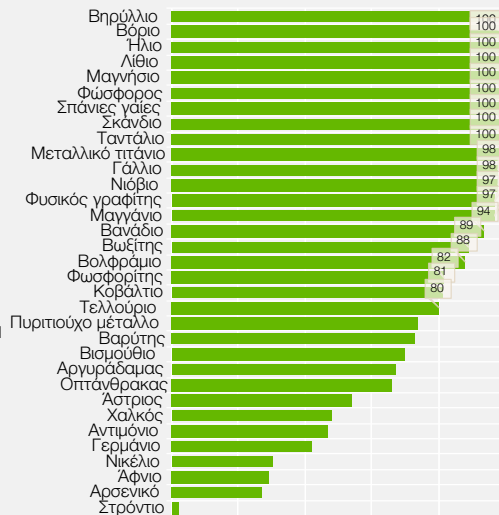
- 1 Ο κατάλογος των κρίσιμων πρώτων υλών που περιλαμβάνονται στην προσωρινά συμφωνημένη πρόταση Κανονισμού COM (2023) 160 θα επικαιροποιείται ανά τριετία.
- 2 Διακρίνονται σε βαριές και ελαφριές. Περιλαμβάνουν μια ομάδα 17 μετάλλων (ύτριο, σκάνδιο και 15 λανθανίδες), εντοπίζονται συνήθως μαζί και έχουν ειδικές χρήσεις.
- 3 Πέραν της ενεργειακής μετάβασης, υφίστανται και πλείστες άλλες χρήσεις στη μεταποίηση.
- 4 International Energy Agency (IEA) (2023), [Critical minerals market review](#).
- 5 IEA, όπ.παρ.
- 6 International organizing committee for the world mining congresses (2023), [World Mining Data](#).
- 7 European Commission (2023), [Supply chain analysis and material demand forecast in strategic technologies and sectors in the EU - A foresight study](#).



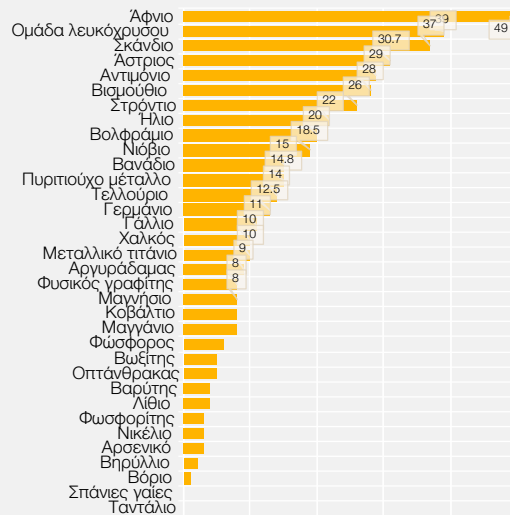
**Διάγραμμα Β Εισαγωγική εξάρτηση και μερίδιο της ΕΕ στη συνολική παγκόσμια παραγωγή για κάθε κρίσιμη ορυκτή πρώτη ύλη**

(μέσος όρος 2016-2020)

**α. Εισαγωγική εξάρτηση της ΕΕ**  
(ποσοστά %)



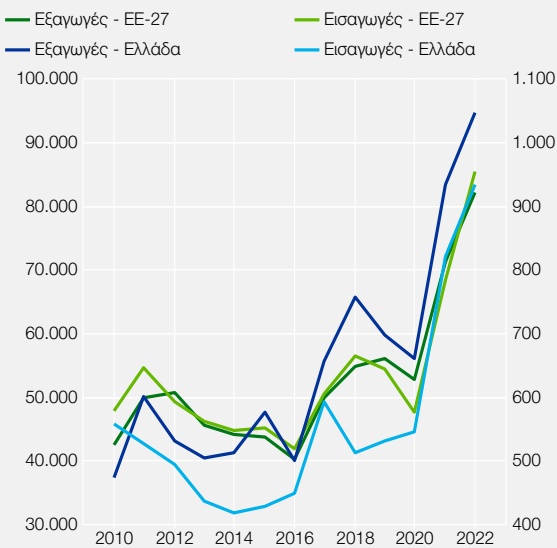
**β. Μερίδιο της ΕΕ στην παγκόσμια παραγωγή**  
(ποσοστά %)



Πηγή: Solutions for Critical Raw Materials - a European Expert Network (SCRREEN2).

**Διάγραμμα Γ Εξέλιξη εισαγωγών και εξαγωγών στο σύνολο των κρίσιμων ορυκτών πρώτων υλών για την Ελλάδα και την ΕΕ-27 (2010-2022)**

(σε εκατ. ευρώ)



Πηγή: Eurostat.  
Σημείωση: Ελλάδα: δεξιά κλίμακα, ΕΕ: αριστερή κλίμακα.

Οι ανάγκες του κλάδου της μεταποίησης σε πρώτες ύλες μεταβάλλονται με την ενσωμάτωση της τεχνολογίας και της καινοτομίας και οι απαιτήσεις για όλο και πιο διαφοροποιημένες και άκρως εξειδικευμένες πρώτες ύλες αυξάνονται. Η ενεργειακή μετάβαση επίσης απαιτεί αύξηση τόσο της παραγωγής ενέργειας από ανανεώσιμες πηγές όσο και των δυνατοτήτων αποθήκευσής της.<sup>8</sup> Για παράδειγμα, κρίσιμες πρώτες ύλες χρησιμοποιούνται στην κατασκευή εξαρτημάτων για τις ανεμογεννήτριες και τα φωτοβολταϊκά. Ταυτόχρονα, η μετάβαση στην ηλεκτροκίνηση απαιτεί την εκτεταμένη χρήση κρίσιμων ορυκτών όπως το λίθιο, το οποίο χρησιμοποιείται στην παραγωγή μπαταριών. Η συνεπαγόμενη αύξηση της ζήτησης κρίσιμων πρώτων υλών θα οδηγήσει σε άνοδο, ενδεχομένως και κατακόρυφη, των τιμών τους, εφόσον η προσφορά τους δεν ενισχυθεί. Αυτή η άνοδος των τιμών θα επηρεάσει το κόστος παραγωγής και άλλων αγαθών, δημιουργώντας πληθωριστικές πιέσεις.

**Διεθνή αποθέματα-παραγωγή πρώτων υλών και βαθμός εξάρτησης της ΕΕ από εισαγωγές**

Η εξάρτηση της ΕΕ από εισαγωγές κρίσιμων πρώτων υλών σήμερα είναι, κατά περίπτωση, είτε ολοκληρωτική, είτε σε τέτοιο ποσοστό που ενδεχόμενη διακοπή στην

εφοδιαστική αλυσίδα σε συνδυασμό με αύξηση της ζήτησης θα δημιουργούσε στενότητα στην ευρωπαϊκή αγορά (βλ. Διάγραμμα Βα), καθώς η παραγωγή των περισσότερων κρίσιμων πρώτων υλών εντός της ΕΕ δεν επαρκεί

8 World Bank (2023), Minerals for climate action: the mineral intensity of the clean energy transition.

(βλ. Διάγραμμα Ββ). Ενδεικτικά, οι εισαγωγές της ΕΕ σε κρίσιμες πρώτες ύλες το 2022 ανήλθαν σε 85 δισεκ. ευρώ (βλ. Διάγραμμα Γ). Σύμφωνα με γεωλογικές μελέτες,<sup>9</sup> σημαντικά επιβεβαιωμένα κοιτάσματα ορυκτών πρώτων υλών στην Ευρώπη βρίσκονται στη Γροιλανδία, τη Σουηδία, τη Φινλανδία, τη Νορβηγία, αλλά και την Ελλάδα. Ωστόσο, η πραγματοποίηση των απαραίτητων γεωλογικών μελετών σε κοιτάσματα δεν συνεπάγεται τη δυνατότητα άμεσης εξόρυξης, επεξεργασίας και εκμετάλλευσης.

### Κανονισμοί της ΕΕ και στρατηγικές συνεργασίες

Το Νοέμβριο του 2023 το Συμβούλιο της ΕΕ και το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο κατέληξαν σε προσωρινή συμφωνία επί πρότασης κανονισμού με στόχο τη σταδιακή επίτευξη στρατηγικής αυτονομίας στις κρίσιμες πρώτες ύλες.<sup>10,11</sup> Για την αντιμετώπιση της ευαλωτότητας της ευρωπαϊκής οικονομίας διαμορφώθηκαν νέοι κανόνες που προβλέπουν μέχρι το 2030: (α) τουλάχιστον 10% της ετήσιας κατανάλωσης στην ΕΕ να προέρχεται από εξόρυξη εντός ΕΕ, (β) τουλάχιστον 40% της ετήσιας κατανάλωσης στην ΕΕ να έχει υποστεί επεξεργασία εντός της ΕΕ, (γ) τουλάχιστον 25% της ετήσιας κατανάλωσης στην ΕΕ να προέρχεται από ανακύκλωση και τέλος (δ) έως 65% της ετήσιας κατανάλωσης κάθε στρατηγικής πρώτης ύλης σε οποιοδήποτε στάδιο επεξεργασίας να προέρχεται από μία μόνο τρίτη χώρα.<sup>12</sup> Με σκοπό τη διασφάλιση επαρκούς προσφοράς σε ανταγωνιστικές τιμές, η ΕΕ προέβη στη σύναψη στρατηγικών συμφωνιών για την από κοινού διαπραγμάτευση και προμήθεια πρώτων υλών<sup>13,14</sup> όπου δεν είναι δυνατή η επίτευξη αυτάρκειας σε επίπεδο ΕΕ. Σύμφωνα με τους σκοπούς της ευρωπαϊκής στρατηγικής Global Gateway<sup>15</sup> σχετικά με την ανάπτυξη αξιόπιστων οικονομικών και επενδυτικών σχέσεων με χώρες-εταίρους της ΕΕ, οι διακρατικές συνεργασίες δύνανται να επεκταθούν περαιτέρω.

### Παραγωγή, αποθέματα, εθνικό πλαίσιο και η θέση της Ελλάδος

Τα αποθέματα κρίσιμων πρώτων υλών προς εν δυνάμει αξιοποίηση στην Ελλάδα είναι σημαντικά,<sup>16</sup> γεγονός που μπορεί να ενισχύσει τις εξαγωγές και το γεωπολιτικό της ρόλο. Μεταξύ των ορυκτών πρώτων υλών, ήδη πραγματοποιείται εξόρυξη βωξίτη, νικελίου, κοβαλτίου, μαγνησίτη, χαλαζία και χαλκού. Αύξηση καταγράφεται στην παραγωγή χρυσού και γύψου και μείωση, σε συμμόρφωση και προς τις ευρωπαϊκές οδηγίες, στην παραγωγή λιγνίτη και νικελίου (βλ. Διάγραμμα Δ). Η παραγωγή της Ελλάδος με την υψηλότερη παγκόσμια κατάταξη για το 2021 αφορούσε τον περλίτη (2η θέση), τον μπεντονίτη (5η θέση) και τον μαγνησίτη (10η θέση), ενώ η εγχώρια παραγωγή βωξίτη ήταν 14η σε παγκόσμιο επίπεδο. Κατά τα πρόσφατα έτη η Ελλάδα μείωσε την παραγωγή λιγνίτη κατά 68% (μεταξύ 2017-2021), ενώ η μεγαλύτερη αύξηση καταγράφεται στον χρυσό (σε συνάρτηση και με τη σχετική επένδυση στις Σκουριές) και ακολουθεί ο γύψος, με αύξηση παραγωγής 64,5%. Μείωση κατέγραψε επίσης η παραγωγή νικελίου κατά 74,5%. Οι ελληνικές εξαγωγές ορυκτών πρώτων υλών το 2022 ανήλθαν σε 1,0 δισεκ. ευρώ, έναντι 933 εκατ. ευρώ το προηγούμενο έτος, και αφορούν κυρίως αλουμίνιο και χαλκό, πρώτες ύλες που περιλαμβάνονται στον κατάλογο κρίσιμων πρώτων υλών (βλ. Διάγραμμα Γ). Ωστόσο, τα αποδεδειγμένα και καταγεγραμμένα διαθέσιμα κοιτάσματα περιλαμβάνουν επίσης κοβάλτιο, λίθιο, γραφίτη, καθώς και σπάνιες γαίες. Η εκμετάλλευση αυτών των κοιτασμάτων, σε συνδυασμό με τις τεχνολογικές και περιβαλλοντικές απαιτήσεις σε πρώτες ύλες, μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση των εξαγωγών, αλλά και να ενισχύσει εγχώριες παραγωγικές επενδύσεις οι οποίες θα συμβάλουν στη διαφοροποίηση του σημερινού παραγωγικού προτύπου.

9 US Geological Survey (2023), *Mineral Commodities Summaries*.

10 Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Πρόταση Κανονισμού σχετικά με τη θέσπιση πλαισίου για την εξασφάλιση ασφαλούς και βιώσιμου εφοδιασμού με κρίσιμες πρώτες ύλες, COM (2023)160, 16.3.2023.

11 Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Ανθεκτικότητα ως προς τις πρώτες ύλες κρίσιμης σημασίας: Χαρτογραφώντας την πορεία προς μεγαλύτερη ασφάλεια και βιωσιμότητα, COM (2020) 474, 3.9.2020.

12 European Commission (2023), "Critical Raw Materials: ensuring secure and sustainable supply chains for EU's green and digital future", Press release, 16.3.23.

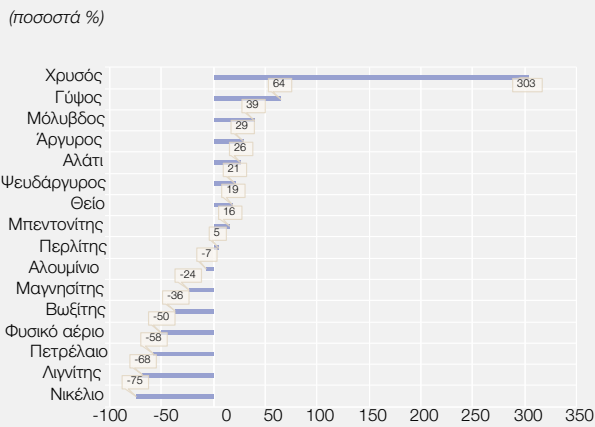
13 Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, "Εμπόριο με τις Ηνωμένες Πολιτείες: Έγκριση του Συμβουλίου για έναρξη διαπραγματεύσεων σχετικά με τη συμφωνία ΕΕ-ΗΠΑ για τα κρίσιμα ορυκτά", Δελτίο τύπου, 20.7.2023.

14 European Commission (2023), "Global Gateway: EU signs strategic partnerships on critical raw materials value chains with the Democratic Republic of Congo and Zambia and advances cooperation with US and other key partners to develop the 'Lobito Corridor'", Press release, 26.10.2023.

15 Ευρωπαϊκή επιτροπή (2021), Κοινή ανακοίνωση προς το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, το Συμβούλιο, την Ευρωπαϊκή Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή, την Επιτροπή των Περιφερειών και την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων "Global Gateway", JOIN (2021) 30 final, 1.12.2021.

16 Υπουργείο Ενέργειας και Κλιματικής Αλλαγής (2023), Γεωπύλη δεδομένων ΕΑΓΜΕ, "Μεταλλογενετικός χάρτης".

**Διάγραμμα Δ Μεταβολή της παραγωγής ορυκτών πρώτων υλών στην Ελλάδα (2022 σε σχέση με το 2017)**



Πηγή: International Organizing Committee for the World Mining Congresses (2022), World mining data.

Η εθνική πολιτική<sup>17</sup> για την αξιοποίηση των ορυκτών πρώτων υλών απαιτεί τροποποιήσεις στις χρήσεις γης, το χωροταξικό σχεδιασμό, το νόμο περί λατομείων και τις περιβαλλοντικές αδειοδοτήσεις. Κύριος λόγος άλλωστε για την καθυστέρηση υλοποίησης επενδύσεων προς αξιοποίηση κοιτασμάτων είναι η διαδικασία αδειοδότησης, η οποία μέχρι σήμερα ήταν αργή. Τα σημαντικά χρονικά διαστήματα που απαιτούνται για την εκκίνηση μίας επένδυσης στον τομέα των ορυχείων-λατομείων επιμηκύνονται από τις αδειοδοτήσεις έρευνας, τις διαδικασίες εκμίσθωσης, αλλά και τις απαιτήσεις για εγγυητικές επιστολές περιβαλλοντικής αποκατάστασης.<sup>18</sup> Ο μέχρι σήμερα μακρός χρόνος αδειοδότησης επιδιώκεται, μετά από νομοθετικές αλλαγές, να μειωθεί σε 2-3 έτη.

Οι άζονες δράσης για την αξιοποίηση των εγχώριων κοιτασμάτων κρίσιμων πρώτων υλών θα πρέπει να έχουν μακροχρόνιο ορίζοντα και ολοκληρωμένη αιτιολόγηση, καθώς πρόκειται για εθνικό πλούτο στρατηγικής σημα-

σίας. Ορισμένα κοιτάσματα βρίσκονται σε παράκτιο ή υποθαλάσσιο χώρο και η εκμετάλλευσή τους περιπλέκεται από τις εκκρεμότητες οριστικής οριοθέτησης της υφαλοκρηπίδας του Αιγαίου. Μέχρι σήμερα πραγματοποιήθηκαν 1.699 ερευνητικές γεωτρήσεις, που αφορούν κυρίως θειούχα μεταλλεύματα και χαλκό (28%), μεταλλεύματα χρωμίτη (22%), μεταλλεύματα προσχωματικού χρυσού (16%), βιομηχανικά ορυκτά-φωσφορίτες (14%) και μεταλλεύματα μαγγανίου (9%). Οι έρευνες και οι χημικές αναλύσεις είναι απαραίτητες όχι μόνο για την τεκμηρίωση ύπαρξης ενός κοιτάσματος, αλλά και για την κατηγοριοποίησή του όσον αφορά το βαθμό καθαρότητας ή πρόσμιξης με άλλα στοιχεία. Οι ενδείξεις χρειάζεται να τεκμηριώνονται και για το λόγο αυτό έχουν πραγματοποιηθεί χημικές αναλύσεις μετά από γεωτρήσεις και ερευνητικές εργασίες. Σημειώνεται ότι ορισμένες περιοχές εξαιρούνται από τη δυνατότητα γεώτρησης για λόγους δημόσιου συμφέροντος. Παράλληλα, άλλος παράγοντας μη εκμετάλλευσης των κοιτασμάτων είναι η περιεκτικότητά τους σε ραδιενεργά στοιχεία και βαρέα μέταλλα.

**Σύνοψη**

Η παραγωγή και οι εξαγωγές ορυκτών πρώτων υλών είναι μια αγορά με προοπτικές δυναμικής ανάπτυξης, η οποία όμως έχει αλληλεπίδραση με τις πολιτικές προστασίας του περιβάλλοντος, την ενεργειακή μετάβαση και τη διαφύλαξη της ποιότητας του τουριστικού προϊόντος. Στην ΕΕ, η περιορισμένη μέχρι σήμερα παραγωγή κρίσιμων πρώτων υλών οδηγεί σε υψηλή εισαγωγική εξάρτηση, παρόλο που υπάρχουν καταγεγραμμένα αποθέματα σε κράτη-μέλη της. Ωστόσο, για την εκμετάλλευση των κρίσιμων πρώτων υλών, η οποία θα ενισχύσει τη στρατηγική αυτονομία της ΕΕ, είναι σημαντικό να υιοθετηθούν βέλτιστες στρατηγικές επιλογές για την αποκόμιση του μέγιστου δυνατού οφέλους. Ταυτόχρονα, η ανάπτυξη της μεταποίησης που θα προκύψει από στρατηγικές αποφάσεις εκμετάλλευσης των διαθέσιμων κοιτασμάτων της Ελλάδος θα ενδυναμώσει και τις προσπάθειες τροποποίησης του παραγωγικού της προτύπου με την αξιοποίηση της καινοτομίας στη διαφοροποίηση των απαιτούμενων πρώτων υλών και των πηγών προμήθειάς τους, την αύξηση των εξαγωγών και της συμμετοχής της χώρας στις παγκόσμιες αλυσίδες αξίας, συμβάλλοντας σε αύξηση της απασχόλησης και της ευημερίας.

17 Υπουργείο Ενέργειας και Κλιματικής αλλαγής (2012), *Greek National Policy for the exploitation of mineral resources*.

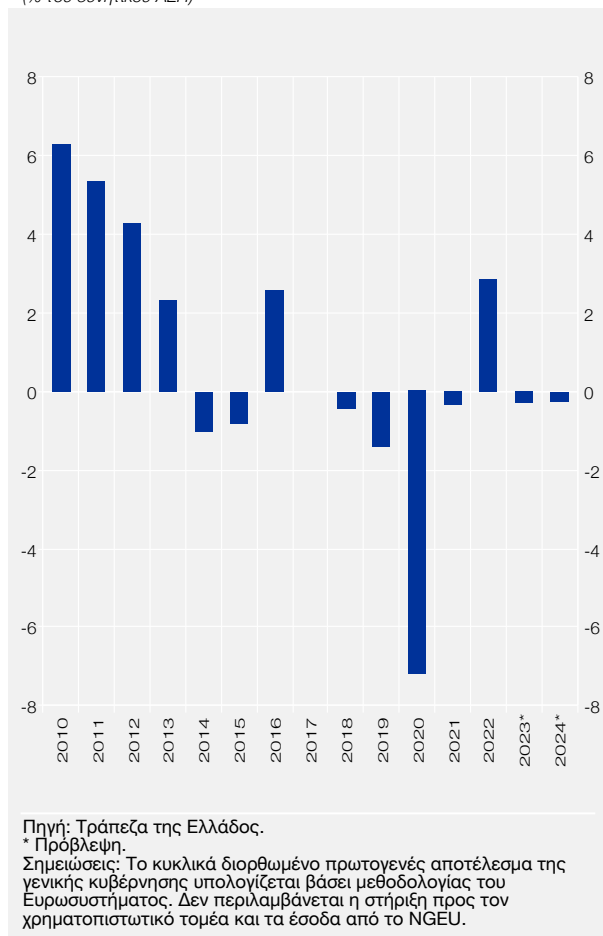
18 Υπουργείο Ενέργειας και Κλιματικής Αλλαγής (2023), *Μεταλλευτική και λατομική δραστηριότητα στην Ελλάδα, Ετήσια έκθεση 2021*.

# V ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Το δεύτερο εξάμηνο του 2023 χαρακτηρίστηκε από την εδραίωση της εμπιστοσύνης των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης στις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας, που επισφραγίστηκε με το γεγονός ότι τρεις εκ των τεσσάρων οίκων που αναγνωρίζονται από την ΕΚΤ αναβάθμισαν το αξιόχρεο του Ελληνικού Δημοσίου στην Επενδυτική Κατηγορία. Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλαν η σταθερά βελτιούμενη δημοσιονομική θέση της χώρας, χάρη κυρίως στις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις των προηγούμενων ετών, αλλά και η κυβερνητική δέσμευση για την έγκαιρη υλοποίηση ενός φιλόδοξου μεταρρυθμιστικού προγράμματος με επενδυτικό προσανατολισμό. Το επίτευγμα αυτό δεν θα πρέπει να οδηγήσει σε εφησυχασμό. Σε ένα περιβάλλον αλληπάλληλων κρίσεων και υψηλής αβεβαιότητας, με αυξημένους γεωπολιτικούς κινδύνους και με τις επιπτώσεις της κλιματικής κρίσης να γίνονται ολοένα πιο εμφανείς, η αξιοπιστία στην άσκηση οικονομικής πολιτικής με μεσοπρόθεσμο σχεδιασμό αποκτά καθοριστική σημασία. Κατά τη χάραξη της μεσοπρόθεσμης δημοσιονομικής πολιτικής, έμφαση θα πρέπει να δοθεί στην αξιολόγηση των κινδύνων και στη δημιουργία ικανών δημοσιονομικών αποθεμάτων διαχρονικά, ώστε να υπάρχει δυνατότητα στήριξης της οικονομίας σε περιόδους κρίσης. Το όφελος της δημιουργίας αποθεμάτων εξάλλου έγινε απόλυτα σαφές κατά τη διάρκεια του 2023, καθώς ο δημοσιονομικός χώρος που δημιουργήθηκε χάρη στην υπερπρόδοση των φορολογικών εσόδων επέτρεψε τη χρηματοδότηση μέτρων για την αντιμετώπιση των οικονομικών επιπτώσεων τόσο της ενεργειακής κρίσης όσο και των φυσικών καταστροφών, χωρίς εκτροχιασμό της δημοσιονομικής πορείας. Η εναρμόνιση της δημοσιονομικής διαχείρισης με το νέο ευρωπαϊκό πλαίσιο οικονομικής διακυβέρνησης και η συμμόρφωση με τους υπό διαμόρφωση νέους δημοσιονομικούς κανόνες πρέπει να αποτελούν αδιαμφισβήτητη προτεραιότητα μεσοπρόθεσμα. Η έγκαιρη υλοποίηση του μεταρρυθμιστικού προγράμματος θα συμβάλει στην περαιτέρω βελτίωση των διαρθρωτικών χαρακτηριστικών της ελληνικής οικονομίας και κατ' επέκταση στη διαφύλαξη της βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους μέσω της επίτευξης ισχυρής και διατηρήσιμης ανάπτυξης.

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

(% του δυνητικού ΑΕΠ)



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

Μετά την περιοριστική δημοσιονομική πολιτική το 2022, η δημοσιονομική πολιτική το 2023 και το 2024, παρά την απόσυρση των έκτακτων μέτρων στήριξης, εκτιμάται οριακά επεκτατική, εξαι-

1 Στο κεφάλαιο αυτό έχουν ληφθεί υπόψη στοιχεία και πληροφορίες που είχαν δημοσιευθεί έως τις 8.12.2023.

τίας των αυξημένων δαπανών για επενδύσεις που χρηματοδοτούνται από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (βλ. Διάγραμμα V.1). Ως εκ τούτου, η δημοσιονομική πολιτική παραμένει εν πολλοίς συμβατή με την προσπάθεια της νομισματικής πολιτικής να συγκρατήσει τον πληθωρισμό. Συνολικά, η εκτιμώμενη κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής (fiscal stance) την περίοδο 2023-24 είναι σύμφωνη με τις οδηγίες της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για το συντονισμό των εθνικών δημοσιονομικών πολιτικών: αφενός περιλαμβάνει την απόσυρση των έκτακτων μέτρων στήριξης και τη σταδιακή μείωση των ελλειμμάτων και αφετέρου διαφυλάσσει τη δημοσιονομική ώθηση από τις δημόσιες επενδύσεις που χρηματοδοτούνται από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, ώστε να στηριχθούν τόσο η ανάκαμψη της οικονομίας όσο και η πράσινη και ψηφιακή μετάβαση.

Η αλληλεπίδραση μεταξύ νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής έχει μεγάλη σημασία για την ανθεκτικότητα της οικονομίας. Ο καλός συντονισμός των δύο πολιτικών κρίνεται απαραίτητος, ώστε να διασφαλίζονται αφενός η σταθερότητα των τιμών και η χρηματοπιστωτική σταθερότητα και αφετέρου η δημοσιονομική βιωσιμότητα. Επίσης, σε μια συγκυρία όπως η τρέχουσα, που χαρακτηρίζεται από υψηλό πληθωρισμό, χαμηλότερους ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης, παρατεταμένη περίοδο υψηλών επιτοκίων, αυξημένη αβεβαιότητα λόγω των διαδοχικών κρίσεων, με τις επιπτώσεις της κλιματικής κρίσης να γίνονται ολοένα πιο εμφανείς, και αυξημένους γεωπολιτικούς κινδύνους, η αξιοπιστία της οικονομικής πολιτικής ως προς το μεσοπρόθεσμο σχεδιασμό αποκτά καθοριστική σημασία.

Οι σταθερά βελτιούμενες δημοσιονομικές επιδόσεις και η δέσμευση για την έγκαιρη υλοποίηση ενός φιλόδοξου επενδυτικού και μεταρρυθμιστικού προγράμματος συνέβαλαν καθοριστικά στην ανάκτηση της επενδυτικής βαθμίδας αξιολόγησης του Ελληνικού Δημοσίου. Το γεγονός αυτό αποτελεί αναμφισβήτητο ένα ορόσημο για την πορεία της ελληνικής οικονομίας, με σημαντικές θετικές επιδράσεις. Παρ' όλα αυτά, δεν θα πρέπει να λειτουργήσει εφησυχαστικά, καθώς η διαβάθμιση του Ελληνικού Δημοσίου υπολείπεται ακόμη από το επίπεδο του 2009. Ως εκ τούτου, θα πρέπει να ενταθεί η προσπάθεια για προσήλωση σε μια δημοσιονομική πορεία στο πλαίσιο των ευρωπαϊκών κανόνων και για περαιτέρω ενίσχυση της δημοσιονομικής βιωσιμότητας μακροπρόθεσμα.

Η αυξανόμενη συχνότητα και ένταση των ακραίων καιρικών φαινομένων δημιουργεί πιέσεις για αύξηση δαπανών, τόσο για άμεσες αποζημιώσεις όσο και για την αποκατάσταση των υποδομών στις πληγείσες περιοχές. Το αυξημένο κόστος των φυσικών καταστροφών θα πρέπει να καλύπτεται είτε από ευρωπαϊκά κονδύλια είτε από πρόσθετες πηγές εσόδων, ώστε να μη διαταράσσεται η δημοσιονομική σταθερότητα. Παράλληλα, η ιδιωτική συνεισφορά στην κάλυψη και αντιμετώπιση των κινδύνων της κλιματικής κρίσης, μέσω της προώθησης της ιδιωτικής ασφάλισης περιουσιακών στοιχείων, κρίνεται επιβεβλημένη. Δεδομένης της υψηλής αβεβαιότητας, ο μεσοπρόθεσμος σχεδιασμός της δημοσιονομικής πολιτικής θα πρέπει να δίνει μεγάλη έμφαση στην αξιολόγηση των κινδύνων και στη δημιουργία ικανών δημοσιονομικών αποθεμάτων διαχρονικά, ώστε να υπάρχει δυνατότητα στήριξης της οικονομίας σε περιόδους κρίσης.

Τα υφιστάμενα ευνοϊκά χαρακτηριστικά του συσσωρευμένου χρέους παρέχουν ένα σημαντικό παράθυρο ευκαιρίας προκειμένου το δημόσιο χρέος να παραμείνει βιώσιμο μακροπρόθεσμα. Αναγκαίες προϋποθέσεις για να αξιοποιηθεί αυτό το παράθυρο ευκαιρίας είναι η διαφύλαξη της δημοσιονομικής αξιοπιστίας και η αποτελεσματική αξιοποίηση των ευρωπαϊκών πόρων. Η ικανοποίηση αυτών των προϋποθέσεων θα διασφαλίσει όχι μόνο τη διατήρηση της επενδυτικής βαθμίδας, αλλά και την περαιτέρω βελτίωση της πιστοληπτικής διαβάθμισης της χώρας που είναι απαραίτητη.

## 2 ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΤΟ 2023

Σύμφωνα με τη δεύτερη κοινοποίηση των δημοσιονομικών στοιχείων της περιόδου 2019-2022 από την Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ) στο πλαίσιο της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμ-



Πίνακας V.1 Αποτελέσματα γενικής κυβέρνησης

(% του ΑΕΠ)

	2019	2020	2021	2022
Αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης <sup>1</sup> (στοιχεία εθνικών λογαριασμών – κριτήριο σύγκλισης)	0,9	-9,7	-7,0	-2,4
– Κεντρική κυβέρνηση	0,1	-10,1	-7,8	-3,5
– Ασφαλιστικοί οργανισμοί, οργανισμοί τοπικής αυτοδιοίκησης και ΝΠΔΔ	0,7	0,4	0,8	1,2
Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης	3,9	-6,7	-4,5	0,1

Πηγές: Υπουργείο Οικονομικών και ΕΛΣΤΑΤ.

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

ματος τον Οκτώβριο του 2023, το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης για το 2022 επιβεβαιώθηκε σε πλεόνασμα 0,1% του ΑΕΠ. Το δημόσιο χρέος το 2022 σε ονομαστικούς όρους αυξήθηκε οριακά σε σχέση με την πρώτη κοινοποίηση, κατά 341 εκατ. ευρώ. Ως ποσοστό του ΑΕΠ επιδεινώθηκε περαιτέρω, λόγω της προς τα κάτω αναθεώρησης του ΑΕΠ, και ανήλθε σε 172,6% (έναντι 171,4% του ΑΕΠ στην κοινοποίηση του Απριλίου). Τα δημοσιονομικά στοιχεία για το 2022 μαρτυρούν σημαντική αποκλιμάκωση τόσο του πρωτογενούς ελλείμματος σε σχέση με το 2021 (βλ. Πίνακα V.1), μεγαλύτερη από ό,τι αναμενόταν στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2023 (εκτίμηση για έλλειμμα 1,6% του ΑΕΠ), όσο και του λόγου του χρέους προς το ΑΕΠ. Συγκριτικά δε με τις υπόλοιπες χώρες της ευρωζώνης, η Ελλάδα κατέγραψε τη μεγαλύτερη βελτίωση έναντι του 2021, κατά 4,6 ποσ. μον. του ΑΕΠ όσον αφορά το πρωτογενές δημοσιονομικό αποτέλεσμα και κατά 22,4 ποσ. μον. του ΑΕΠ όσον αφορά το δημόσιο χρέος. Η δημοσιονομική διαχείριση των έκτακτων συνθηκών τα τελευταία τρία έτη ανέδειξε τα οφέλη των διαρθρωτικών δημοσιονομικών μεταρρυθμίσεων των προηγούμενων ετών, ειδικότερα στον τομέα της οικονομικής διαχείρισης, παρακολούθησης, εκτέλεσης και ελέγχου του κρατικού προϋπολογισμού (βλ. Πλαίσιο V.1).

Την περίοδο Ιουλίου-Οκτωβρίου του 2023 οι παρεμβάσεις για την αντιμετώπιση της ενεργειακής κρίσης συνεχίστηκαν με διάφορες μορφές, ενώ υιοθετήθηκαν και πρόσθετες δημοσιονομικές παρεμβάσεις αφενός για τη στήριξη των εισοδημάτων, που είχαν ανακοινωθεί πριν από τις εκλογές, και αφετέρου για την αντιμετώπιση των οικονομικών συνεπειών των φυσικών καταστροφών (βλ. και Ενότητα 5.3 παρακάτω). Ως εκ τούτου, επιπλέον των προβλέψεων της Εισηγητικής Έκθεσης του Προϋπολογισμού 2023, όπως αυτές αναθεωρήθηκαν στο Πρόγραμμα Σταθερότητας (ΠΣ) 2023, ψηφίστηκαν δύο συμπληρωματικοί προϋπολογισμοί συνολικού ύψους 1,3 δισεκ. ευρώ. Ταυτόχρονα, παρατηρήθηκε σημαντική υπέρβαση των φορολογικών εσόδων από το στόχο περιόδου του ΠΣ.

Οι παραπάνω εξελίξεις ενσωματώθηκαν στις προβλέψεις της Εισηγητικής Έκθεσης του Προϋπολογισμού του 2024 που δημοσιεύθηκε στις 21 Νοεμβρίου 2023. Σύμφωνα με την Εισηγητική Έκθεση, το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης κατά ESA το 2023 εκτιμάται σε πλεόνασμα 1,1% του ΑΕΠ, έναντι 0,1% του ΑΕΠ το 2022, στο ίδιο επίπεδο με την πρόβλεψη στο ΠΣ 2023, αλλά βελτιωμένο έναντι του στόχου στον Προϋπολογισμό του 2023 για πρωτογενές πλεόνασμα 0,7% του ΑΕΠ. Παράλληλα, εκτιμάται σημαντική αποκλιμάκωση του χρέους της γενικής κυβέρνησης κατά 12,3 ποσ. μον. του ΑΕΠ έναντι του 2022, σε 160,3% του ΑΕΠ. Αυτή η εξέλιξη αποδίδεται πρωτίστως στη μειωτική συμβολή, κατά 9,2 ποσ. μον. του ΑΕΠ, της διαφοράς μεταξύ του έμμεσου επιτοκίου δανεισμού και του ρυθμού μεταβολής του ονομαστικού ΑΕΠ (snowball effect) και δευτερευόντως στο πρωτογενές πλεόνασμα και στις προσαρμογές ελλείμματος-χρέους.

Η αύξηση του πρωτογενούς πλεονάσματος το 2023 έναντι του 2022 οφείλεται στα αυξημένα έσοδα από φόρους και ασφαλιστικές εισφορές, χάρη στην άνοδο της οικονομικής δραστηριότητας και του επιπέδου των τιμών, καθώς και στην αύξηση των ηλεκτρονικών συναλλαγών και των φορολογικών ελέγχων που βελτίωσαν την εισπραξιμότητα. Η απόδοση των φορολογικών εσόδων

ξεπέρασε τόσο το στόχο του αρχικού Προϋπολογισμού για το 2023 όσο και τον προς τα άνω αναθεωρημένο στόχο στο ΠΣ. Η υπεραπόδοση αυτή οφείλεται κυρίως στην αύξηση των ηλεκτρονικών συναλλαγών και στη μεγαλύτερη φορολογική συμμόρφωση,<sup>2</sup> καθώς και στον οριακά υψηλότερο ονομαστικό ρυθμό οικονομικής μεγέθυνσης έναντι των προβλέψεων του ΠΣ. Ο δημοσιονομικός χώρος που δημιουργήθηκε επέτρεψε τη χρηματοδότηση των επιπλέον παρεμβάσεων που υιοθετήθηκαν για τη στήριξη των εισοδημάτων και την αντιμετώπιση των οικονομικών συνεπειών των φυσικών καταστροφών κατά το δεύτερο εξάμηνο του έτους, χωρίς να προκαλείται απόκλιση του πρωτογενούς αποτελέσματος από την πρόβλεψη του ΠΣ. Η χρηματοδότηση δε των παρεμβάσεων για την αντιμετώπιση της ενεργειακής κρίσης διευκολύνθηκε από τα αυξημένα έσοδα του Ταμείου Ενεργειακής Μετάβασης, μέσω κυρίως της φορολόγησης των έκτακτων κερδών των παραγωγών ενέργειας και των διυλιστηρίων και των αυξημένων εσόδων από τις δημοπρασίες δικαιωμάτων ρύπων, και ως εκ τούτου δεν επιβάρυνε τον κρατικό προϋπολογισμό.

Σύμφωνα με την πρόβλεψη της Τράπεζας της Ελλάδος, το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης το 2023 αναμένεται να διαμορφωθεί σε πλεόνασμα 1,1% του ΑΕΠ και το δημόσιο χρέος σε 162,2% του ΑΕΠ.

Το δεύτερο εξάμηνο του 2023 η ΕΚΤ συνέχισε την αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής, στην προσπάθεια να συγκρατήσει την άνοδο του πληθωρισμού. Ως εκ τούτου, οι αποδόσεις των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου παρέμειναν σε υψηλό επίπεδο. Παρ' όλα αυτά, το Ελληνικό Δημόσιο διατήρησε την εκδοτική του δραστηριότητα το δεύτερο εξάμηνο του 2023. Τον Ιούλιο ο ΟΔΔΗΧ άντλησε 3,5 δισεκ. ευρώ από την έκδοση 15ετούς ομολόγου με απόδοση 4,46%, ενώ από τον Ιούλιο έως το Νοέμβριο άντλησε περίπου 1 δισεκ. ευρώ επιπλέον από επανεκδόσεις του 10ετούς και του 5ετούς ομολόγου (του Ιανουαρίου και του Απριλίου 2023 αντίστοιχα), ενισχύοντας τη ρευστότητα στην αγορά ομολόγων. Σωρευτικά την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου του 2023 άντλησε από τις κεφαλαιαγορές 11,5 δισεκ. ευρώ. Επιπλέον, τα ταμειακά διαθέσιμα του Ελληνικού Δημοσίου διατηρήθηκαν σε υψηλό επίπεδο και ειδικότερα στο τέλος του γ' τριμήνου του 2023 διαμορφώθηκαν σε 20,4 δισεκ. ευρώ (από 18,8 δισεκ. ευρώ στο τέλος του 2022).

Παρά την επιδείνωση του διεθνούς περιβάλλοντος και την αυξημένη αβεβαιότητα, η ανθεκτικότητα της ελληνικής οικονομίας αναγνωρίστηκε από τους οργανισμούς αξιολόγησης, με αποκορύφωμα την αναβάθμιση στην Επενδυτική Κατηγορία τον Ιούλιο από τον R&I, τον Αύγουστο από τον Score, το Σεπτέμβριο από τον DBRS τον Οκτώβριο από τον S&P και το Δεκέμβριο από τον Fitch, ενώ το Σεπτέμβριο ο οίκος Moody's αναβάθμισε την πιστοληπτική ικανότητα του Ελληνικού Δημοσίου κατά δύο βαθμίδες, σε μία μόνο βαθμίδα κάτω από την Επενδυτική Κατηγορία. Στις εξελίξεις αυτές συνετέλεσαν οι σταθερά βελτιούμενες δημοσιονομικές επιδόσεις, υποστηριζόμενες από θετικούς και ισχυρούς ρυθμούς οικονομικής μεγέθυνσης άνω του ευρωπαϊκού μέσου όρου, αλλά και η εκτίμηση των οίκων ότι το σαφές αποτέλεσμα των εκλογών οδήγησε σε πολιτική σταθερότητα με προοπτικές συνέχισης της μεταρρυθμιστικής προσπάθειας (βλ. και Πλαίσιο VII.1).

Η αναβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης του Ελληνικού Δημοσίου στην Επενδυτική Κατηγορία αποτελεί σημαντικό ορόσημο για την αναγνώριση της αξιοπιστίας της ασκούμενης οικονομικής πολιτικής τα τελευταία χρόνια, ενώ καθιστά τους τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου αποδεκτούς από την ΕΚΤ ως εξασφάλιση για την παροχή ρευστότητας στις ελληνικές τράπεζες μέσω των πράξεων ανοικτής αγοράς χωρίς την εφαρμογή παρέκκλισης (waiver) από τις ελάχιστες απαιτήσεις πιστοληπτικής διαβάθμισης. Παρότι τα επιτόκια παραμένουν αυξημένα λόγω της περαιτέρω αυστηροποίησης της νομισματικής πολιτικής, οι διαφορές αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων έναντι των αντίστοιχων γερμανικών συνεχίζουν την καθοδική πορεία τους από την αρχή του έτους. Η ανάκτηση της επενδυτικής βαθμίδας και από τους υπόλοιπους οίκους αξιολόγησης θα οδηγήσει σε μεγάλη διεύρυνση της επενδυτικής βάσης, η οποία θα συμβάλει στη συγκράτηση των ανοδικών επιδράσεων που ασκεί στις αποδόσεις των ελληνικών κρατικών

2 Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική 2022-2023*, Πλαίσιο V.1 "Παράγοντες υπεραπόδοσης φορολογικών εσόδων μετά την πανδημία".

τίτλων η αυστηροποίηση των διεθνών νομισματικών και χρηματοπιστωτικών συνθηκών. Επίσης, η αναβάθμιση του αξιόχρεου του Ελληνικού Δημοσίου ασκεί θετική επίδραση και στις ελληνικές επιχειρήσεις και τις τράπεζες μέσω της μείωσης του κόστους δανεισμού τους και της προσέλκυσης νέων κεφαλαίων (βλ. και Πλαίσιο VII.2). Επιπλέον, διευκολύνεται περαιτέρω η ενεργητική διαχείριση του δημόσιου χρέους, με την ενίσχυση της ρευστότητας στην αγορά κρατικών τίτλων και τη μείωση της μεταβλητότητας στις τιμές των ομολόγων στη δευτερογενή αγορά. Η ενισχυμένη πρόσβαση στις αγορές παρέχει ευελιξία στη διαχείριση των αναγκών ρευστότητας και των απαιτήσεων χρηματοδότησης από τον ΟΔΔΗΧ. Συνεπώς, η βάθυνση της αγοράς ομολόγων θα διευκολύνει το δανεισμό με έκδοση ομολόγων συγκριτικά μεγαλύτερης διάρκειας, διατηρώντας σχετικά μεγάλη τη μεσοσταθμική διάρκεια του δημόσιου χρέους και χαμηλές τις ετήσιες χρηματοδοτικές ανάγκες για την εξυπηρέτησή του. Ωστόσο, η προσπάθεια ενίσχυσης της αξιοπιστίας της οικονομικής πολιτικής και η διαφύλαξη της δημοσιονομικής υπευθυνότητας θα πρέπει να συνεχιστούν, προκειμένου να διασφαλιστούν η διατήρηση της επενδυτικής βαθμίδας και η περαιτέρω σταδιακή βελτίωση της πιστοληπτικής διαβάθμισης του Δημοσίου.

Όσον αφορά την απορρόφηση των πόρων του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, μέχρι στιγμής η Ελλάδα συνεχίζει να συγκαταλέγεται στους πρωτοπόρους της ΕΕ, έχοντας λάβει συνολικά 11,1 δισεκ. ευρώ (36% των διαθέσιμων πόρων), αφού ολοκλήρωσε το 13% των συμφωνημένων στόχων/οροσήμων<sup>3</sup> και έχοντας υποβάλει αίτημα τρίτης δόσης επιχορηγήσεων και δανείων. Σημειώνεται ότι η Ελλάδα είναι από τις λίγες χώρες που έχουν υποβάλει αίτημα τρίτης δόσης. Το μεν αίτημα επιχορηγήσεων ύψους 1,72 δισεκ. ευρώ υποβλήθηκε το Μάιο, ωστόσο η έγκρισή του καθυστέρησε.<sup>4</sup> Το δε τρίτο αίτημα πληρωμής δόσης δανείων ύψους 1,85 δισεκ. ευρώ υποβλήθηκε το Νοέμβριο, μετά την υλοποίηση του σχετικού οροσήμου (το ύψος δανείων σε καθεστώς σύμβασης να φθάνει τα 3,5 δισεκ. ευρώ έως το τέλος του 2023). Στο τέλος Νοεμβρίου η Ευρωπαϊκή Επιτροπή προέβη σε προκαταρκτική θετική αξιολόγηση και των δύο αιτημάτων. Το συνολικό ποσό προς είσπραξη επαναπροσδιορίστηκε σε 3,64 δισεκ. ευρώ με βάση το αναθεωρημένο σχέδιο “Ελλάδα 2.0”.

Ειδικότερα, τον Αύγουστο κατατέθηκε αναθεώρηση του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας “Ελλάδα 2.0”, καθώς και αίτημα απορρόφησης επιπλέον πόρων από το πρόγραμμα RePowerEU, ύψους 5 δισεκ. ευρώ για δάνεια και 795 εκατ. ευρώ για επιχορηγήσεις, ενώ το Σχέδιο συμπληρώθηκε με νέα έργα λαμβάνοντας υπόψη τις έκτακτες ανάγκες που ανέκυψαν λόγω των φυσικών καταστροφών. Η τελική αναθεώρηση του Σχεδίου, που εγκρίθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή το Νοέμβριο, ενσωματώνει νέα επενδυτικά σχέδια για την απορρόφηση των επιπλέον πόρων, αλλά και ανακατανέμει πόρους από αρχικά σχέδια που παρουσίασαν αδυναμίες υλοποίησης προς νέα σχέδια με σκοπό την αποκατάσταση υποδομών που υπέστησαν σοβαρές ζημιές από τις φυσικές καταστροφές. Με τα νέα κονδύλια οι συνολικά διαθέσιμοι πόροι αυξήθηκαν σε 36 δισεκ. ευρώ (από 30,1 δισεκ. ευρώ<sup>5</sup>), εκ των οποίων 18,2 δισεκ. ευρώ για επιχορηγήσεις και 17,7 δισεκ. ευρώ για δάνεια.

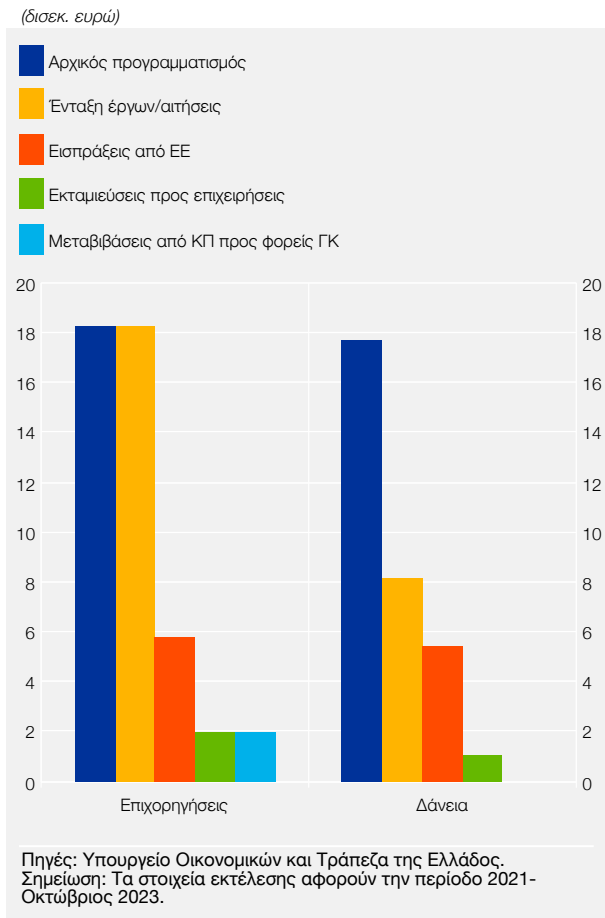
Πρόοδος έχει συντελεστεί και ως προς την ένταξη των έργων στο Σχέδιο “Ελλάδα 2.0”. Συγκεκριμένα, έως το τέλος Οκτωβρίου είχαν ενταχθεί έργα για χρηματοδότηση μέσω επιχορηγήσεων συνολικού προϋπολογισμού 20,7 δισεκ. ευρώ (συμπεριλαμβανομένου ΦΠΑ). Επιπλέον, έως το τέλος Σεπτεμβρίου είχαν υποβληθεί 546 αιτήσεις για χρηματοδότηση μέσω δανείων του Μηχανισμού, προϋπολογισμού 8,17 δισεκ. ευρώ, από τις οποίες 240 έχουν προχωρήσει σε υπογραφή σύμβασης έργων ύψους 3,52 δισεκ. ευρώ.

3 Συνολικά, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχει εκταμιεύσει 153,4 δισεκ. ευρώ (21% των συνολικών διαθέσιμων πόρων) στις χώρες της ΕΕ, εκ των οποίων περίπου τα 2/3 αφορούν επιχορηγήσεις (31% του συνόλου) και το υπόλοιπο δάνεια (12% του συνόλου), μετά την υλοποίηση του 11% των συμφωνημένων στόχων/οροσήμων.

4 Ειδικότερα, ενδιαφερόμενες εταιρίες προσέφυγαν στο Συμβούλιο της Επικρατείας κατά απόφασης της Ενιαίας Ανεξάρτητης Αρχής Δημοσίων Συμβάσεων.

5 Όπως είχε διαμορφωθεί μετά την επικαιροποίηση της μέγιστης χρηματοδοτικής συνεισφοράς ανά χώρα τον Ιούνιο του 2022, με βάση τα οριστικά στοιχεία της μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ για τα έτη 2020-21. Βλ. European Commission, “RRF: Update of the maximum financial contribution”, June 2022.

**Διάγραμμα V.2 Μηχανισμός Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας**



Εντούτοις, οι εκταμιεύσεις προς τις επιχειρήσεις παρουσιάζουν καθυστερήσεις. Ειδικότερα, μέχρι το τέλος Οκτωβρίου οι μεταβιβάσεις από τον κρατικό προϋπολογισμό προς τους φορείς εντός και εκτός της γενικής κυβέρνησης ανέρχονταν σε 3,85 δισεκ. ευρώ, ενώ μόλις 1,9 δισεκ. ευρώ είχαν καταβληθεί στις επιχειρήσεις στο τέλος Ιουνίου, αντανακλώντας περιορισμούς των φορέων σε περιφερειακό και τοπικό επίπεδο ως προς τη διοικητική διεκπεραίωση και την υλοποίηση των σχεδίων. Ως εκ τούτου, στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2024 ο ετήσιος στόχος για τις επιχορηγήσεις το 2023 αναθεωρήθηκε σε 2,1 δισεκ. ευρώ από 3,3 δισεκ. ευρώ. Αναφορικά με τα δάνεια αντίστοιχα, οι εκταμιεύσεις προς τις επιχειρήσεις ανέρχονταν σε 1,1 δισεκ. ευρώ έως το τέλος Οκτωβρίου του 2023 (βλ. Διάγραμμα V.2).

Οι διπλές εκλογές το Μάιο και τον Ιούνιο, καθώς και οι δύο γύροι των περιφερειακών και αυτοδιοικητικών εκλογών, εκτιμάται ότι συνέβαλαν στην καθυστέρηση που παρουσίασαν οι τελικές εκταμιεύσεις. Άλλοι λόγοι που αναγνωρίστηκαν από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή αφορούν διαχειριστικό φόρτο στους τοπικούς και περιφερειακούς φορείς που είναι υπεύθυνοι για την υλοποίηση των έργων. Στο εξής, με δεδομένη και τη δέσμευση της κυβέρνησης όσον αφορά το μεταρρυθμιστικό πρόγραμμα, χρειάζεται να ενταθεί η προσπάθεια έγκαιρης υλοποίησης των επενδυτικών σχεδίων

και αξιοποίησης των διαθέσιμων κονδυλίων, έτσι ώστε να προκύψουν θετικές επιδράσεις στο ρυθμό ανάπτυξης και στην παραγωγικότητα της οικονομίας τα επόμενα χρόνια.

**Πλαίσιο V.1**

**ΘΕΣΜΙΚΕΣ ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΙΣ ΤΗΣ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ: Η ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΕΜΠΕΙΡΙΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ**

Οι πολλαπλές κρίσεις (οικονομική, υγειονομική, γεωπολιτική και κλιματική), με τις οποίες βρέθηκε αντιμέτωπη η χώρα τα τελευταία χρόνια, ανέδειξαν την ανάγκη θεσμικών μεταρρυθμίσεων με σκοπό την ανάδυση ενός σύγχρονου μοντέλου κρατικής διοίκησης και οικονομικής διαχείρισης, με κύρια χαρακτηριστικά το μεσοπρόθεσμο σχεδιασμό, τη στοχοθεσία, τη διαφάνεια, την ιεράρχηση προτεραιοτήτων και την επεξεργασία σεναρίων. Το παρόν πλαίσιο, πρώτον, παρουσιάζει εν συντομία τις θεσμικές μεταρρυθμίσεις της δημόσιας οικονομικής διαχείρισης που έλαβαν χώρα στην Ελλάδα κατά την τελευταία δεκαετία.<sup>1</sup> Δεύτερον, περιγράφει το βασικό μεταρρυθμιστικό

1 Για μια λεπτομερή παρουσίαση, βλ. Σπανού, Κ. (επιμ.), “Μεταρρυθμίσεις στη δημόσια διοίκηση στη διάρκεια της κρίσης. Επισκόπηση, περιγραφή, αποτίμηση”, ΕΛΙΑΜΕΠ/Παρατηρητήριο για την κρίση και The A. G. Leventis Foundation (2018), και Αναστασάτου, Μ. και Π. Τσακλόγλου (2019), “Διαρθρωτικές αλλαγές στο πεδίο της δημοσιονομικής πολιτικής στα χρόνια της κρίσης. Θεσμικό πλαίσιο και οικονομικά αποτελέσματα”, ΕΛΙΑΜΕΠ/Παρατηρητήριο για την κρίση και The A. G. Leventis Foundation, Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα. Για μια ποσοτική ανάλυση με χρήση δεικτών βλ. IMF (2023), [The IMF’s structural reform database](#).

άξονα, η υλοποίηση του οποίου αποτελεί πρόκληση για το μέλλον και, τρίτον, απარიθμεί τα βήματα που πρέπει να γίνουν προς ένα αποδοτικότερο και δικαιότερο σύστημα δημόσιας οικονομικής διαχείρισης. Η εφαρμογή αυτών των μεταρρυθμίσεων έχει ιδιαίτερη σημασία για τη βελτίωση της ποιότητας διακυβέρνησης, η οποία συνδέεται με την ενίσχυση των επενδύσεων και την επίτευξη υψηλότερου ρυθμού οικονομικής μεγέθυνσης.<sup>2</sup>

Η βελτίωση της διαχείρισης των δημόσιων οικονομικών συμβάλλει στο στόχο της δημοσιονομικής σταθερότητας, καθώς γίνεται καλύτερος έλεγχος της εκτέλεσης του κρατικού προϋπολογισμού και καθίσταται εφικτή η αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας των δημόσιων δαπανών και ο έλεγχος της φορολογικής συμμόρφωσης. Ειδικότερα, οι αλλαγές στη δημόσια οικονομική διαχείριση μπορούν να οδηγήσουν σε ανασχεδιασμό των δημόσιων δαπανών ώστε να κατευθύνονται σε παραγωγικούς τομείς, σε αύξηση της αποτελεσματικότητάς τους, καθώς και σε ευρύτερη μεταρρύθμιση του φορολογικού συστήματος με σκοπό τη μείωση του φορολογικού βάρους και τη δικαιότερη κατανομή του.

### Δημοσιονομικές μεταρρυθμίσεις: σύντομος απολογισμός

Η ανάγκη διαχείρισης της κρίσης χρέους το 2010 έδωσε την ευκαιρία να υλοποιηθούν σημαντικές δομικές τροποποιήσεις στο πεδίο της δημοσιονομικής εξυγίανσης, πειθαρχίας, διαφάνειας και λογοδοσίας.<sup>3,4</sup> Γνώμονας των μεταρρυθμίσεων αυτών ήταν ο εξορθολογισμός στην κατάρτιση και εκτέλεση του δημόσιου προϋπολογισμού και ο μεσοπρόθεσμος προγραμματισμός. Οι μεταρρυθμίσεις εισήγαγαν σύγχρονα εργαλεία δημόσιας οικονομικής διαχείρισης ώστε να τεθούν οι βάσεις για μια σύγχρονη προσέγγιση των δημόσιων οικονομικών της χώρας, να αποτρέπονται δημοσιονομικές υπερβάσεις και να διορθώνεται έγκαιρα τυχόν προσωρινή απόκλιση προκειμένου να τηρείται, κατά το δυνατόν, η ορθή εκτέλεση του κρατικού προϋπολογισμού και να επιτυγχάνονται οι συμφωνημένοι δημοσιονομικοί στόχοι.

Ειδικότερα (α) αναθεωρήθηκε και εκσυγχρονίστηκε το θεσμικό πλαίσιο δημοσιονομικής διαχείρισης και εποπτείας με τη θέσπιση δημοσιονομικών κανόνων, εποπτικών πρακτικών και ελεγκτικών μηχανισμών, αναγκαίων για τη δημοσιονομική προσαρμογή, (β) επικαιροποιήθηκαν οι διατάξεις του δημόσιου λογιστικού ώστε να εναρμονιστεί το εθνικό δημοσιονομικό πλαίσιο με τις βέλτιστες ευρωπαϊκές πρακτικές με στόχο την ενίσχυση της διαφάνειας στα παρεχόμενα στατιστικά στοιχεία και (γ) αναδείχθηκε η έννοια της δημοσιονομικής υπευθυνότητας και πειθαρχίας στην άσκηση πολιτικής.

Οι πρωτοβουλίες που αναλήφθηκαν σε θεσμικό επίπεδο αφορούσαν τη διάκριση του ρόλου και των αρμοδιοτήτων των οργάνων δημοσιονομικής διαχείρισης, την υποχρέωση κατάρτισης μεσοπρόθεσμου σχεδιασμού με δεσμευτικά όρια δαπανών και εκτίμηση του κόστους των δημοσιονομικών μέτρων, την ίδρυση δημοσιονομικού συμβουλίου ως ανεξάρτητης διοικητικής αρχής, τη διασφάλιση της θεσμικής υπόστασης και ανεξαρτησίας του Γραφείου Προϋπολογισμού της Βουλής, τη σύσταση της λειτουργικά ανεξάρτητης, διοικητικά και οικονομικά αυτοτελούς Αρχής Δημοσίων Εσόδων, την ενεργοποίηση μηχανισμών παρακολούθησης και ελέγχου των ΝΠΙΔ και ΔΕΚΟ, τη σύσταση Παρατηρητηρίου Οικονομικής Αυτοτέλειας των ΟΤΑ ως θεσμικού οργάνου δημόσιου λογιστικού για την παροχή μιας ασφαλούς εικόνας της χρηματοοικονομικής τους λειτουργίας, τη δημοσιοποίηση ενημερωτικών δελτίων εκτέλεσης του προϋπολογισμού του κράτους και της Γενικής Κυβέρνησης και τη συγκέντρωση των λογαριασμών του Δημοσίου στην Τράπεζα της Ελλάδος.

### Προκλήσεις για το μέλλον

Η μεταρρυθμιστική προσπάθεια πρέπει να στραφεί στην υιοθέτηση ενός νέου ολοκληρωμένου και αποτελεσματικότερου στρατηγικού μοντέλου δημοσιονομικής πολιτικής που, εκτός από την τρέχουσα οικονομική διαχείριση,

- 2 Βλ. Adamopoulou, E., P. Kapopoulos and A. Rizos (2023), “Reforms to stimulate business investment in Greece: assessing the impact of judicial efficiency, governance quality and tax wedge reduction”, *Insights – Alpha Bank Economic Research*, Alpha Bank, September και Cugat, G. and C. Pizzinelli (2023), “Market reforms can stabilize debt and foster growth in developing countries”, *IMFblog*, 12 September.
- 3 Βλ. ν. 3871/2010 “Δημοσιονομική Διαχείριση και Ευθύνη”, ν. 4270/2014 “Αρχές δημοσιονομικής διαχείρισης και εποπτείας (ενσωμάτωση της Οδηγίας 2011/85/ΕΕ) – δημόσιο λογιστικό και άλλες διατάξεις”, ν. 4389/2016 “Επείγουσες διατάξεις για την εφαρμογή της συμφωνίας δημοσιονομικών στόχων και διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και άλλες διατάξεις”. Βλ. επίσης OECD (2019), “Budgeting in Greece”, *OECD Journal on Budgeting*, 2019/2.
- 4 OECD (2020), “Budget review for Greece”, *OECD Journal on Budgeting*, 19(3).



θα διευκολύνει τη μετάβαση στον αναγκαίο παραγωγικό μετασχηματισμό της οικονομίας που επιτάσσουν οι σύγχρονες προκλήσεις της κλιματικής, της γεωπολιτικής, της ενεργειακής και της δημογραφικής κρίσης.

Κύρια χαρακτηριστικά ενός ολοκληρωμένου μοντέλου δημοσιονομικής πολιτικής είναι:

(α) Η καθιέρωση του Προϋπολογισμού Προγραμμάτων και Επιδόσεων, δηλαδή η παρουσίαση του κρατικού προϋπολογισμού βάσει δομών προγραμμάτων ανά κρατικό φορέα και η αξιολόγηση των επιδόσεων με διατύπωση βραχυπρόθεσμων (ετήσιων) και μακροπρόθεσμων (με ορίζοντα τριετίας) στρατηγικών επιδιώξεων της κυβερνητικής πολιτικής που αναλύεται σε τρία επίπεδα λειτουργικής δραστηριότητας (τομείς, προγράμματα, δράσεις) και με κατάρτιση συγκεκριμένων δεικτών επίδοσης (key performance indicators). Με αυτό τον τρόπο διευκολύνεται η συστηματική παρακολούθηση της εκτέλεσης του προϋπολογισμού, ενώ με την ανάθεση ευθύνης σε συγκεκριμένο φορέα για κάθε τομέα, πρόγραμμα και δράση, επιτρέπεται η αποτελεσματικότερη διαχείριση των δημόσιων πόρων, η ενίσχυση της διαφάνειας και η λήψη ορθολογικότερων αποφάσεων με τη χρήση πληροφοριών ανά φορέα.<sup>5</sup>

(β) Η συνέχιση της διενέργειας καθολικής και συντεταγμένης επισκόπησης δαπανών και δραστηριοτήτων στο σύνολο των φορέων της Γενικής Κυβέρνησης, με στόχο την εξοικονόμηση δαπανών, την απελευθέρωση πόρων και την ορθολογικότερη ανακατανομή τους σε περισσότερο αποδοτικές δράσεις.

(γ) Η περαιτέρω ενσωμάτωση της περιβαλλοντικής διάστασης στα οικονομικά μεγέθη του Προϋπολογισμού. Το πεδίο εφαρμογής του όρου “πράσινος προϋπολογισμός” (green budgeting) περιλαμβάνει όλα τα εργαλεία χάραξης δημοσιονομικής πολιτικής για την επίτευξη των περιβαλλοντικών στόχων. Η υιοθέτηση του “πράσινου προϋπολογισμού” συνεπάγεται τη συστηματική αξιολόγηση του βαθμού εναρμόνισης του Κρατικού Προϋπολογισμού με τις κλιματικές και περιβαλλοντικές προτεραιότητες της χώρας, ενσωματώνοντας με αυτό τον τρόπο την περιβαλλοντική ευαισθητοποίηση σε όλους τους τομείς πολιτικής. Έμφαση θα πρέπει να δοθεί στην “πράσινη επισκόπηση” δαπανών και δραστηριοτήτων, τόσο οριζόντια όσο και ανά τομέα, με στόχο τη βελτίωση του ενεργειακού αποτυπώματος των δράσεων και τη διενέργεια των αναγκαίων παρεμβάσεων για την επίτευξη των περιβαλλοντικών στόχων. Σε συνδυασμό μάλιστα με τη χρήση κατάλληλων δεικτών μέτρησης του περιβαλλοντικού αποτυπώματος συγκεκριμένων πολιτικών που σχετίζονται με προγράμματα των δημόσιων φορέων, διευκολύνεται η εφαρμογή της μεταρρύθμισης του “πράσινου προϋπολογισμού”.<sup>6</sup>

(δ) Η ολοκλήρωση της λογιστικής μεταρρύθμισης του Δημοσίου με την εφαρμογή νέου Λογιστικού Πλαισίου της Γενικής Κυβέρνησης.<sup>7</sup> Το νέο λογιστικό πλαίσιο θέτει τα θεμέλια ώστε η Ελλάδα να συμπεριληφθεί στην ομάδα των προηγμένων χωρών που εφαρμόζουν διεθνώς τη λογιστική αρχή του δεδουλευμένου στο δημόσιο τομέα, προκειμένου να είναι σε θέση να αντλούν χρήσιμη πληροφόρηση για λήψη αποφάσεων, αξιολόγηση της απόδοσης, διαχείριση της δημόσιας περιουσίας και λογοδοσία. Τα πιο σημαντικά οφέλη της συγκεκριμένης μεταρρύθμισης είναι:

- η μείωση του κόστους λειτουργίας της δημόσιας διοίκησης και της κυβέρνησης,
- η ορθολογικότερη κατανομή και απελευθέρωση δημόσιων πόρων,
- η μείωση του κόστους των δημόσιων αγαθών και υπηρεσιών,
- η μεγαλύτερη διαφάνεια και λογοδοσία μέσω της αποκάλυψης όλων των πραγματοποιηθεισών συναλλαγών,

5 Το 2021 καταρτίστηκε για πρώτη φορά ένας πιλοτικός σχεδιασμός προϋπολογισμού επιδόσεων. Παραδοσιακά, ο προϋπολογισμός καταρτίζεται καθορίζοντας το ύψος του κάθε κονδυλίου σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Η κατάρτιση περιορίζεται στον έλεγχο της νομιμότητας όσον αφορά τον τρόπο καταγραφής των κονδυλίων και στον έλεγχο της κανονικότητας με την υποστήριξη των απαραίτητων εγγράφων. Η σκοπιμότητα της δαπάνης ή του εσόδου και η εκτίμηση της επίδοσης δεν εξετάζονται.

6 Για έναν οδικό χάρτη, βλ. Pojar, S. (2023), "How green budgeting is embedded in national budget processes", European Commission, Discussion Paper 196, European Economy.

7 Υιοθέτηση των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων για το δημόσιο τομέα (International Public Sector Accounting Standards – IPSAS) (βλ. Π.Δ. 54/2018).

- η βελτίωση της ποιότητας και της αξιοπιστίας των δημόσιων λογαριασμών και
- η αποτύπωση των δημοσιονομικών μεγεθών σύμφωνα με τα πρότυπα του Ευρωπαϊκού Συστήματος Λογαριασμών (European System of Accounts – ESA) και του Συστήματος Στατιστικής Δημόσιων Οικονομικών (Government Finance Statistics – GFS).

(ε) Η αποτελεσματική αντιμετώπιση της εκτεταμένης φοροδιαφυγής, με στόχο την αύξηση των φορολογικών εσόδων. Με αυτό τον τρόπο θα δημιουργηθεί επιπλέον δημοσιονομικός χώρος, διευκολύνοντας μια ευρύτερη μεταρρύθμιση του φορολογικού συστήματος με ταυτόχρονη προώθηση της φορολογικής δικαιοσύνης και επιτρέποντας τη χρηματοδότηση πιθανών έκτακτων μέτρων στήριξης της οικονομίας σε περίπτωση μακροοικονομικών διαταραχών, χωρίς να τίθεται σε κίνδυνο η δημοσιονομική βιωσιμότητα. Στον τομέα της δημοσιονομικής διαχείρισης, θα πρέπει να συνεχιστεί η αναβάθμιση των ηλεκτρονικών εργαλείων της ΑΑΔΕ, που διευρύνει τις δυνατότητες διαχείρισης και αξιοποίησης των πληροφοριών που συλλέγονται μέσω ηλεκτρονικών συναλλαγών.

### Συμπεράσματα

Οι πολλαπλές κρίσεις τα τελευταία χρόνια ανέδειξαν τις χρόνιες παθογένειες και αγκυλώσεις της δημόσιας διοίκησης και οικονομικής διαχείρισης. Κατέστησαν σαφές ότι η ανθεκτικότητα της οικονομίας σε μελλοντικές κρίσεις εξαρτάται από τη διασφάλιση της δημοσιονομικής σταθερότητας και συναρτάται, μεταξύ άλλων, με την ολοκλήρωση της μεταρρύθμισης της δημοσιονομικής διαχείρισης. Η τελευταία πρέπει να εκληφθεί ως ένα εργαλείο αναδιοργάνωσης και ανασχεδιασμού επιχειρησιακών διαδικασιών με κύρια επιδίωξη τη βελτίωση, σε μετρήσιμα μεγέθη, της παρακολούθησης της εκτέλεσης του Κρατικού Προϋπολογισμού και το μεσοπρόθεσμο σχεδιασμό της δημοσιονομικής πολιτικής με διαφανή και αξιόπιστο τρόπο, ώστε να διασφαλίζεται η δημοσιονομική βιωσιμότητα και να δημιουργείται δημοσιονομικός χώρος.

## 3 ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΚΑΙ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΙΣ

Το δεύτερο εξάμηνο του 2023 θεσμοθετήθηκαν αφενός έκτακτες παρεμβάσεις για τη στήριξη των εισοδημάτων, για την αντιμετώπιση της ενεργειακής κρίσης και των επιπτώσεων από τις φυσικές καταστροφές το 2023 και αφετέρου μόνιμες παρεμβάσεις, με ισχύ κυρίως από το 2024, σύμφωνα με τις προεκλογικές εξαγγελίες της κυβέρνησης.

Οι νέες έκτακτες δημοσιονομικές παρεμβάσεις που θεσπίστηκαν το δεύτερο εξάμηνο του 2023 για τη στήριξη των εισοδημάτων αφορούν ως επί το πλείστον: (α) έκτακτη οικονομική ενίσχυση το Δεκέμβριο του 2023 προς συνταξιούχους που δεν έλαβαν αύξηση στις συντάξεις τους το 2023 λόγω προσωπικής διαφοράς, (β) θεσμοθέτηση σε μόνιμη βάση του youth pass για κάθε νέο ηλικίας 18 και 19 ετών για υπηρεσίες μεταφορών, πολιτιστικές και τουριστικές δραστηριότητες και (γ) αναδρομική αναπροσαρμογή του μισθολογίου των μελών του διδακτικού-ερευνητικού προσωπικού (ΔΕΠ) των ανώτατων εκπαιδευτικών ιδρυμάτων.

Επιπλέον, οι παρεμβάσεις για την αντιμετώπιση της ενεργειακής κρίσης συνεχίστηκαν με διάφορες μορφές, όπως (α) επιδοτήσεις της κατανάλωσης ηλεκτρικής ενέργειας και φυσικού αερίου προς νοικοκυριά και αγρότες, μειωμένες έναντι του 2022 λόγω της αποκλιμάκωσης των τιμών της ενέργειας, (β) αύξηση του επιδόματος θέρμανσης και διεύρυνση του αριθμού των δικαιούχων, (γ) υιοθέτηση και εν συνεχεία παράταση του market pass για τη βραχυχρόνια αντιμετώπιση του υψηλού κόστους των τροφίμων και (δ) επιστροφή του ειδικού φόρου κατανάλωσης (ΕΦΚ) στο αγροτικό πετρέλαιο.

Ειδικότερα, τον Ιούλιο με το ν. 5045/2023 θεσπίστηκαν συνταξιοδοτικές, μισθολογικές και φορολογικές διατάξεις, που αφορούν: (α) την αύξηση των συντάξεων ειδικών κατηγοριών του Δημοσίου που δεν έχουν ενταχθεί στον e-ΕΦΚΑ, (β) την αύξηση, από το 2024, στις αποδοχές

των δημοσίων υπαλλήλων (συμπεριλαμβανομένων των σωμάτων ασφαλείας) μέσω της αναπροσαρμογής των βασικών μισθών (οριζόντια αύξηση κατά 70 ευρώ), των οικογενειακών παροχών (αύξηση κατά 20 έως 50 ευρώ μηνιαίως) και των επιδομάτων θέσης ευθύνης (αύξηση κατά 30%), (γ) την αναδρομική αναπροσαρμογή του μισθολογίου των μελών του διδακτικού-ερευνητικού προσωπικού (ΔΕΠ) των ανώτατων εκπαιδευτικών ιδρυμάτων, (δ) την αύξηση, από το 2024, του αφορολογήτου κατά 1.000 ευρώ για τους φορολογούμενους με εξαρτώμενα τέκνα, (ε) την απαλλαγή από τη συμμετοχή στη φαρμακευτική δαπάνη των πρώην δικαιούχων του Επιδόματος Κοινωνικής Αλληλεγγύης Συνταξιούχων (ΕΚΑΣ), (στ) τη χρονική παράταση (έως τον Οκτώβριο) της οικονομικής ενίσχυσης των ευάλωτων νοικοκυριών για την κάλυψη μέρους του αυξημένου κόστους αγορών ιδίως ειδών διατροφής (market pass), (ζ) τη θέσπιση της ενίσχυσης 150 ευρώ κατ' έτος στους νέους ηλικίας 18 και 19 ετών για μεταφορές και πολιτιστικές και τουριστικές δραστηριότητες (youth pass), (η) τη μείωση κατά 10% του ΕΝΦΙΑ στις κατοικίες που ασφαλίζονται για σεισμό, πυρκαγιά και πλημμύρα για το 2024 και τα επόμενα έτη, (θ) την επιβολή πλαφόν 3% στις αυξήσεις των ενοικίων που καταβάλλει το Δημόσιο για τη στέγαση υπηρεσιών του και (ι) τη διεύρυνση των αρμοδιοτήτων του Ελληνικού Δημοσιονομικού Συμβουλίου με αξιολογήσεις μακροοικονομικών και δημοσιονομικών προβλέψεων, στόχων και αποτελεσμάτων, αναλύσεις μακροοικονομικών και δημοσιονομικών εξελίξεων, καθώς και αξιολογήσεις και ποσοτικοποιήσεις του δημοσιονομικού αντικτύπου που αναμένεται να έχουν οι προτάσεις που περιλαμβάνονται στα προγράμματα των πολιτικών κομμάτων, κατόπιν αιτήματός τους.

Με τον ίδιο νόμο ψηφίστηκε συμπληρωματικός προϋπολογισμός ύψους 700 εκατ. ευρώ για την κάλυψη των πρόσθετων δαπανών που σχετίζονται με τις ενισχύσεις οι οποίες θα καταβληθούν εντός του 2023, των έκτακτων δαπανών του Υπουργείου Υγείας και των συγκοινωνιακών κυρίως φορέων του Δημοσίου που οφείλονται στην ενεργειακή κρίση, καθώς και του κόστους των διπλών εκλογών Μαΐου και Ιουνίου του 2023.

Το Σεπτέμβριο, με το ν. 5047/2023, θεσπίστηκαν ρυθμίσεις για τη διοικητική συνεργασία στον τομέα της φορολογίας, καθώς και την καταπολέμηση της φοροδιαφυγής που παρατηρείται κατά τη διενέργεια ψηφιακών συναλλαγών. Ειδικότερα προβλέφθηκαν: (α) διεύρυνση του πεδίου ανταλλαγής πληροφοριών και συνεργασίας μεταξύ των φορολογικών αρχών των κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, (β) υποχρέωση όλων των φορέων που εκμεταλλεύονται ηλεκτρονικές πλατφόρμες να ανταλλάσσουν πληροφορίες με την ΑΑΔΕ με συγκεκριμένες προθεσμίες και με τη δυνατότητα επιβολής κυρώσεων σε περίπτωση εκπρόθεσμης υποβολής και (γ) επικαιροποίηση της νομοθεσίας αναφορικά με τη λειτουργία των τερματικών μηχανημάτων (POS) και τη διασύνδεσή τους με την ΑΑΔΕ και κυρώσεις για περιπτώσεις παραβάσεων σχετικά με την αυτόματη ανταλλαγή πληροφοριών των POS με την ΑΑΔΕ.

Επίσης, με το ν. 5053/2023 ψηφίστηκε ως τροπολογία δεύτερος συμπληρωματικός προϋπολογισμός, ύψους 600 εκατ. ευρώ, εκ των οποίων 450 εκατ. ευρώ για το εθνικό πρόγραμμα δημοσίων επενδύσεων και 150 εκατ. ευρώ για τον τακτικό προϋπολογισμό, προς κάλυψη των πρώτων αποζημιώσεων προς τους πληγέντες από τις πλημμύρες στη Θεσσαλία. Οι πιστώσεις του συμπληρωματικού προϋπολογισμού προβλέφθηκαν για μέτρα στήριξης όπως: (α) ενίσχυση μέσω του προγράμματος αρωγής για πρώτες ανάγκες, ζημιές σε οικιακή και απλές επισκευαστικές εργασίες έως 6.600 ευρώ, (β) οικονομική ενίσχυση, ως πρώτη αρωγή, έναντι στεγαστικής συνδρομής για κτίρια που υπέστησαν βλάβες έως 10.000 ευρώ και εν συνεχεία στεγαστική συνδρομή σε φυσικά και νομικά πρόσωπα ύψους 80% επί του κόστους επισκευής ή ανακατασκευής των κτιρίων, (γ) επιδότηση ενοικίου ή συγκατοίκησης σε ιδιοκτήτες και ενοικιαστές από 300 έως 500 ευρώ το μήνα, (δ) αναστολή συμβάσεων εργασίας με αποζημίωση ειδικού σκοπού προς τους εργαζομένους των πληγεισών επιχειρήσεων, (ε) παράταση καταβολής στεγαστικού επιδόματος προς ευάλωτες ομάδες, (στ) οικονομική ενίσχυση, ως πρώτης αρωγής, έναντι κρατικής αρωγής προς πληγεισές επιχειρήσεις και φορείς ύψους έως 4.000 ευρώ και εν συνεχεία αποζημίωση σε ποσοστό 70% της εκτιμηθείσας ζημιάς σε στοιχεία ενεργητικού της επιχείρησης, όπως μηχανολογικό εξοπλισμό, πρώτες ύλες και

εμπορεύματα και (ζ) αποζημιώσεις προς πληγείσες αγροτικές εκμεταλλεύσεις, που περιλαμβάνουν τόσο αποζημίωση 70% της εκτιμηθείσας ζημιάς σε στοιχεία ενεργητικού της αγροτικής εκμετάλλευσης, όπως μηχανολογικό εξοπλισμό, έγγαιο κεφάλαιο, πρώτες ύλες και εμπορεύματα, όσο και αποζημίωση της τρέχουσας παραγωγής μέσω του Οργανισμού Ελληνικών Γεωργικών Ασφαλίσεων (ΕΛΓΑ).

Τον Οκτώβριο με το ν. 5057/2023 μειώθηκε ο ΦΠΑ, από 24% σε 13%, στα αγροτικά μηχανήματα (τα οποία προορίζονται κυρίως ή αποκλειστικά για τη γεωργία, την κτηνοτροφία ή τη δασοκομία). Επιπλέον, προβλέφθηκε υπερμειωμένος συντελεστής ΦΠΑ (4%) επί της παροχής υπηρεσιών βάσει συμβάσεων για έργα διαμόρφωσης κτιρίων δημόσιων ή ιδιωτικών ή κτιρίων που εξυπηρετούν δημόσιο συμφέρον ώστε να γίνουν προσβάσιμα σε ΑΜΕΑ.

Το Νοέμβριο, με το ν. 5062/2023, θεσμοθετήθηκε νέο σύστημα επιλογής και αξιολόγησης διοικήσεων φορέων του δημόσιου τομέα με αναβαθμισμένες απαιτήσεις προσόντων και ικανοτήτων για κάθε θέση.

Με το ν. 5066/2023 θεσπίστηκαν η υποβολή δημόσιας δήλωσης στοιχείων φορολογίας εισοδήματος των πολυεθνικών ομίλων (και, κατά περίπτωση, ορισμένων αυτόνομων επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στη χώρα), η έγκαιρη συγκέντρωση εξειδικευμένης στατιστικής πληροφόρησης για την απρόσκοπτη πρόσβαση των επιχειρήσεων της χώρας σε τραπεζική χρηματοδότηση, καθώς και η προστασία του καταναλωτή κατά την προμήθεια ηλεκτρικής ενέργειας. Επίσης, οριοθετήθηκε το καθεστώς τιμολόγησης ηλεκτρικής ενέργειας των καταναλωτών.

Επίσης, ανακοινώθηκαν από το Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών έκτακτες εισοδηματικές ενισχύσεις συνολικού ύψους 352 εκατ. ευρώ, που θα καταβληθούν το Δεκέμβριο σε 2,3 εκατομμύρια ευάλωτους πολίτες με χαμηλά εισοδήματα. Οι ενισχύσεις αφορούν: (α) μίσθωση επιπλέον δόση επιδόματος παιδιού στους σχετικούς δικαιούχους του ΟΠΕΚΑ, (β) 150 ευρώ στους ανασφάλιστους υπερήλικες, καθώς και στους συνταξιούχους που δεν έχουν προσωπική διαφορά ή έχουν κάτω των 10 ευρώ και λαμβάνουν άθροισμα κύριων συντάξεων έως 700 ευρώ, (γ) επιπλέον 50% του μηνιαίου επιδόματος στους δικαιούχους του ελάχιστου εγγυημένου εισοδήματος και (δ) 200 ευρώ στους δικαιούχους του επιδόματος ΑΜΕΑ του ΟΠΕΚΑ, του εξωιδρυματικού επιδόματος και λοιπών επιδομάτων αναπηρίας του e-ΕΦΚΑ.

Τέλος, το Νοέμβριο κατατέθηκε η Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2024, σύμφωνα με την οποία προβλέπεται για το 2024 περαιτέρω αύξηση του πρωτογενούς πλεονάσματος της γενικής κυβέρνησης σε 2,1% του ΑΕΠ, η οποία εξηγείται κυρίως από την προβλεπόμενη αύξηση των φορολογικών εσόδων και των εσόδων από ασφαλιστικές εισφορές λόγω του ισχυρού ρυθμού ανάπτυξης της οικονομίας. Επίσης προβλέπεται περαιτέρω αποκλιμάκωση του δημόσιου χρέους κατά 8 ποσ. μον. του ΑΕΠ, χάρη πρωτίστως στη μειωτική συμβολή, κατά 4,3 ποσ. μον. του ΑΕΠ, της διαφοράς του έμμεσου επιτοκίου και του ρυθμού οικονομικής μεγέθυνσης (snowball effect) και δευτερευόντως στο πρωτογενές πλεόνασμα.

Στην πρόβλεψη περιλαμβάνονται μέτρα με σωρευτική επιβάρυνση 2,1 δισεκ. ευρώ, εκ των οποίων και νέα μέτρα με ισχύ από το 2024 (ορισμένα από αυτά θεσμοθετήθηκαν ήδη, όπως αναφέρθηκε παραπάνω), με κυριότερα (α) την αναμόρφωση του μισθολογίου στο δημόσιο τομέα, (β) την αύξηση του αφορολογήτου κατά 1.000 ευρώ στους φορολογούμενους με εξαρτώμενα τέκνα, (γ) τη μείωση του ΕΝΦΙΑ κατά 10% για κατοικίες που ασφαρίζονται για φυσικές καταστροφές, (δ) την εισαγωγή ΦΠΑ 13% στις βραχυχρόνιες μισθώσεις ακινήτων για εκμισθωτές που είναι νομικά πρόσωπα και στα φυσικά πρόσωπα με τρία ή περισσότερα εκμισθωμένα ακίνητα και (ε) την επέκταση μειωμένων συντελεστών ΦΠΑ σε σειρά αγαθών και υπηρεσιών. Επιπλέον, από τον Ιανουάριο του 2024 (στ) αίρεται το πάγωμα των τριετιών στους μισθωτούς, (ζ) καταργείται η μείωση 30% επί των συντάξεων για τους απασχολούμενους συνταξιούχους και αντικαθίσταται με εισφορά 10% επί των πρόσθετων αμοιβών που λαμβάνουν από την εργασία τους και (η) αυξάνονται εκ νέου οι συντάξεις κατά το μέσο όρο

της αύξησης του ΑΕΠ και του πληθωρισμού 2023 (κατά 3,1%). Επίσης αυξάνεται κατά 300 εκατ. ευρώ το ύψος των διαθέσιμων κονδυλίων για την κάλυψη δαπανών κρατικής αρωγής έναντι φυσικών καταστροφών και επιβάλλεται τέλος αντιμετώπισης των συνεπειών της κλιματικής αλλαγής στα τουριστικά καταλύματα και στη βραχυχρόνια μίσθωση. Τέλος, περιλαμβάνονται παρεμβάσεις για τον περιορισμό της φοροδιαφυγής, όπως μεταξύ άλλων η ολοκλήρωση της διασύνδεσης των ταμειακών μηχανών με τα POS, ο περιορισμός της χρήσης μετρητών, η θέσπιση υποχρεωτικής ηλεκτρονικής διαβίβασης των λογιστικών αρχείων στην ΑΑΔΕ, η ψηφιοποίηση των ελέγχων της φορολογικής αρχής και η μεταρρύθμιση της φορολογίας των ατομικών επιχειρήσεων. Από την τελευταία εκτιμάται δημοσιονομικό όφελος περίπου 500 εκατ. ευρώ, που προβλέπεται να διοχετευθούν στην ενίσχυση των δαπανών υγείας και παιδείας.

Σύμφωνα με την πρόβλεψη της Τράπεζας της Ελλάδος, το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης το 2024 αναμένεται να διαμορφωθεί σε πλεόνασμα 2,1% του ΑΕΠ και το δημόσιο χρέος σε 152,4% του ΑΕΠ.

Σημειώνεται ότι το έτος 2024 χαρακτηρίζεται από την απενεργοποίηση της γενικής ρήτρας διαφυγής του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης (ΣΣΑ). Η πρόβλεψη για το δημοσιονομικό αποτέλεσμα το 2024 (έλλειμμα 1% του ΑΕΠ) ικανοποιεί το κριτήριο του ΣΣΑ για έλλειμμα μικρότερο του 3% του ΑΕΠ. Επιπλέον, η προβλεπόμενη μείωση του χρέους κατά 8 ποσ. μον. του ΑΕΠ το 2024 είναι μεγαλύτερη από αυτή που απαιτεί η ικανοποίηση του σχετικού κριτηρίου του υφιστάμενου ΣΣΑ (5 ποσ. μον. του ΑΕΠ).

Η επάνοδος σε πρωτογενές πλεόνασμα το 2022 και οι προβλέψεις για επίτευξη πρωτογενούς πλεονάσματος ύψους 1,1% του ΑΕΠ το 2023, παρά τις αποζημιώσεις για τις φυσικές καταστροφές που κρίθηκαν απαραίτητες, και 2,1% του ΑΕΠ το 2024 αποτελούν αναμφισβήτητα ενδείξεις δημοσιονομικής υπευθυνότητας. Ωστόσο, οι εξελίξεις αυτές δεν θα πρέπει να οδηγήσουν σε εφησυχασμό, καθώς το πρωτογενές πλεόνασμα σε κυκλικά διορθωμένους όρους υπολείπεται ακόμη του 2% του ΑΕΠ, γεγονός που σημαίνει ότι δεν δημιουργείται το απαραίτητο δημοσιονομικό απόθεμα ασφαλείας. Η δημιουργία αποθεμάτων σε περιόδους ευνοϊκής οικονομικής συγκυρίας αποτρέπει την ανάγκη άσκησης συσταλτικής πολιτικής σε περιόδους δυσμενούς συγκυρίας με σκοπό τη διατήρηση της δημοσιονομικής βιωσιμότητας. Δεδομένης της υψηλής αβεβαιότητας, ο μεσοπρόθεσμος σχεδιασμός της δημοσιονομικής πολιτικής θα πρέπει να δίνει μεγάλη έμφαση στην αξιολόγηση των κινδύνων και στη δημιουργία ικανών δημοσιονομικών αποθεμάτων διαχρονικά, ώστε να υπάρχει δυνατότητα στήριξης της οικονομίας σε περιόδους κρίσης.

#### 4 ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Σε ένα περιβάλλον υψηλού πληθωρισμού, χαμηλότερων ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης, υψηλών επιτοκίων και αυξημένης αβεβαιότητας λόγω των διαδοχικών κρίσεων, με αυξημένους γεωπολιτικούς κινδύνους και με τις επιπτώσεις της κλιματικής κρίσης να γίνονται ολοένα πιο εμφανείς, η αξιοπιστία της οικονομικής πολιτικής ως προς το μεσοπρόθεσμο σχεδιασμό αποκτά καθοριστική σημασία. Επιπλέον, η νομισματική και η δημοσιονομική πολιτική πρέπει να είναι καλά συντονισμένες μεταξύ τους, ώστε να διασφαλίζονται αφενός η σταθερότητα των τιμών και η χρηματοπιστωτική σταθερότητα και αφετέρου η δημοσιονομική βιωσιμότητα.

Συνεπώς, για όσο διάστημα είναι απαραίτητη η περιοριστική νομισματική πολιτική της ΕΚΤ με στόχο τη μείωση του πληθωρισμού στο 2% μεσοπρόθεσμα, η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής θα πρέπει να μην είναι επεκτατική, ώστε να μη δημιουργείται πλεονάζουσα ζήτηση που θα μπορούσε να ενισχύσει περαιτέρω τις τρέχουσες πληθωριστικές πιέσεις και κατ'επέκταση τις πληθωριστικές προσδοκίες. Είναι κρίσιμο οι εθνικές πολιτικές να συμβάλουν στη συγκράτηση των πληθωριστικών προσδοκιών, προκειμένου να αποφευχθεί ένα σπιράλ αυξη-



τικής δυναμικής των τιμών, που θα οδηγούσε σε εντονότερη και μεγαλύτερης διάρκειας αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής.

Η συμφωνία για την υιοθέτηση του νέου δημοσιονομικού πλαισίου της ΕΕ θα ενισχύσει τη βεβαιότητα και τη σαφήνεια σχετικά με τη μελλοντική κατεύθυνση και το συντονισμό της δημοσιονομικής πολιτικής στην ευρωζώνη. Στόχος των νέων δημοσιονομικών κανόνων είναι η αλλαγή του μεσοπρόθεσμου δημοσιονομικού σχεδιασμού, με περιορισμούς ως προς τη λήψη πρόσθετων επεκτατικών δημοσιονομικών μέτρων. Στον πυρήνα των νέων κανόνων είναι η μείωση του δημόσιου χρέους και ο μετριασμός των κινδύνων βιωσιμότητάς του μεσομακροπρόθεσμα, μέσω του ελέγχου του ρυθμού αύξησης των δημόσιων δαπανών. Κατά συνέπεια, τυχόν δημοσιονομικός χώρος θα αξιοποιείται είτε για τη δημιουργία αποθεματικού είτε για τη μείωση του δημόσιου χρέους, ενώ οποιοδήποτε έκτακτο δημοσιονομικό μέτρο στην πλευρά των δαπανών θα πρέπει να χρηματοδοτείται από μέτρο ισόποσης αύξησης των εσόδων. Οι προτάσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την αναθεώρηση του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης προωθούν την άσκηση αντικυκλικής δημοσιονομικής πολιτικής και διευκολύνουν την επίτευξη ενός συνδυασμού πολιτικών κατάλληλων για μια βιώσιμη και διαρκή ανάπτυξη στην ΕΕ.

Επιπλέον, η πρόσφατη διεθνής εμπειρία των καταστροφικών επιπτώσεων της κλιματικής αλλαγής, ειδικότερα στην περιοχή του ευρωπαϊκού νότου, κατέδειξε την ανάγκη πρόβλεψης ειδικών κονδυλίων για έργα προσαρμογής και για την παροχή έκτακτης βοήθειας, πέρα από τις απαραίτητες επενδύσεις για έργα μετριασμού των επιπτώσεων της κλιματικής κρίσης σε μεσομακροπρόθεσμο ορίζοντα. Το αυξημένο κόστος των φυσικών καταστροφών θα πρέπει να καλύπτεται είτε από ευρωπαϊκά κονδύλια είτε από πρόσθετες πηγές εσόδων, ώστε να μη διαταράσσεται η δημοσιονομική σταθερότητα. Παράλληλα, η συνεισφορά του ιδιωτικού τομέα στην αντιμετώπιση των κινδύνων της κλιματικής αλλαγής, μέσω της προώθησης της ιδιωτικής ασφάλισης περιουσιακών στοιχείων, κρίνεται επιβεβλημένη, καθώς ο δημόσιος τομέας δεν δύναται να αναλάβει μόνος του όλο το βάρος των αποζημιώσεων και της αποκατάστασης των υποδομών.

Σε αυτό το νέο οικονομικό περιβάλλον, προτεραιότητα θα πρέπει να δοθεί στην καταπολέμηση της φοροδιαφυγής, που θα δημιουργήσει επιπλέον δημοσιονομικό χώρο, ικανό για μια ευρύτερη μεταρρύθμιση του φορολογικού συστήματος και προώθηση της φορολογικής δικαιοσύνης. Μέτρα προς αυτή την κατεύθυνση περιλαμβάνουν: (α) την περαιτέρω διεύρυνση των ηλεκτρονικών συναλλαγών με την επέκταση της χρήσης των φορητών μηχανών διενέργειας συναλλαγών (POS) σε περισσότερες οικονομικές δραστηριότητες, (β) την παροχή κινήτρων για πληρωμές μέσω χρεωστικών καρτών, αλλά και μέσω τραπεζών, (γ) την παροχή κινήτρων με τη μορφή φοροαπαλλαγών για την αποκάλυψη συναλλαγών σε κλάδους υψηλής φοροδιαφυγής, (δ) τη συνέχιση της αναβάθμισης των ηλεκτρονικών εργαλείων της ΑΑΔΕ, η οποία διευρύνει τις δυνατότητες διαχείρισης και αξιοποίησης των πληροφοριών που συλλέγονται μέσω των ηλεκτρονικών συναλλαγών και διευκολύνει τη διεξαγωγή αυξημένων και περισσότερο αποτελεσματικών ελέγχων και την επιτυχή επιβολή κυρώσεων και (ε) την προσπάθεια καλλιέργειας φορολογικής συνείδησης και φορολογικής παιδείας. Με αυτόν τον τρόπο, η φορολογική πολιτική μπορεί να έχει αναπτυξιακό προσανατολισμό, κατανέμοντας παράλληλα το φορολογικό βάρος δίκαια και αναλογικά.

Επιπλέον, προκειμένου να βελτιωθεί η ανθεκτικότητα της οικονομίας και, κατ' επέκταση, τα δημοσιονομικά μεγέθη, χρειάζεται να ενισχυθεί ο δυναμικός ρυθμός ανάπτυξης μέσω της τόνωσης των επενδύσεων, της καινοτομίας και των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Σε αυτό το πλαίσιο, η αποτελεσματική αξιοποίηση των πόρων του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας είναι καθοριστικός παράγοντας για την υλοποίηση των αναγκαίων μεταρρυθμίσεων, καθώς και για την κάλυψη του επενδυτικού κενού και ειδικότερα την ενίσχυση των επενδύσεων σε υλικό και ανθρώπινο κεφάλαιο, καθαρή ενέργεια, ψηφιακές τεχνολογίες και τεχνητή νοημοσύνη.

## 5 Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ ΤΟ 2023

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

Σύμφωνα με τα εθνικολογιστικά στοιχεία της γενικής κυβέρνησης (ΓΚ) για το πρώτο εξάμηνο του 2023, το πρωτογενές αποτέλεσμα διαμορφώθηκε σε έλλειμμα 0,2% του ΑΕΠ, παρουσιάζοντας βελτίωση κατά 0,4 ποσοστιαίες μονάδες έναντι του πρώτου εξαμήνου του 2022 (βλ. Διάγραμμα V.3). Η βελτίωση οφείλεται στη μείωση των πρωτογενών δαπανών κατά 0,6 ποσ. μον. του ΑΕΠ και στη μείωση των εσόδων κατά 0,2 ποσ. μον. του ΑΕΠ.

Σε απόλυτα μεγέθη, τα έσοδα και οι πρωτογενείς δαπάνες αυξήθηκαν (κατά 7,5% και 5,5% αντίστοιχα) έναντι του πρώτου εξαμήνου του 2022. Η αύξηση των εσόδων οφείλεται κυρίως στη βελτίωση της οικονομικής δραστηριότητας, σε αυξημένα έσοδα από τα ευρωπαϊκά ταμεία και από πρόστιμα, αλλά και σε έσοδα του ΤΕΜ από υπερκέρδη των παραγωγών ενέργειας που καταγράφονται στους έμμεσους φόρους. Οι αυξήσεις των πρωτογενών δαπανών εντοπίζονται: (α) στις κεφαλαιακές μεταβιβάσεις λόγω της κεφαλαιοποίησης της Attica Bank, των αυξημένων δαπανών ΠΔΕ και δαπανών του Ταμείου Ανάκαμψης και (β) στις κοινωνικές παροχές λόγω της αύξησης 7,75% που δόθηκε στις συντάξεις, της εκκαθάρισης εκκρεμών αιτήσεων συνταξιοδότησης, της καταβολής του επιδόματος προσωπικής διαφοράς στους συνταξιούχους (€257 εκατ. ευρώ) και του επιδόματος τροφίμων “market pass”, (γ) στις αμοιβές των εργαζομένων και (δ) στις λοιπές πρωτογενείς δαπάνες. Αντίθετα, μείωση καταγράφεται στις επιδοτήσεις ως αποτέλεσμα της απόσυρσης των μέτρων για την αντιμετώπιση της πανδημίας (ενίσχυση ΜΜΕ, αποζημίωση ειδικού σκοπού και στήριξη εκμισθωτών) και της ενεργειακής κρίσης (κυρίως επιδοτήσεις για ηλεκτρική ενέργεια και φυσικό αέριο).

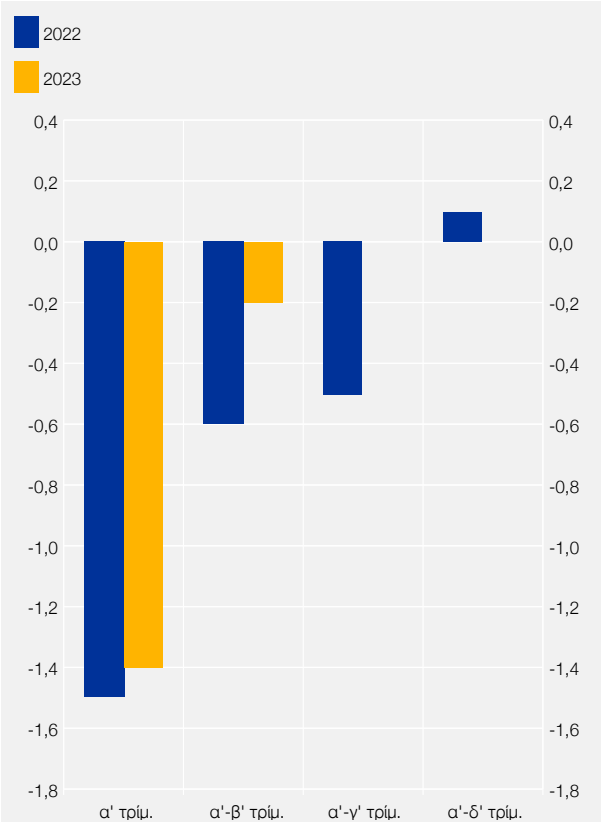
Αντίθετα, μείωση καταγράφεται στις επιδοτήσεις ως αποτέλεσμα της απόσυρσης των μέτρων για την αντιμετώπιση της πανδημίας (ενίσχυση ΜΜΕ, αποζημίωση ειδικού σκοπού και στήριξη εκμισθωτών) και της ενεργειακής κρίσης (κυρίως επιδοτήσεις για ηλεκτρική ενέργεια και φυσικό αέριο).

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

Σύμφωνα με τα ταμειακά στοιχεία της ΓΚ που συλλέγει το Γενικό Λογιστήριο του Κράτους (ΓΛΚ), την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου του 2023 το ταμειακό αποτέλεσμα ήταν οριακά πλεονασματικό (0,2% του ΑΕΠ), έναντι πλεονάσματος 0,1% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο πέρυσι. Το πρωτογενές αποτέλεσμα την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2023 διαμορφώθηκε σε πλεονάσμα 2,8% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 2,1% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περυσινή περίοδο. Η βελτίωση του πρωτογενούς αποτελέσματος προέκυψε ως συνισταμένη των εξής εξελίξεων: (α) κυρίως της βελτίωσης του πρωτογενούς αποτελέσματος του κρατικού προϋπολογισμού (ΚΠ) κατά 2,6 ποσ. μον. του ΑΕΠ, που οφείλεται στην αύξηση των εσόδων, πρωτίστως από φόρους, (β) της επιδείνωσης του πρωτογενούς αποτελέσματος των νομικών προσώπων της κεντρικής κυβέρνησης κατά 0,6 ποσ. μον. του ΑΕΠ, εν μέρει λόγω της καταβολής του επιδόματος τροφίμων (market pass) ύψους 753 εκατ. ευρώ από την Κοινωνία της Πληροφορίας, (γ) της επιδείνωσης του πρωτογενούς αποτελέσματος των Οργανισμών Κοινωνικής Ασφάλισης (ΟΚΑ) κατά 1,0 ποσ. μον. του ΑΕΠ, που οφείλεται πρωτίστως σε αυξημένες δαπάνες για συντάξεις και για κεφαλαιακές μεταβιβάσεις κυρίως για προγράμματα απασχόλησης μέσω του Μηχανισμού Ανά-

Διάγραμμα V.3 Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης σε εθνικολογιστική βάση

(ESA 2010, % του ΑΕΠ)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ.

καμψης και Ανθεκτικότητας και, σε μικρότερο βαθμό, για τη συμμετοχή στην αύξηση μετοχικού κεφαλαίου της Attika Bank και (δ) της οριακής μείωσης του πρωτογενούς αποτελέσματος των Οργανισμών Τοπικής Αυτοδιοίκησης (ΟΤΑ) (βλ. Διάγραμμα V.4).

Οι συνολικές ληξιπρόθεσμες οφειλές της ΓΚ στο τέλος Οκτωβρίου του 2023 (συμπεριλαμβάνονται οι επιστροφές φόρων, αλλά όχι οι εκκρεμείς αιτήσεις συνταξιοδότησης) διαμορφώθηκαν σε 3,3 δισεκ. ευρώ, έναντι 2,4 δισεκ. ευρώ στο τέλος Δεκεμβρίου του 2022.

### 5.3 Κρατικός προϋπολογισμός (δημοσιονομικά στοιχεία)

Την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2023 ο κρατικός προϋπολογισμός (ΚΠ) βελτιώθηκε και παρουσίασε έλλειμμα 0,2% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 2,3% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2022. Το πρωτογενές αποτέλεσμα του ΚΠ παρουσίασε επίσης βελτίωση και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 2,7% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 0,2% του ΑΕΠ το αντίστοιχο δεκάμηνο του 2022 (βλ. Πίνακα V.2).

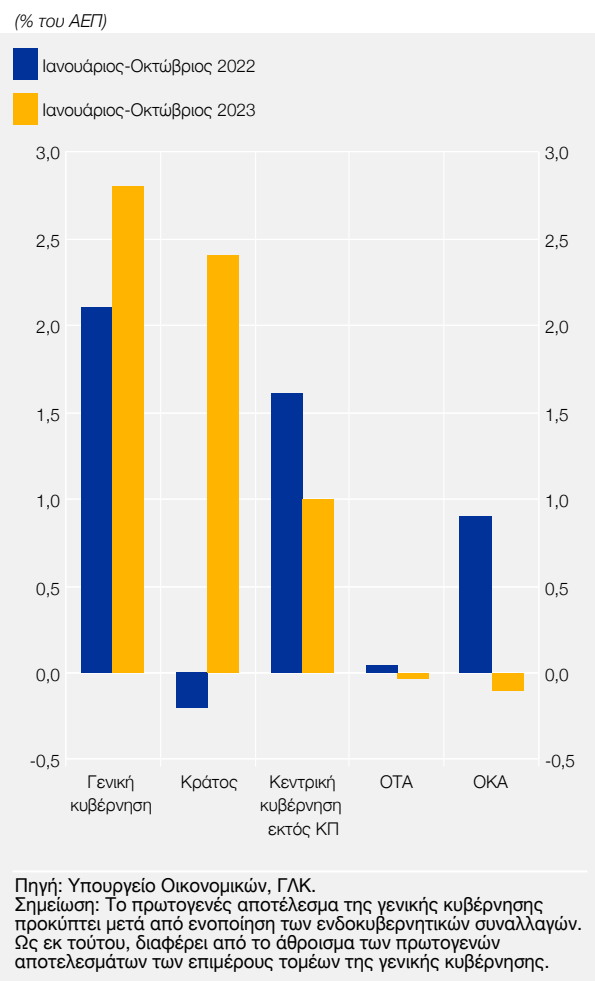
Η βελτίωση του πρωτογενούς αποτελέσματος έναντι της αντίστοιχης περυσινής περιόδου οφείλεται πρωτίστως στην αύξηση των φορολογικών εσόδων του ΚΠ (11,6%), λόγω κυρίως: (α) της καλύτερης απόδοσης των τελευταίων δόσεων του φόρου εισοδήματος φυσικών και νομικών προσώπων του προηγούμενου έτους που εισπράττονται εφέτος και είναι υψηλότερες από τις αντίστοιχες περυσινές, (β) των ενισχυμένων εισπράξεων από τον ΦΠΑ, λόγω καλύτερης απόδοσής του εντός του τρέχοντος έτους και (γ) αυξημένων εσόδων από φόρους οχημάτων. Ανοδική τάση παρουσίασαν και τα λοιπά έσοδα, λόγω αυξημένων εσόδων ΠΔΕ και σε μικρότερο βαθμό, για τον ίδιο λόγο, τα έσοδα από μεταβιβάσεις, τα οποία ενισχύθηκαν επιπλέον και από την επιστροφή κερδών από τα ελληνικά ομόλογα (ANFA/SMP) ύψους 609 εκατ. ευρώ.

Ευνοϊκά διαμορφώθηκαν και οι πρωτογενείς δαπάνες, εμφανίζοντας μείωση κατά 2,8% έναντι του 2022, λόγω κυρίως των μειωμένων δαπανών για εξοπλιστικά προγράμματα (αποκτήσεις πάγιων περιουσιακών στοιχείων), για μεταβιβάσεις – εξαιτίας της απόσυρσης των μέτρων για την αντιμετώπιση της ενεργειακής κρίσης – και του Ταμείου Ανάκαμψης.

Αντιθέτως, έχουν αυξηθεί κατά 25,3% οι δαπάνες του ΠΔΕ που δεν σχετίζονται με τα μέτρα της πανδημίας (επενδυτικές δαπάνες), ενώ επίσης έχουν καταγραφεί υψηλότερες δαπάνες για παροχές εργαζομένων και κοινωνικές παροχές.

Έναντι του στόχου περιόδου του Προϋπολογισμού 2023, το πρωτογενές αποτέλεσμα παρουσίασε μεγάλη υπέρβαση, κατά περίπου 4,3 δισεκ. ευρώ. Ο κυριότερος παράγοντας ήταν η καλύτερη απόδοση των φορολογικών εσόδων, κατά 3,9 δισεκ. ευρώ, η οποία περιορίζεται σε 3,5 δισεκ. ευρώ αν συνυπολογιστούν φορολογικά έσοδα που δεν είχαν προβλεφθεί και που δεν θα επηρεάσουν το πρωτογενές αποτέλεσμα σε εθνολογιστική βάση. Η βελτιωμένη απόδοση των

Διάγραμμα V.4 Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης σε ταμειακή βάση



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

(εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος-Οκτώβριος		Ποσοστιαία μεταβολή 2023/2022	Απόκλιση από τις εκτιμήσεις του Προϋπολογισμού 2023 <sup>1</sup>
	2022	2023		
<b>1. Καθαρά έσοδα κρατικού προϋπολογισμού (α-β)</b>	<b>48.869</b>	<b>53.929</b>	<b>10,4</b>	<b>867</b>
<b>α. Έσοδα κρατικού προϋπολογισμού (I+II+III+IV)</b>	<b>53.777</b>	<b>59.478</b>	<b>10,6</b>	<b>1.410</b>
I. Φόροι	45.536	50.821	11,6	3.921
II. Μεταβιβάσεις	5.029	5.094	1,3	-2.102
III. Πωλήσεις αγαθών και υπηρεσιών	697	741	6,3	-1.552
IV. Λοιπά έσοδα	2.515	2.822	12,2	1.143
<b>β. Επιστροφές φόρων</b>	<b>4.909</b>	<b>5.550</b>	<b>13,1</b>	<b>545</b>
Πληροφοριακά στοιχεία:				
Έσοδα από το Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) <sup>2</sup>	2.591	2.808	8,4	-881
Έσοδα από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας <sup>3</sup>	1.718	1.718	0,0	-1.718
<b>2. Δαπάνες κρατικού προϋπολογισμού (I+II+III+IV+V+VI+VII+VIII)</b>	<b>53.639</b>	<b>54.406</b>	<b>1,4</b>	<b>-2.140</b>
<b>Πρωτογενείς δαπάνες κρατικού προϋπολογισμού (2-VI)</b>	<b>49.188</b>	<b>47.823</b>	<b>-2,8</b>	<b>-3.493</b>
I. Παροχές σε εργαζομένους	11.256	11.608	3,1	243
II. Μεταβιβάσεις	26.455	25.413	-3,9	-187
III. Αγορές αγαθών και υπηρεσιών	1.406	1.343	-4,5	384
IV. Αποκτήσεις πάγιων περιουσιακών στοιχείων	2.033	1.363	-33,0	-501
V. Λοιπές πρωτογενείς δαπάνες	414	365	-11,8	-2.234
VI. Τόκοι (σε ακαθάριστη βάση)	4.451	6.583	47,9	1.353
VII. Δαπάνες Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων	6.055	6.980	15,3	645
VIII. Δαπάνες Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας	1.571	750	-52,3	-1.844
<b>3. Ισοζύγιο κρατικού προϋπολογισμού (1-2)</b>	<b>-4.770</b>	<b>-477</b>		<b>3.007</b>
% του ΑΕΠ	-2,3	-0,2		
<b>4. Πρωτογενές αποτέλεσμα κρατικού προϋπολογισμού (3+2.VI)</b>	<b>-350</b>	<b>6.084</b>		<b>4.338</b>
% του ΑΕΠ	-0,2	2,7		

Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών, Γενικό Λογιστήριο του Κράτους, Εκτέλεση Κρατικού Προϋπολογισμού, Μηνιαίο Δελτίο, Οκτώβριος 2023 (προσωρινό).

1 Απόκλιση από τους στόχους του Προϋπολογισμού 2023, προσαρμοσμένους στα συνολικά μεγέθη όπως αποτυπώνονται στις εκτιμήσεις της εισηγητικής έκθεσης του Προϋπολογισμού 2023.

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”.

φορολογικών εσόδων εκτιμάται ότι συνδέεται με τις αυξημένες ηλεκτρονικές συναλλαγές, που οδήγησαν σε μεγαλύτερη εισπραξιμότητα των φόρων.

#### 5.4 Κρατικός προϋπολογισμός σε ταμειακή βάση

Το καθαρό ταμειακό αποτέλεσμα του κρατικού προϋπολογισμού (ΚΠ) την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου του 2023 ήταν ισοσκελισμένο, παρουσιάζοντας βελτίωση σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2022, κατά την οποία είχε καταγραφεί έλλειμμα 3,1% του ΑΕΠ (βλ. Πίνακα V.3). Επίσης, το καθαρό πρωτογενές ταμειακό αποτέλεσμα του ΚΠ διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 2,6% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 0,4% του ΑΕΠ το 2022.

Ο τακτικός προϋπολογισμός (ΤΠ) παρουσίασε βελτίωση σε σχέση με το προηγούμενο έτος, λόγω αυξημένων εσόδων και μειωμένων πρωτογενών δαπανών. Η αύξηση των εσόδων συνδέεται πρωτίστως με την οικονομική μεγέθυνση και τον πληθωρισμό και τα απορρέοντα αυξημένα φορολογικά έσοδα. Οι δε μειωμένες πρωτογενείς δαπάνες είναι αποτέλεσμα της σταδιακής απόσυρσης των έκτακτων οικονομικών ενισχύσεων που δόθηκαν πέρυσι λόγω των ανατιμη-

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

(εκατ. ευρώ)

	Ετήσια στοιχεία		Ιανουάριος-Οκτώβριος	
	2021	2022	2022	2023
Κρατικός προϋπολογισμός <sup>1</sup>	-15.880	-12.664	-6.399	93
% του ΑΕΠ	-8,7	-6,1	-3,1	0,0
– Τακτικός προϋπολογισμός	-13.780	-6.950	-3.093	3.296
– Προϋπολογισμός Δημοσίων Επενδύσεων <sup>2</sup>	-2.100	-5.714	-3.306	-3.204

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

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

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

εκατ. ευρώ, από 353.848 εκατ. ευρώ το 2021. Η ονομαστική αύξηση του δημόσιου χρέους κατά 2,7 δισεκ. ευρώ αποτυπώνει κυρίως νέες εκδόσεις ομολόγων, δάνεια από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, καθώς και την αύξηση του αποθέματος των βραχυπρόθεσμων δανείων. Το χρέος της ΓΚ δεν έχει επιβαρυνθεί αναδρομικά από τη χορήγηση κρατικών εγγυήσεων στο πλαίσιο του προγράμματος “Ηρακλής”, καθώς οι νέοι κανόνες της Eurostat για την καταγραφή εγγυήσεων συνδεδεμένων με τιτλοποιήσεις αποφασίστηκε να εφαρμοστούν από το Φεβρουάριο του 2023 και εξής.<sup>6</sup>

Ως ποσοστό του ΑΕΠ, το χρέος της ΓΚ μειώθηκε σημαντικά το 2022, σε 172,6% του ΑΕΠ από 195,0% το 2021, καταγράφοντας τη μεγαλύτερη μείωση μεταξύ των κρατών-μελών της ΕΕ και επιστρέφοντας στο χαμηλότερο επίπεδο που έχει επιτευχθεί μετά την αναδιάρθρωση χρέους μέσω PSI το 2012. Τη μεγαλύτερη συμβολή (21,2 ποσ. μον.) σε αυτή την εξέλιξη είχε η διαφορά μεταξύ του έμμεσου επιτοκίου δανεισμού και του ρυθμού μεταβολής του ονομαστικού ΑΕΠ (snowball effect), αντανακλώντας αφενός τη μεγέθυνση του ονομαστικού ΑΕΠ και αφετέρου το ύψος του συσσωρευμένου χρέους. Η μειωτική επίδραση του πληθωρισμού ανέρχεται σε 14,2 ποσ. μον. και του ρυθμού μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ σε 9,5 ποσ. μονάδες. Σημειώνεται επίσης ότι, για πρώτη φορά από την εκδήλωση της πανδημίας, το πρωτογενές αποτέλεσμα άσκησε μειωτική – αν και οριακή – επίδραση στο λόγο χρέους προς ΑΕΠ (βλ. Διάγραμμα V.5).

Παρά την εκτιμώμενη αποκλιμάκωση του πληθωρισμού, η συνεχιζόμενη βελτίωση της οικονομικής δραστηριότητας αναμένεται να διατηρήσει την έντονα μειωτική επίδραση του ονομαστικού ΑΕΠ στο λόγο χρέους προς ΑΕΠ το 2023 και τα επόμενα έτη. Σε συνδυασμό με τη διεύρυνση του πρωτογενούς πλεονάσματος, ως αποτέλεσμα της απόσυρσης των προσωρινών δημοσιονομικών παρεμβάσεων για την άμβλυνση των επιπτώσεων της πανδημίας και της ενεργειακής κρίσης, η Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2024 προβλέπει περαιτέρω αποκλιμάκωση του χρέους της ΓΚ ως ποσοστού του ΑΕΠ σε 160,3% του ΑΕΠ το 2023 και σε 152,3% του ΑΕΠ το 2024.

6 Σύμφωνα με τις πρόσφατες μεθοδολογικές οδηγίες της Eurostat, οι οποίες περιέχονται στο σχετικό εγχειρίδιο “Manual on Government Deficit and Debt – Implementation of ESA 2020-2022 edition”, το αν οι εγγυήσεις που χορηγεί το κράτος στο πλαίσιο τιτλοποιήσεων μη εξυπηρετούμενων δανείων θα εγγραφούν ή όχι στο δημόσιο χρέος εξετάζεται ανά επιμέρους τιτλοποίηση και όχι συνολικά για ένα σχέδιο προστασίας περιουσιακών στοιχείων (asset protection scheme). Η αξιολόγηση γίνεται με την εφαρμογή τεσσάρων εναλλακτικών μεθοδολογιών βάσει των οποίων εκτιμάται ο διαμοιρασμός του κινδύνου σε αυτόν που αναλαμβάνει το κράτος και σε αυτόν που αναλαμβάνουν οι ιδιώτες επενδυτές σε κάθε τιτλοποίηση. Οι κρατικές εγγυήσεις εγγράφονται στο δημόσιο χρέος αν και οι τέσσερις μεθοδολογικές προσεγγίσεις εκτιμούν ότι το κράτος αναλαμβάνει μεγαλύτερο κίνδυνο από ό,τι οι ιδιώτες στην τιτλοποίηση που εξετάζεται. Ημερομηνία έναρξης ισχύος των ανωτέρω κανόνων ορίζεται η ημερομηνία δημοσίευσης του εγχειριδίου της Eurostat, δηλαδή η 1η Φεβρουαρίου 2023.

σεων. Ωστόσο, αξίζει να αναφερθεί ότι έως τον Οκτώβριο του 2023 χορηγήθηκαν 755 εκατ. ευρώ για τη χρηματοδότηση του επιδόματος τροφίμων (market pass).

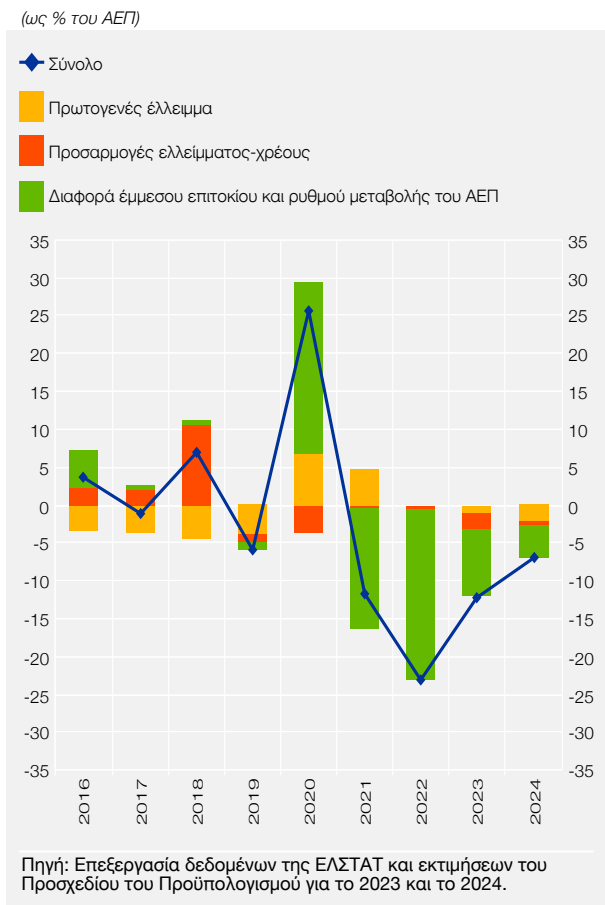
Ο Προϋπολογισμός Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ), στον οποίο περιλαμβάνονται τα έσοδα και οι δαπάνες του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, βελτιώθηκε λόγω αυξημένων των εσόδων.

### 5.5 Χρέος γενικής κυβέρνησης

Σύμφωνα με τη δεύτερη κοινοποίηση των δημοσιονομικών στοιχείων από την Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ) στο πλαίσιο της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος τον Οκτώβριο του 2023, το χρέος της γενικής κυβέρνησης (ΓΚ) το 2022 αυξήθηκε σε 356.597



Διάγραμμα V.5 Μεταβολή του δημόσιου χρέους



Η πρόβλεψη της Τράπεζας της Ελλάδος για το χρέος της ΓΚ ως ποσοστό του ΑΕΠ είναι 162,2% του ΑΕΠ το 2023 και 152,4% του ΑΕΠ το 2024.

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, παρά την αύξηση των επιτοκίων κατά τη διάρκεια του 2023, οι κίνδυνοι για τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους παραμένουν οριοθετημένοι μεσοπρόθεσμα, υπό την προϋπόθεση ότι τα δημοσιονομικά μέτρα που έχουν ληφθεί στο πλαίσιο της πανδημίας και της ενεργειακής κρίσης έχουν προσωρινό χαρακτήρα και ότι αξιοποιούνται αποτελεσματικά οι ευρωπαϊκοί πόροι. 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, γεγονός που εξαλείφει τα περιθώρια δημοσιονομικής χαλάρωσης. Πρόσθετη πηγή αβεβαιότητας αποτελεί η κλιματική κρίση, που αναμένεται να έχει αρνητικές επιδράσεις στη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους.<sup>7</sup>

Η εξέλιξη των λόγων χρέους και ακαθάριστων χρηματοδοτικών αναγκών προς το ΑΕΠ εκτιμάται ότι εμφανίζει εξαιρετικά περιορισμένες διαφοροποιήσεις μέχρι τις αρχές του 2030 για ένα μεγάλο εύρος σεναρίων ευαισθησίας, γεγονός που καταδεικνύει την αυξημένη ανθεκτικότητα

του δημόσιου χρέους σε μια σειρά από αρνητικές επισφάλειες μεσοπρόθεσμα. Αυτό οφείλεται εν πολλοίς στους ευνοϊκούς όρους αποπληρωμής των υποχρεώσεων προς τον επίσημο τομέα, όπως προαναφέρθηκε, σε συνδυασμό με την έγκαιρη σύναψη συμβάσεων ανταλλαγής επιτοκίων (swap), οι οποίες έχουν “κλειδώσει” τα ιστορικά χαμηλά επιτόκια των προηγούμενων ετών. Πρέπει να τονιστεί πάντως ότι τα υφιστάμενα ευνοϊκά χαρακτηριστικά του συσσωρευμένου χρέους δεν είναι μόνιμα. Παρέχουν μόνο ένα σημαντικό παράθυρο ευκαιρίας προκειμένου το δημόσιο χρέος να παραμείνει βιώσιμο κατά την επερχόμενη σταδιακή λήξη και αντικατάσταση των ευνοϊκών δανείων που χορηγήθηκαν στο πλαίσιο των μνημονίων με νέο δανεισμό σε όρους αγοράς. Προϋποθέσεις για να αξιοποιηθεί αυτό το παράθυρο ευκαιρίας είναι η διαφύλαξη της δημοσιονομικής αξιοπιστίας και η αποτελεσματική αξιοποίηση των ευρωπαϊκών πόρων. Η ικανοποίηση αυτών των προϋποθέσεων θα διασφαλίσει όχι μόνο τη διατήρηση της επενδυτικής βαθμίδας, αλλά και την περαιτέρω σταδιακή βελτίωση της πιστοληπτικής διαβάθμισης της χώρας.

Η αναμενόμενη καταγραφή των αναβαλλόμενων τόκων μέρους του δανείου του EFSF στο δημόσιο χρέος το 2033 και η σχεδιαζόμενη αποπληρωμή τους δεν προβλέπεται να δημιουργήσουν κινδύνους βιωσιμότητας μακροπρόθεσμα καθώς, παρά την προσωρινή αύξηση του δείκτη χρέους/ΑΕΠ, οι ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες θα εξακολουθούν να είναι περιορισμένες (χαμηλότερες από το όριο 15% του ΑΕΠ). Πιο συγκεκριμένα, μετά το 2032, οπότε και λήγει η περίοδος αναβολής πληρωμών τόκων για το μεγαλύτερο μέρος των δανείων του EFSF, ο λόγος χρέους/ΑΕΠ θα επιβαρυνθεί από την καταγραφή του συνόλου των αναβαλλόμενων τόκων ύψους περίπου 8% του ΑΕΠ του 2033. Ωστόσο, οι ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες δεν

7 Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2022*, Πλαίσιο V.1, σελ. 164-168.

θα επιβαρυνθούν από το σύνολο του συσσωρευμένου ποσού το 2033, αλλά σταδιακά σε βάθος χρόνου. Στο πλαίσιο των μακροπρόθεσμων αναλύσεων βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους από όλους τους διεθνείς οργανισμούς (συμπεριλαμβανομένων της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας), γίνεται η υπόθεση ότι οι αναβαλλόμενοι τόκοι αποπληρώνονται εντόκως σε 20 ετήσιες δόσεις, οπότε οι ετήσιες ανάγκες εξυπηρέτησης του χρέους επιβαρύνονται σε πολύ μικρότερο βαθμό και είναι πλήρως διαχειρίσιμες. Επίσης, σύμφωνα με πρόταση του ECOFIN<sup>8</sup>, η προβλεπόμενη προσωρινή αναστολή της πτωτικής πορείας του χρέους το 2033 λόγω της συμπερίληψης των αναβαλλόμενων τόκων δεν θα ληφθεί υπόψη στην εφαρμογή των ελαχίστων κριτηρίων βιωσιμότητας του χρέους (debt sustainability safeguards), τα οποία αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης του νέου δημοσιονομικού συμφώνου της ΕΕ και, ως εκ τούτου, δεν αναμένεται να δημιουργήσει ανάγκη για επιπλέον δημοσιονομική προσαρμογή.

---

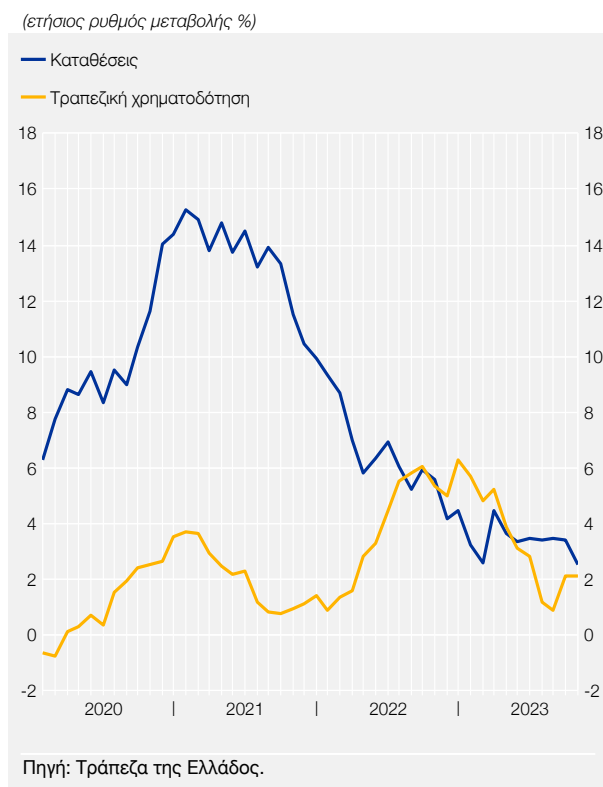
8 Presidency compromise text on the effective coordination of economic policies and multilateral budgetary surveillance and reporting Council Regulation (EC) No 1466/97 (preventive arm), Economic and Financial Affairs Council, 8 December 2023, Main Results: Economic Governance Review.



# VI ΧΡΗΜΑ, ΠΙΣΤΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΕΣ

Τα τραπεζικά επιτόκια εξακολούθησαν να αυξάνονται κατά το δεκάμηνο του 2023 σε συνάφεια με την αυστηροποίηση της κατεύθυνσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Η δανειοδοτική δραστηριότητα των τραπεζών (όπως αποτυπώνεται στις ακαθάριστες ροές πιστώσεων) διατηρήθηκε σε επίπεδα υψηλότερα από ό,τι προ του 2022. Σημαντική έκταση έλαβε η μετατόπιση πόρων από τις καταθέσεις μίας ημέρας προς τις καταθέσεις προθεσμίας κατόπιν της αύξησης των επιτοκίων προθεσμίας. Η οργανική κερδοφορία των τραπεζών κατά το εννεάμηνο του 2023 αυξήθηκε σε ετήσια βάση, λόγω της σημαντικής αύξησης των καθαρών εσόδων από τόκους και της μείωσης του κόστους του πιστωτικού κινδύνου. Το Σεπτέμβριο του 2023 οι δείκτες ρευστότητας των ελληνικών τραπεζών αυξήθηκαν σε σύγκριση με το Δεκέμβριο του 2022, οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας παρέμειναν σχεδόν αμετάβλητοι, ενώ ο δείκτης μη εξυπηρετούμενων δανείων υποχώρησε περαιτέρω. Η αναβάθμιση της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος στην Επενδυτική Κατηγορία κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2023 είναι μια πολύ θετική εξέλιξη που βοηθά ποικιλοτρόπως τις ελληνικές τράπεζες να αντεπεξέλθουν στις προκλήσεις τις οποίες καλούνται να αντιμετωπίσουν το επόμενο διάστημα.

Διάγραμμα VI.1 Τραπεζική χρηματοδότηση και καταθέσεις του εγχώριου ιδιωτικού τομέα (Ιανουάριος 2020-Οκτώβριος 2023)



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

Κατά το δεκάμηνο του 2023 συνεχίστηκε η μετακύλιση των αυξήσεων των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ στα εγχώρια τραπεζικά επιτόκια. Συγκριτικά μεγαλύτερες αυξήσεις κατέγραψαν τα επιτόκια επιχειρηματικής πίστης, ενώ όσον αφορά τις καταθέσεις αξιόλογη αύξηση παρουσίασαν τα επιτόκια καταθέσεων προθεσμίας. Οι αυξήσεις αυτές ήταν ακόμη μεγαλύτερες σε πραγματικούς όρους, καθώς ο πληθωρισμός αποκλιμακώθηκε.

Σε συνέπεια με την προηγηθείσα επιβράδυνση του ΑΕΠ και της πιστωτικής επέκτασης προς τον ιδιωτικό τομέα, οι ρυθμοί ανόδου των τραπεζικών καταθέσεων τόσο των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων όσο και των νοικοκυριών υποχώρησαν. Καθώς, όπως προαναφέρθηκε, τα επιτόκια καταθέσεων προθεσμίας αυξήθηκαν, ενώ αυτά των καταθέσεων μίας ημέρας (καταθέσεις ταμειυτηρίου) παρέμειναν κατ' ουσίαν αμετάβλητα, σημειώθηκε ανακατανομή αποταμιευτικών πόρων προς τοποθετήσεις σε καταθέσεις προθεσμίας και το υπόλοιπο των καταθέσεων ταμειυτηρίου κατέγραψε μείωση. Δεδομένης της εξέλιξης του ΑΕΠ και της αύξησης των επιτοκίων μεταξύ άλλων, η ακαθάριστη ροή επιχειρηματικής πίστης περιορίστηκε σε μέση μηνιαία

<sup>1</sup> Το κεφάλαιο ενσωματώνει πληροφορίες και στοιχεία που ήταν διαθέσιμα μέχρι τις 8.12.2023.

βάση έναντι του 2022. Παραμένει ωστόσο μεγαλύτερη από ό,τι προ της πανδημίας τόσο για τις μεγάλες επιχειρήσεις όσο και για τις μικρομεσαίες (ΜΜΕ). Ομοίως υψηλότερη από τα προ πανδημίας επίπεδα (και σχεδόν αμετάβλητη έναντι του 2022) ήταν η ακαθάριστη ροή τόσο στεγαστικής όσο και καταναλωτικής πίστης.

Μετά την ολοκλήρωση της αυστηροποίησης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, κάποια στιγμή τα τραπεζικά επιτόκια θα σταθεροποιηθούν και στο απώτερο μέλλον θα αρχίσουν να αποκλιμακώνονται. Αν ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ διατηρηθεί στα παρόντα επίπεδα, θα επακολουθήσει αύξηση της ζήτησης για τραπεζική πίστη. Από την άλλη πλευρά, τυχόν επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου του ΑΕΠ θα επιδρούσε αρνητικά στο ρυθμό μεταβολής της ζήτησης για τραπεζική πίστη. Η κατάταξη της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος στην Επενδυτική Κατηγορία θα ενισχύσει τις δυνατότητες των εγχώριων τραπεζών να αντλούν κεφάλαια και ρευστά διαθέσιμα, με αποτέλεσμα ενδυνάμωση της προσφοράς τραπεζικών δανείων προς την ελληνική οικονομία. Η προσφορά τραπεζικής πίστης θα εξακολουθήσει να ενισχύεται και από δημόσια προγράμματα στήριξης, όπως αυτά του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων και της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας. Η ζήτηση για τραπεζικές καταθέσεις ταμειυτηρίου (που αποτελούν το μεγαλύτερο μέρος του συνόλου) θα ακολουθήσει τις μεταβολές του ονομαστικού ΑΕΠ αλλά θα ενισχυθεί όταν τα επιτόκια καταθέσεων προθεσμίας αναστρέψουν την πρόσφατη ανοδική πορεία τους.

Την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2023 οι δείκτες ανθεκτικότητας των τραπεζικών ομίλων βελτιώθηκαν. Αναλυτικότερα, οι δείκτες ρευστότητας βελτιώθηκαν παραμένοντας ισχυροί, ο δείκτης μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ) μειώθηκε και οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας παρέμειναν σχεδόν αμετάβλητοι σε σύγκριση με το τέλος του 2022. Η κερδοφορία των τραπεζών βελτιώθηκε το εννέαμηνο του 2023, αντανακλώντας τη σημαντική αύξηση των καθαρών εσόδων από τόκους λόγω της ανόδου των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ και τη μείωση του κόστους του πιστωτικού κινδύνου, παράγοντες που υπεραντιστάθμισαν τη μείωση των χρηματοοικονομικών εσόδων λόγω μη επαναλαμβανόμενων κερδών το προηγούμενο έτος. Η σημαντική εξέλιξη της αναβάθμισης της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος στην Επενδυτική Κατηγορία σε συνδυασμό με την ανθεκτική πορεία της ελληνικής οικονομίας και την αξιοποίηση του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης NextGenerationEU αποτελούν παράγοντες ενίσχυσης των προοπτικών των ελληνικών τραπεζών. Από την άλλη πλευρά, ένα περιβάλλον υψηλότερων επιτοκίων για μακρότερο χρονικό διάστημα συντελεί στην αύξηση του κόστους χρηματοδότησης των τραπεζών από τις καταθέσεις και τις διεθνείς κεφαλαιαγορές, ενώ ενδεχόμενη επιδείνωση της οικονομικής δραστηριότητας και της δυνατότητας των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών να αντεπεξέλθουν σε υψηλότερο κόστος δανεισμού δύναται να ασκήσει αυξητικές πιέσεις στα μη εξυπηρετούμενα δάνεια.

## 2 ΤΡΑΠΕΖΙΚΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ

Τα επιτόκια αυξήθηκαν το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2023 στις καταθέσεις προθεσμίας και παρέμειναν σχεδόν αμετάβλητα στις καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας. Το μέγεθος των αυξήσεων υπολειπόταν σημαντικά αυτού των επιτοκίων νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος και των επιτοκίων της αγοράς χρήματος στη ζώνη του ευρώ (αναλυτικότερα βλ. Πλαίσιο VI.1). Ειδικότερα, το μεσοσταθμικό επιτόκιο στις καταθέσεις προθεσμίας των νοικοκυριών και των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (ΜΧΕ) διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο το πρώτο δεκάμηνο του 2023 σε 1,5%, περίπου κατά 140 μονάδες βάσης (μ.β.), υψηλότερα έναντι της ίδιας περιόδου του 2022, ενώ στις καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας (λογαριασμοί τρεχούμενοι, όψεως και ταμειυτηρίου) αυξήθηκε οριακά κατά 3 μ.β.

Καθώς οι αυξήσεις των τραπεζικών επιτοκίων καταθέσεων στην Ελλάδα υπήρξαν πιο περιορισμένες σε σύγκριση με τη ζώνη του ευρώ, τα επιτόκια καταθέσεων προθεσμίας στην Ελλάδα διαμορφώθηκαν από τα μέσα του 2022 σε επίπεδο χαμηλότερο από το μέσο επιτόκιο της ζώνης



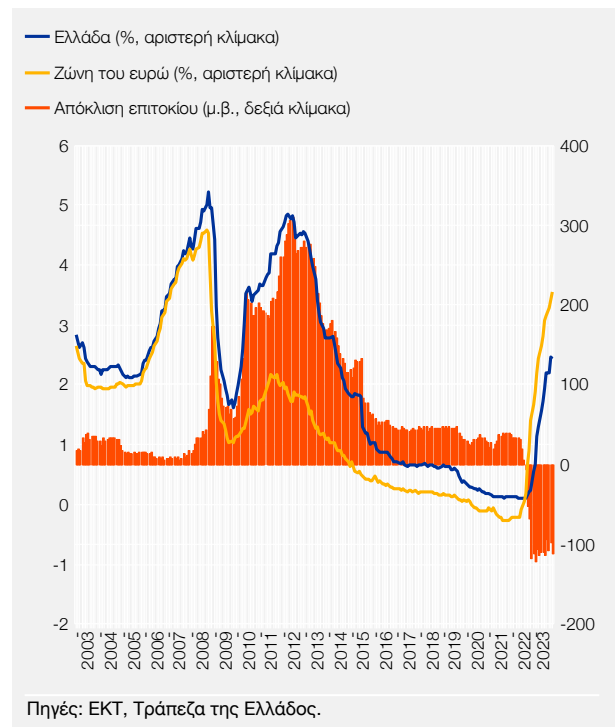
του ευρώ. Ενδεικτικά, στη σημαντικότερη, σε όρους όγκου, κατηγορία καταθέσεων προθεσμίας, δηλ. τις καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια έως 1 έτος, το επιτόκιο που προσφέρεται στην Ελλάδα είναι περίπου κατά μία ποσοστιαία μονάδα χαμηλότερο έναντι του αντίστοιχου ευρωπαϊκού μέσου όρου (βλ. Διάγραμμα VI.2).

Σε πραγματικούς όρους, το επιτόκιο καταθέσεων προθεσμίας για τις ΜΧΕ και τα νοικοκυριά διατηρήθηκε σε αρνητικές τιμές, παρά τη ραγδαία αποκλιμάκωση του πληθωρισμού. Κατά μέσο όρο το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου του τρέχοντος έτους διαμορφώθηκε σε -2,9% (Ιανουάριος-Οκτώβριος 2022: -9,4%).

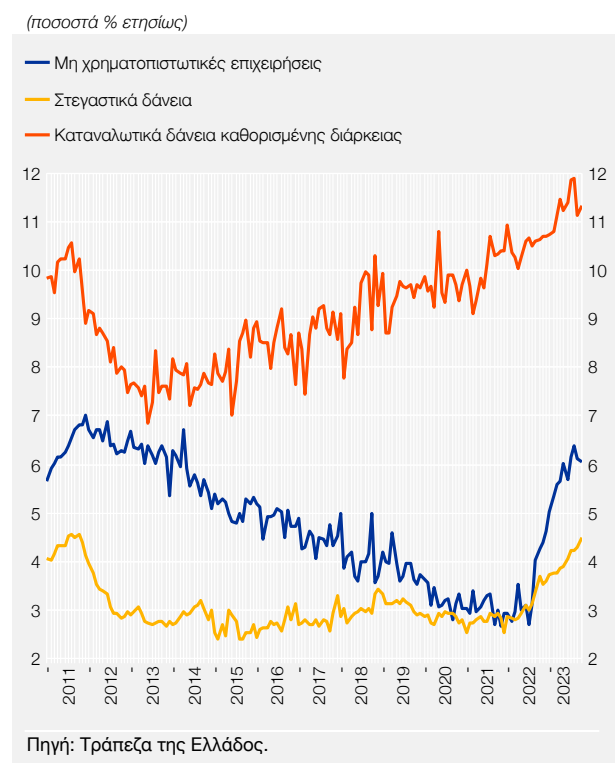
Τα επιτόκια τραπεζικής χρηματοδότησης προς ΜΧΕ αυξήθηκαν σημαντικά το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2023 σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2022, καθώς ως επί το πλείστον πρόκειται για επιτόκια κυμαινόμενα, άμεσα συνδεδεμένα με κάποιο επιτόκιο αναφοράς (π.χ. Euribor 3 μηνών). Στην πλειονότητά τους οι αυξήσεις επιτοκίων κυμάνθηκαν μεταξύ 150 και 290 μ.β. Έτσι, το μεσοσταθμικό επιτόκιο επιχειρηματικών δανείων ανήλθε κατά μέσο όρο σε 5,8% το πρώτο δεκάμηνο του 2023, έναντι μέσης τιμής 3,2% το ίδιο δεκάμηνο του 2022 (βλ. Διάγραμμα VI.3).

Αναλυτικότερα, στα δάνεια με καθορισμένη διάρκεια (τακτή λήξη) το μεσοσταθμικό επιτόκιο αυξήθηκε την επισκοπούμενη περίοδο σε 5,7% (πρώτο δεκάμηνο 2022: 3,1%). Το αντίστοιχο επιτόκιο στα δάνεια προς μικρομεσαίες επιχειρήσεις (που αντιπροσώπευαν το 29% της ακαθάριστης ροής επιχειρηματικών δανείων με τακτή λήξη τη διαθέσιμη περίοδο του 2023) αυξήθηκε κατά 2,3 ποσοστιαίες μονάδες και διαμορφώθηκε σε 5,8%. Στα δάνεια μη καθορισμένης διάρκειας το μεσοσταθμικό επιτόκιο αυξήθηκε κατά περίπου 2,4 ποσοστιαίες μονάδες σε 6,4%. Όσον αφορά την ανά μέγεθος ταξινόμηση των δανείων με καθορισμένη διάρκεια, μεγαλύτερες αυξήσεις επιτοκίου καταγράφηκαν στην κατηγορία δανείων άνω του 1 εκατ. ευρώ, καθώς επηρεάστηκαν μεταξύ άλλων από ορισμένες υψηλότοκες χορηγήσεις κοινοπρακτικών δανείων. Ειδικότερα, το μεσοσταθμικό επιτόκιο δανεισμού διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο το πρώτο δεκάμηνο του 2023 σε: (α) 6,2% στα δάνεια έως 250.000 ευρώ (πρώτο δεκάμηνο 2022: 4,9%), (β) 5,7% στα

**Διάγραμμα VI.2** Επιτόκιο καταθέσεων προθεσμίας έως 1 έτος και απόκλιση επιτοκίου μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ (Ιανουάριος 2003-Οκτώβριος 2023)



**Διάγραμμα VI.3** Επιτόκιο νέων τραπεζικών επιχειρηματικών, στεγαστικών και καταναλωτικών δανείων (Ιανουάριος 2011-Οκτώβριος 2023)



δάνεια μεταξύ 250.000 ευρώ και 1 εκατ. ευρώ (πρώτο δεκάμηνο 2022: 3,7%) και (γ) 5,7% στα δάνεια άνω του 1 εκατ. ευρώ (πρώτο δεκάμηνο 2022: 3,0%).

Το κόστος τραπεζικής χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις βεβαίως επηρεάζεται ευνοϊκά από τα χαμηλότοκα δάνεια που συνδέονται με τα προγράμματα του Ομίλου της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων και της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας και το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας.<sup>2</sup> Οι εκταμιεύσεις επιχειρηματικών δανείων που συνδέονται με τα προγράμματα των αναπτυξιακών τραπεζών ανήλθαν το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου σε 1,6 δισεκ. ευρώ (2022: 4,2 δισεκ. ευρώ), ποσό που ισοδυναμεί με το 11% των νέων δανείων καθορισμένης διάρκειας (τακτής λήξης) προς ΜΧΕ για την εν λόγω περίοδο (2022: 18%). Οι αντίστοιχες εκταμιεύσεις επιχειρηματικών δανείων προς ΜΜΕ ανήλθαν σε 1,2 δισεκ. ευρώ (2022: 2,9 δισεκ. ευρώ) και αντιπροσώπευαν το 28% των νέων δανείων τακτής λήξης προς ΜΜΕ (2022: 58%). Επιπρόσθετα, οι εκταμιεύσεις των επιχειρηματικών δανείων που συνδέονται με το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας ανήλθαν σε 1,1 δισεκ. ευρώ το πρώτο δεκάμηνο του τρέχοντος έτους και 1,4 δισεκ. ευρώ συνολικά από τον Ιούλιο του 2022, οπότε πραγματοποιήθηκαν οι πρώτες εκταμιεύσεις δανείων.<sup>3</sup>

Οι αυξήσεις των επιτοκίων τραπεζικών δανείων προς τα νοικοκυριά ήταν πιο περιορισμένες έναντι των αντίστοιχων προς τις επιχειρήσεις, κατ' αρχάς διότι αφορούν σε μικρότερο ποσοστό κυμαινόμενα επιτόκια συνδεδεμένα με επιτόκια αναφοράς. Ειδικότερα, το μεσοσταθμικό επιτόκιο της περιόδου Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2023 στα δάνεια προς ιδιώτες αυξήθηκε κατά μία ποσοστιαία μονάδα έναντι του αντίστοιχου επιτοκίου ένα έτος νωρίτερα και διαμορφώθηκε σε 6,1%. Η προς τα άνω αναπροσαρμογή των επιτοκίων ήταν γενικευμένη σε όλες τις κατηγορίες στεγαστικής και καταναλωτικής πίστης. Ειδικότερα, το μεσοσταθμικό επιτόκιο των στεγαστικών δανείων διαμορφώθηκε το πρώτο δεκάμηνο του 2023 σε 4,0%, επίπεδο κατά περίπου μία ποσοστιαία μονάδα υψηλότερο έναντι της μέσης τιμής του πρώτου δεκαμήνου του 2022 (βλ. Διάγραμμα VI.3). Το αντίστοιχο επιτόκιο καταναλωτικών δανείων καθορισμένης διάρκειας αυξήθηκε σε 11,3%, επίπεδο κατά 81 μ.β. υψηλότερο (βλ. Διάγραμμα VI.3). Τέλος, το μεσοσταθμικό επιτόκιο στα δάνεια μη καθορισμένης διάρκειας, που περιλαμβάνουν, κατά σειρά μεγέθους του υφιστάμενου υπολοίπου, τις πιστωτικές κάρτες, τα ανοικτά δάνεια και τις υπεραναλήψεις από λογαριασμούς όψεως, αυξήθηκε περίπου κατά μισή ποσοστιαία μονάδα σε 14,9%.

Γενικά, η άνοδος των ονομαστικών επιτοκίων δανεισμού στην Ελλάδα το τρέχον έτος ήταν ηπιότερη σε σύγκριση με τον ευρωπαϊκό μέσο όρο και στους δύο τομείς (μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και νοικοκυριά). Ως εκ τούτου, η απόκλιση μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ ως προς το μεσοσταθμικό κόστος δανεισμού περιορίστηκε για τις ΜΧΕ σε 125 μ.β. κατά μέσο όρο το πρώτο δεκάμηνο του 2023 (Ιανουάριος-Οκτώβριος 2022: 151 μ.β.) και για τα νοικοκυριά για τη λήψη στεγαστικού δανείου σε μόλις 47 μ.β. (Ιανουάριος-Οκτώβριος 2022: 111 μ.β.).

Σε πραγματικούς όρους, τα επιτόκια των τραπεζικών δανείων μεταστράφηκαν σε θετικά το 2023. Κατά μέσο όρο την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2023, τα πραγματικά επιτόκια των δανείων προς τις ΜΧΕ και τα νοικοκυριά διαμορφώθηκαν αντίστοιχα σε 1,4% και 1,7%, έναντι μέσων τιμών -6,3% και -4,4% για την ίδια περίοδο του 2022.

Στο άμεσο μέλλον, ακόμη και αν τα επιτόκια νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος διατηρηθούν στα παρόντα επίπεδα, οι παρελθούσες αυξήσεις των επιτοκίων νομισματικής πολιτικής θα εξακολουθήσουν για κάποιο χρόνο να ασκούν ανοδικές πιέσεις στο κόστος τραπεζικού δα-

2 Στα δάνεια μέσω του Μηχανισμού, το ελάχιστο επιτόκιο δανεισμού στο σκέλος των δανείων που χρηματοδοτείται από δημόσιους πόρους ορίστηκε, από 24 Οκτωβρίου 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 Περιλαμβάνονται οι εκταμιεύσεις επιχειρηματικών δανείων εκ μέρους τραπεζών εσωτερικού και εξωτερικού που χρηματοδοτούνται από δημόσιους και τραπεζικούς πόρους. Δεν περιλαμβάνονται οι χρηματοδοτήσεις μέσω κεφαλαιουχικών συμμετοχών.

νεισμού. Προς την ίδια κατεύθυνση λειτουργεί και η μετακίνηση κεφαλαίων από καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας προς τις υψηλότερου επιτοκίου καταθέσεις προθεσμίας. Όταν πλέον τα βασικά επιτόκια αρχίσουν να μειώνονται, καθώς ο πληθωρισμός θα προσεγγίσει το μεσοπρόθεσμο στόχο του 2%, θα δημιουργηθούν οι συνθήκες για μείωση των εγχώριων τραπεζικών επιτοκίων. Ευνοϊκά αναμένεται να συμβάλουν: (α) η πρόσφατη απόκτηση της επενδυτικής βαθμίδας, η οποία ασκεί καθοδικές πιέσεις στο κόστος άντλησης ρευστών διαθεσίμων από τις αγορές κεφαλαίων και ομολόγων, (β) η παρατηρούμενη βελτίωση στην αγορά εργασίας, η οποία ενδυναμώνει την πιστοληπτική ικανότητα των υποψήφιων δανειοληπτών, και (γ) η παρατηρούμενη βελτίωση στην αγορά ακινήτων που ισοδυναμεί με ενίσχυση της αξίας των προσφερόμενων εξασφαλίσεων για τη λήψη δανείων και συνηγορεί υπέρ της συγκράτησης του περιθωρίου επιτοκίου. Τέλος, οι όροι και η διαθεσιμότητα των πιστώσεων επιχειρηματικής πίστης θα συνεχίσουν να υποστηρίζονται από τα χαμηλότοκα δάνεια που χορηγούνται στο πλαίσιο του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας και από τα νέα προγράμματα συγχρηματοδότησης και εγγυοδοσίας της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας και του Ομίλου της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων.

### 3 ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ

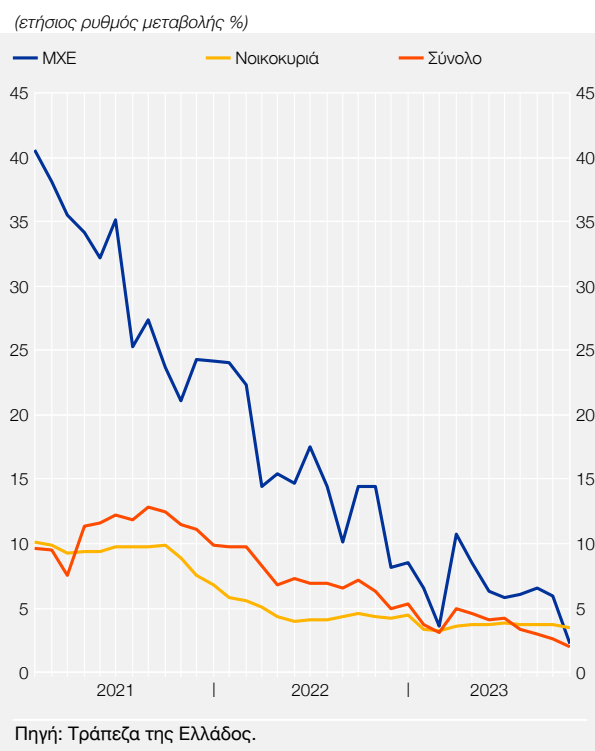
Την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2023 οι τραπεζικές καταθέσεις του εγχώριου ιδιωτικού τομέα κατέγραψαν σωρευτικά μικρή μόνο αύξηση κατά 0,3 δισεκ. ευρώ, έναντι αύξησης 3,6 δισεκ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο πέρυσι, καθώς η αύξηση των καταθέσεων των νοικοκυριών αντισταθμίστηκε σε μεγάλο βαθμό από την υποχώρηση των επιχειρηματικών καταθέσεων.

Οι καταθέσεις των νοικοκυριών αυξήθηκαν κατά 2,1 δισεκ. ευρώ την επισκοπούμενη περίοδο (έναντι αύξησης 2,6 δισεκ. ευρώ την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2022) και ο ετήσιος ρυθμός ανόδου τους επιβραδύνθηκε (Οκτώβριος 2023: 3,5%, Οκτώβριος 2022: 3,9%, βλ. Διάγραμμα VI.4). Πάντως, εφόσον ληφθεί υπόψη η εξέλιξη του πληθωρισμού, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των καταθέσεων των νοικοκυριών σε πραγματικούς όρους είχε αρνητικό πρόσημο τον Οκτώβριο του 2023 (-0,3%), σε αντίθεση με την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2023 κατά την οποία παρατηρήθηκε θετικός ρυθμός μεταβολής σε πραγματικούς όρους.

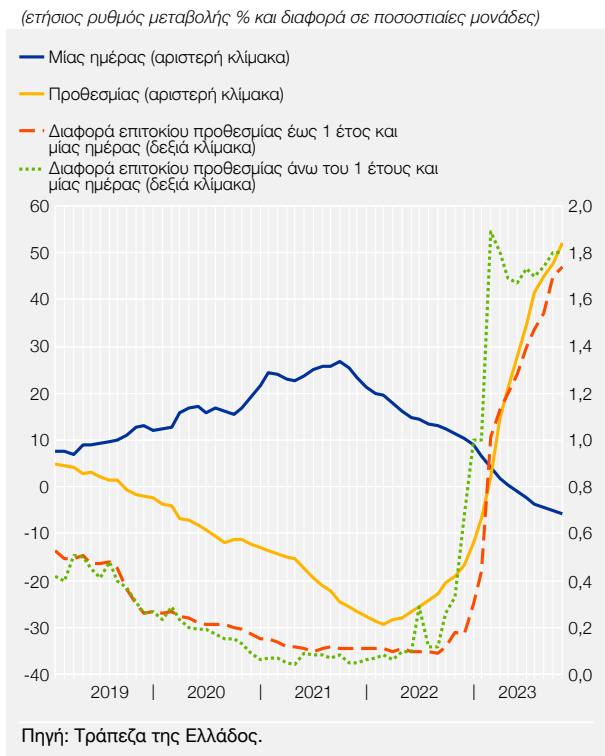
Στην ηπιότερη άνοδο των (ονομαστικών) καταθέσεων των νοικοκυριών συνέβαλαν η επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος, καθώς και οι αυξημένες καταναλωτικές δαπάνες των νοικοκυριών δεδομένου και του υψηλού πληθωρισμού. Οι εισοδηματικές ενισχύσεις που καταβλήθηκαν προς τα φυσικά πρόσωπα εξαιτίας των ανατιμήσεων συνέχισαν να λειτουργούν υποστηρικτικά για τις καταθέσεις των νοικοκυριών, αν και ήταν μικρότερης έκτασης την εξεταζόμενη περίοδο. Το πραγματικό (μεσοσταθμικό) επιτόκιο για το σύνολο των καταθέσεων των νοικοκυριών παρέμεινε αρνητικό, με αποτέλεσμα να μην ενισχυθεί το κίνητρο για αποταμίευση.

Οι επιχειρηματικές καταθέσεις μειώθηκαν κατά 1,7 δισεκ. ευρώ την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2023, έναντι αύξησης κατά 0,8 δισεκ. ευρώ το αντίστοιχο διάστημα του 2022. Ο ετήσιος

Διάγραμμα VI.4 Καταθέσεις στις εγχώριες τράπεζες (Ιανουάριος 2021-Οκτώβριος 2023)



**Διάγραμμα VI.5 Καταθέσεις των νοικοκυριών με βάση το βαθμό ρευστότητας και διαφορά επιτοκίου καταθέσεων προθεσμίας και μίας ημέρας (Ιανουάριος 2019-Οκτώβριος 2023)**



ρυθμός ανόδου των επιχειρηματικών καταθέσεων εξακολούθησε γενικά να επιβραδύνεται και διαμορφώθηκε σε 2,3% τον Οκτώβριο του 2023 (Οκτώβριος 2022: 14,4%, βλ. Διάγραμμα VI.4), αντανακλώντας και τη μείωση των ρυθμών πιστωτικής επέκτασης προς τις ΜΧΕ την επισκοπούμενη περίοδο.

Διακρίνοντας τις καταθέσεις με βάση το βαθμό ρευστότητας, διαπιστώνεται ότι την επισκοπούμενη περίοδο η επιβράδυνση της ανόδου των ιδιωτικών καταθέσεων προήλθε από τις καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας. Αντίθετα, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των καταθέσεων με συμφωνημένη διάρκεια (προθεσμίας) έγινε ξανά θετικός το Φεβρουάριο του 2023, μετά από τριάνμισι έτη, και στη συνέχεια επιταχύνθηκε, αντανακλώντας κυρίως την πορεία των καταθέσεων προθεσμίας των νοικοκυριών (Οκτώβριος 2023: 52%, Οκτώβριος 2022: -21% βλ. Διάγραμμα VI.5). Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των καταθέσεων προθεσμίας των ΜΧΕ παραμένει θετικός και ιδιαίτερα υψηλός (Οκτώβριος 2023: 80,1%, μέσος όρος έτους 2022: 9,3%), υποδηλώνοντας μάλιστα υπερδιπλασιασμό του υπολοίπου των καταθέσεων προθεσμίας, σε ετήσια βάση, από τον Ιούνιο έως και το Σεπτέμβριο του 2023.

Οι μεταβολές αυτές είναι ενδεικτικές της υπό εξέλιξη αναδιάρθρωσης των ρευστών διαθέσιμων των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών προς καταθετικούς λογαριασμούς προθεσμίας, λόγω των καλύτερων αποδόσεων που αρχίζουν να προσφέρουν ως απόρροια της αυστηροποίησης της νομισματικής πολιτικής από την ΕΚΤ (βλ. Διάγραμμα VI.5).<sup>4</sup> Η ενίσχυση των προθεσμιακών καταθέσεων στις εγχώριες τράπεζες το διάστημα αυτό αποτελεί ισχυρή ένδειξη εμπιστοσύνης στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα μετά τις πρόσφατες αναταράξεις που εκδηλώθηκαν ιδίως τους πρώτους μήνες του 2023 σε τραπεζικά συστήματα στο εξωτερικό.

Πάντως, ο κύριος όγκος της καταθετικής βάσης των τραπεζών εξακολουθεί να απαρτίζεται από ρευστά διαθέσιμα που τηρούνται σε λογαριασμούς διάρκειας μίας ημέρας (75% των καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα). Την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2023 η σταδιακή ενσωμάτωση των αυξήσεων των επιτοκίων πολιτικής στα εγχώρια επιτόκια καταθέσεων οδήγησε σε συνολική μείωση του υπολοίπου των καταθέσεων μίας ημέρας κατά 7% για τις ΜΧΕ και κατά 7,7% για τα νοικοκυριά, ενώ ταυτόχρονα οι καταθέσεις προθεσμίας παρουσίασαν αύξηση κατά 9,1% για τις ΜΧΕ και 50,4% για τα νοικοκυριά.

Η διατήρηση αξιόλογων ρυθμών ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας, καθώς και της πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις, αναμένεται ότι θα συμβάλει σε περαιτέρω αύξηση των τραπεζικών καταθέσεων. Τυχόν μεγαλύτερος βαθμός ενσωμάτωσης στο εγγύς μέλλον των αυξήσεων των επιτοκίων πολιτικής στα εγχώρια επιτόκια καταθέσεων, και μάλιστα σε συνδυα-

<sup>4</sup> Ενδεικτικά αναφέρεται ότι η διαφορά επιτοκίου μεταξύ των καταθέσεων με συμφωνημένη διάρκεια (έως 1 έτος) και των καταθέσεων διάρκειας μίας ημέρας των νοικοκυριών αυξήθηκε την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2023 κατά 144 μ.β., έναντι αύξησης κατά 19 μ.β. μεταξύ Δεκεμβρίου 2021 και Δεκεμβρίου 2022, ενώ για τις καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια άνω του ενός έτους η εν λόγω διαφορά επιτοκίου διευρύνθηκε περαιτέρω την αντίστοιχη περίοδο του 2023 κατά 80 μ.β., έναντι 94 μ.β. το 2022 συνολικά.

σμό με την προσδοκώμενη διατήρηση του ρυθμού πληθωρισμού σε χαμηλά επίπεδα, επίσης θα τονώσει τα αποταμιευτικά κίνητρα των ιδιωτών και επομένως τη ζήτηση τοκοφόρων καταθέσεων. Από την άλλη πλευρά, τυχόν επιβράδυνση του ΑΕΠ θα επιδρούσε αρνητικά στο ρυθμό μεταβολής της ζήτησης για τραπεζικές καταθέσεις.

#### 4 ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΠΙΣΤΗ

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (ΜΧΕ) τους πρώτους δέκα μήνες του 2023 κατέγραψε επιβράδυνση. Τα δάνεια προς τα νοικοκυριά εμφάνισαν εντονότερους ρυθμούς μείωσης κατά το ίδιο διάστημα.

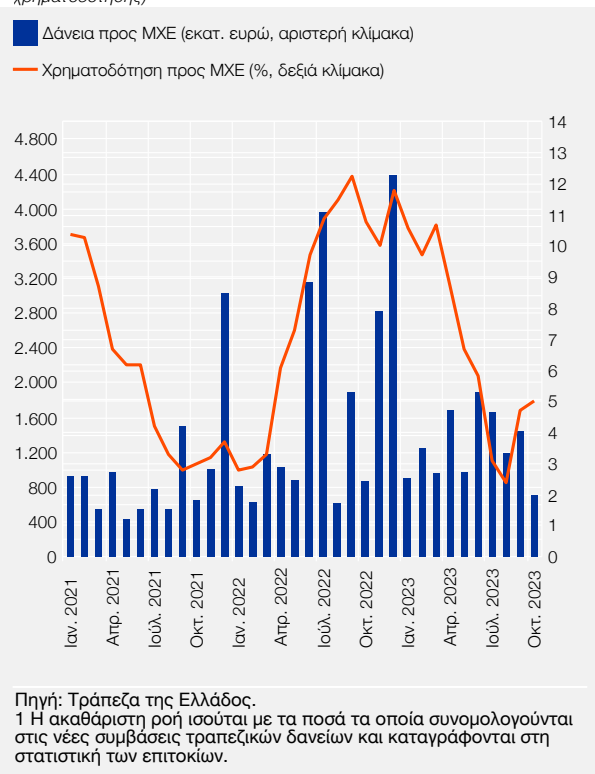
Ειδικότερα, τον Οκτώβριο του 2023 ο ετήσιος ρυθμός ανόδου των πιστώσεων προς τις ΜΧΕ υποχώρησε σε 5% (μέσος όρος δεκάμηνου 2023: 6,7%, βλ. Διάγραμμα VI.6). Το δεκάμηνο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2023 η μέση μηνιαία καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις ΜΧΕ ήταν 79 εκατ. ευρώ, έναντι 450 εκατ. ευρώ το ίδιο διάστημα του 2022. Η εν λόγω ροή συνέχισε να επηρεάζεται αρνητικά από τις σημαντικές αποπληρωμές δανείων, ιδιαίτερα από μεγάλες επιχειρήσεις. Εξάλλου, πρόσφατα παρατηρήθηκαν αποπληρωμές και πολλών δανείων χαμηλότερου ύψους. Η μέση μηνιαία ακαθάριστη ροή τραπεζικών δανείων καθορισμένης διάρκειας (τακτής λήξης) προς τις ΜΧΕ –η οποία δεν επηρεάζεται από τις αποπληρωμές αυτές– μειώθηκε το δεκάμηνο του 2023, αλλά παρέμεινε σημαντική και διαμορφώθηκε σε 1,3 δισεκ. ευρώ, έναντι 1,5 δισεκ. ευρώ το ίδιο διάστημα του 2022. Η μείωση αυτή προήλθε από τα δάνεια προς τις μεγάλες επιχειρήσεις, τα οποία αποτελούν το 71% (906 εκατ.

ευρώ) της συνολικής ακαθάριστης ροής, ενώ η αντίστοιχη ροή προς τις ΜΜΕ κατέγραψε μικρή ετήσια αύξηση (κατά 2,7%, σε 362 εκατ. ευρώ). Από την άλλη πλευρά, το μέσο μηνιαίο υπόλοιπο της τραπεζικής χρηματοδότησης χωρίς καθορισμένη διάρκεια (δηλ. των πιστωτικών γραμμών και άλλων διευκολύνσεων) προς τις ΜΧΕ αυξήθηκε κατά 8,3% την περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου 2023 σε σύγκριση με το αντίστοιχο διάστημα του 2022.

Η εξασθένηση της δυναμικής των τραπεζικών πιστώσεων προς τις ΜΧΕ συνδέεται με την άνοδο των δανειακών επιτοκίων την επισκοπούμενη περίοδο, σε συνδυασμό με την επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας, παράγοντες οι οποίοι επέδρασαν αρνητικά στη ζήτηση τραπεζικών δανείων. Σημειώνεται ότι, μετά και την άνοδο των τραπεζικών επιτοκίων δανεισμού, οι πολύ μεγάλες επιχειρήσεις διατηρούν πάντοτε τη δυνατότητα να δανειστούν και από τις αγορές κεφαλαίων μέσω της έκδοσης ομολόγων, υποκαθιστώντας τον τραπεζικό δανεισμό.<sup>5</sup> Ως προς την προσφορά τραπεζικών δανείων, η ρευστότητα των πιστωτικών ιδρυμάτων το δεκάμηνο του έτους, παρά την ελάττωση του υπολοίπου της χρηματοδότησης που έχουν αντλήσει από το Ευ-

**Διάγραμμα VI.6 Τραπεζική χρηματοδότηση και δάνεια με καθορισμένη διάρκεια προς ΜΧΕ (Ιανουάριο 2021-Οκτώβριο 2023)**

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

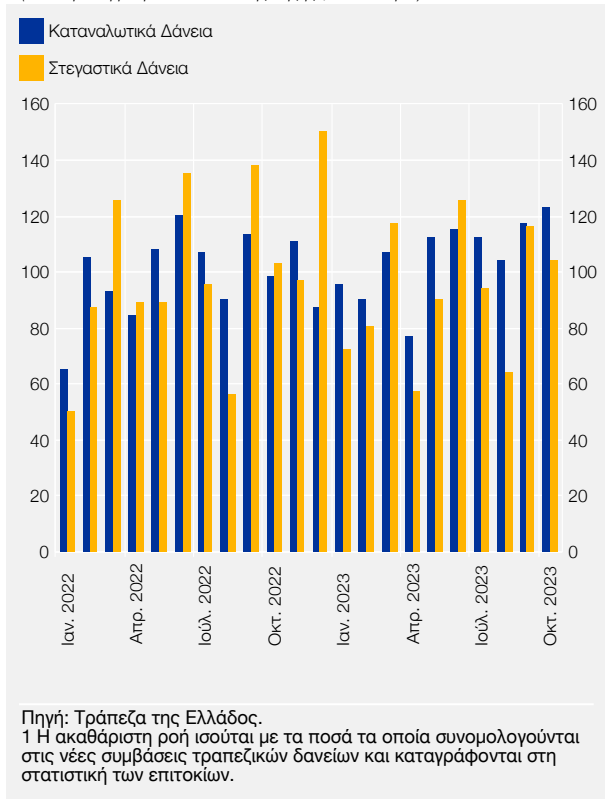


<sup>5</sup> Τον Ιούλιο του 2023 καταγράφηκε στα στοιχεία της τραπεζικής χρηματοδότησης μία σημαντική αποπληρωμή τραπεζικών δανείων μετά από έκδοση εταιρικών ομολόγων.



**Διάγραμμα VI.7 Τραπεζικά δάνεια με καθορισμένη διάρκεια προς νοικοκυριά (Ιανουάριος 2022-Οκτώβριος 2023)**

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



ρωσυστήμα, διατηρήθηκε σε επίπεδο επαρκές προκειμένου να διοχετεύουν χρηματοδότηση προς την οικονομία. Οι τράπεζες προσέλκυσαν θετικές, ως επί το πλείστον, καθαρές ροές καταθέσεων λιανικής το επισκοπούμενο διάστημα και άντλησαν πόρους από τη διατραπεζική αγορά του εξωτερικού, καθώς και μέσω εκδόσεων ομολόγων.

Η χορήγηση τραπεζικών δανείων προς τις επιχειρήσεις συνέχισε, όπως προαναφέρθηκε, να στηρίζεται το 2023 από τα προγράμματα συγχρηματοδότησης και εγγυοδοσίας του Ομίλου της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων (ΕΤΕπ) και της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας (ΕΑΤ). Εκταμιεύθηκαν επίσης “τραπεζικά δάνεια συγχρηματοδότησης” των επενδυτικών σχεδίων τα οποία εντάσσονται στο Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF). Οι συναφείς συμβάσεις δανείων που συνομολογήθηκαν ανήλθαν σε επίπεδο το οποίο είναι σημαντικό σε σύγκριση με το σύνολο των πόρων που αρχικά προϋπολογίστηκαν ώστε να διατεθούν μέσω εμπορικών τραπεζών από τον RRF. Σημειώνεται ότι τα “τραπεζικά δάνεια συγχρηματοδότησης” προς τις ΜΧΕ χρησιμοποιούν αμιγώς τραπεζικούς πόρους και δεν περιλαμβάνουν τα, συμπληρωματικά προς αυτά, δάνεια του RRF για τη χρηματοδότηση των επιλεγμένων επεν-

δυτικών σχεδίων. Επίσης, δεν περιλαμβάνουν τα δάνεια συγχρηματοδότησης από την ΕΤΕπ και την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Ανασυγκρότησης και Ανάπτυξης.

Όσον αφορά τα νοικοκυριά (βλ. Διάγραμμα VI.7), το πρώτο δεκάμηνο του 2023 ο ετήσιος ρυθμός ανόδου της καταναλωτικής πίστης κατά μέσο όρο αυξήθηκε, ενώ ο αρνητικός ρυθμός μεταβολής των στεγαστικών δανείων εντάθηκε (Ιανουάριος-Οκτώβριος 2023: καταναλωτικά: 1,9%, στεγαστικά : -3,7%, Ιανουάριος-Οκτώβριος 2022: καταναλωτικά: 0,6%, στεγαστικά: -3,0%). Η εξέλιξη των καταναλωτικών δανείων είναι συνεπής με την ανοδική πορεία της ιδιωτικής κατανάλωσης. Παρά τη μείωση του υπολοίπου των στεγαστικών δανείων το πρώτο δεκάμηνο του 2023, η μέση ακαθάριστη ροή στεγαστικών δανείων (92 εκατ. ευρώ το μήνα) διατηρήθηκε σχεδόν στο ίδιο μέσο επίπεδο του αντίστοιχου διαστήματος του 2022 (97 εκατ. ευρώ) – και υψηλότερη σε σύγκριση με το μέσο όρο για το 2020-2021 (71 εκατ. ευρώ) και για τα έτη αμέσως πριν από την πανδημία το 2018-2019 (51 εκατ. ευρώ). Η ανθεκτικότητα της ακαθάριστης ροής των στεγαστικών δανείων, σε συνδυασμό με τις εισροές ξένων άμεσων επενδύσεων στην αγορά κατοικιών, είναι συνεπής με την επιτάχυνση του ετήσιου ρυθμού ανόδου του δείκτη τιμών των κατοικιών.

Ως προς τις προοπτικές εξέλιξης της τραπεζικής χρηματοδότησης, από τη μία πλευρά, το υψηλό επίπεδο των επιτοκίων δανεισμού, και μάλιστα σε συνδυασμό με την αποκλιμάκωση του πληθωρισμού, εκτιμάται ότι θα συνεχίσει να έχει αρνητική επίδραση στον ετήσιο ρυθμό της τραπεζικής πιστωτικής επέκτασης προς τις ΜΧΕ – εφόσον ληφθούν υπόψη και οι αναμενόμενες υστερήσεις στην απόκριση των δανείων προς τα επιτόκια.<sup>6</sup> Από την άλλη πλευρά, η προβλε-

6 Μία άνοδος του βασικού επιτοκίου της ΕΚΤ κατά 50 μ.β. επιδρά αρνητικά στο υπόλοιπο των δανείων προς τις ΜΧΕ και έχει εκτιμηθεί ότι η επίδραση αυτή μεγιστοποιείται μετά από περίπου 5 τρίμηνα και τείνει να μηδενιστεί μετά από 3 έτη. Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική 2022-2023*, Ιούνιος 2023, Πλαίσιο VI.1.

πόμενη ευνοϊκή πορεία του ΑΕΠ και η προσδοκώμενη αύξηση των εκταμιεύσεων καθώς θα υλοποιούνται τα εγκεκριμένα επενδυτικά σχέδια στο πλαίσιο του RRF εκτιμάται ότι θα στηρίξουν τη διατήρηση του ρυθμού αυτού σε επίπεδα ανάλογα με εκείνα του 2023. Επίσης, αναμένεται να συνεχιστεί η θετική επίδραση στην πιστωτική επέκταση από τους πόρους συγχρηματοδότησης εκ μέρους των τραπεζών και του Ομίλου ΕΤΕπ που θα διατεθούν στο πλαίσιο του ΕΣΠΑ (2021-2027). Όπως και για τις καταθέσεις, τυχόν επιβράδυνση του ΑΕΠ ασκεί αρνητική επίδραση στο ρυθμό μεταβολής της τραπεζικής πίστης προς την πραγματική οικονομία.

## 5 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΟΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΤΟΜΕΑ

Η σημαντικότερη εξέλιξη το εννεάμηνο του 2023, που επιδρά θετικά στις προοπτικές των ελληνικών τραπεζών, είναι η αναβάθμιση της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος στην Επενδυτική Κατηγορία (εφεξής “αναβάθμιση”). Συγκεκριμένα, η αναβάθμιση αναμένεται να οδηγήσει σε περαιτέρω αναβαθμίσεις της πιστοληπτικής αξιολόγησης των ελληνικών τραπεζών,<sup>7</sup> επομένως συντελεί στη συγκράτηση της αύξησης των εξόδων για τόκους που σχετίζεται με την άνοδο του κόστους δανεισμού από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές λόγω της αυστηροποίησης των νομισματικών και χρηματοπιστωτικών συνθηκών διεθνώς. Επίσης, τα άμεσα οφέλη της αναβάθμισης αφορούν τη βελτίωση της ποιότητας του χαρτοφυλακίου τίτλων των τραπεζών, καθώς μέρος αυτού αποτελείται από ελληνικά ομόλογα, την αύξηση της διαθέσιμης ρευστότητας και τη μείωση του κινδύνου αγοράς των τραπεζών.

Συγκεκριμένα, εξαιτίας της αναβάθμισης στην Επενδυτική Κατηγορία, επέρχονται διάφορες μεταβολές που απορρέουν από το κανονιστικό πλαίσιο της άσκησης νομισματικής πολιτικής, αλλά και τη διεθνή πρακτική στις αγορές χρήματος και κεφαλαίων. Ενδεικτικά, εφεξής τα ελληνικά κρατικά ομόλογα μπορούν να γίνονται αποδεκτά ως εξασφαλίσεις στις πράξεις νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος χωρίς να καθίσταται αναγκαία η παροχή “παρέκκλισης” (waiver) και μειώνονται οι περικοπές αποτίμησής τους (haircuts) όταν χρησιμοποιούνται ως εξασφαλίσεις για αναχρηματοδότηση των τραπεζών από το Ευρωσύστημα. Επίσης, αναμένεται ότι θα μειωθεί ο συντελεστής ευαισθησίας των ελληνικών τίτλων στις διακυμάνσεις του διεθνούς επενδυτικού κλίματος και ότι η πρόσβαση στις διεθνείς κεφαλαιαγορές και τη διατραπεζική αγορά θα καταστεί ευκολότερη για τις ελληνικές τράπεζες. Ήδη σε αυτή την κατεύθυνση συνηγορούν οι ανακοινωθείσες συνεργασίες ελληνικών τραπεζών με άλλες ευρωπαϊκές.

Τέλος, η αναβάθμιση έχει ήδη ασκήσει σημαντική μειωτική επίδραση στο κόστος χρηματοδότησης των τραπεζών από τις κεφαλαιαγορές, ενώ με βάση τη διεθνή εμπειρία αναμένεται να έχει σημαντικές μακροχρόνιες θετικές επιδράσεις στην εγχώρια οικονομική δραστηριότητα (βλ. Πλαίσιο VII.2). Έτσι, αναμένεται να συμβάλει αυξητικά στην κερδοφορία των τραπεζών και μειωτικά στον πιστωτικό κίνδυνο των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, με αποτέλεσμα τη βελτίωση της ποιότητας του χαρτοφυλακίου δανείων των τραπεζών.

Σημειώνεται ότι η αναβάθμιση και οι παράγοντες οι οποίοι οδήγησαν σε αυτή την εξέλιξη, όπως η βελτίωση της κερδοφορίας των τραπεζών και η ανθεκτικότητα της ελληνικής οικονομίας, έχουν επιδράσει υποστηρικτικά στη διαδικασία αποεπένδυσης του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ) από τις ελληνικές τράπεζες. Ειδικότερα, τον Οκτώβριο του 2023 το ΤΧΣ διέθεσε τις μετοχές που κατείχε στη Eurobank έναντι συνολικού τιμήματος 93,7 εκατ. ευρώ, με αγοραστή την ίδια την τράπεζα. Επίσης, αμέσως μετά την αναβάθμιση της κρατικής πιστολη-

<sup>7</sup> Ενδεικτικά, στις 14.12.2023 ο οίκος S&P αναβάθμισε το αξιόχρεο τριών σημαντικών τραπεζών κατά μία βαθμίδα και μετέβαλε τις προοπτικές δύο τραπεζών σε θετικές από σταθερές, γεγονός που προοιωνίζεται την αναβάθμιση σε σύντομο χρονικό διάστημα του αξιόχρεού τους. Επίσης, ο οίκος Fitch προέβη την ίδια ημέρα σε μεταβολή των προοπτικών των τεσσάρων σημαντικών τραπεζών σε θετικές από σταθερές. Επί του παρόντος, η απόσταση της πλέον ευνοϊκής μακροπρόθεσμης πιστοληπτικής αξιολόγησης της κάθε σημαντικής τράπεζας σε επίπεδο ομίλου από την Επενδυτική Κατηγορία έχει πλέον διαμορφωθεί σε 2 βαθμίδες για τη Eurobank και την Εθνική Τράπεζα (BB) και σε 3 βαθμίδες για την Alpha Bank και την Τράπεζα Πειραιώς (BB-).

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

(ποσά σε εκατ. ευρώ)

	Εννεά- μηνο 2022	Εννεά- μηνο 2023	Μεταβολή (%)
<b>Λειτουργικά έσοδα</b>	<b>7.539</b>	<b>8.194</b>	<b>8,7</b>
Καθαρά έσοδα από τόκους	3.988	6.335	58,9
– Έσοδα από τόκους	5.297	10.411	96,5
– Έξοδα τόκων	-1.309	-4.076	211,3
Καθαρά έσοδα από μη τοκοφόρες εργασίες	3.551	1.858	-47,7
– Καθαρά έσοδα από προμήθειες	1.249	1.338	7,1
– Έσοδα από χρηματοοικονομικές πράξεις	1.621	154	-90,5
– Λοιπά έσοδα	681	366	-46,2
Λειτουργικά έξοδα	-2.816	-2.917	3,6
Δαπάνες προσωπικού	-1.341	-1.374	2,4
Διοικητικά έξοδα	-1.036	-1.077	4,0
Αποσβέσεις	-439	-466	6,1
<b>Καθαρά έσοδα (λειτουργικά έσοδα – λειτουργικά έξοδα)</b>	<b>4.723</b>	<b>5.276</b>	<b>11,7</b>
Προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο	-1.328	-1.180	-11,1
Λοιπές ζημιές απομείωσης <sup>1</sup>	-213	-170	-20,3
Μη επαναλαμβανόμενα κέρδη/ζημιές	189	-15	-107,8
<b>Κέρδη/ζημιές προ φόρων</b>	<b>3.371</b>	<b>3.912</b>	<b>16,0</b>
Φόροι	-792	-875	10,4
Κέρδη/ζημιές από διακοπτόμενες δραστηριότητες	298	-28	-
<b>Κέρδη/ζημιές μετά από φόρους</b>	<b>2.877</b>	<b>3.009</b>	<b>4,6</b>

Πηγές: Οικονομικές καταστάσεις των τεσσάρων σημαντικών τραπεζικών ομίλων (SIs) και εποπτικά στοιχεία για τις λιγότερο σημαντικές τράπεζες (LSIs).

<sup>1</sup> Απομείωση αξίας τίτλων, καθώς και ενσώματων και άυλων στοιχείων ενεργητικού.

βάση παρουσίασαν οριακές μεταβολές το Σεπτέμβριο του 2023 έναντι του Δεκεμβρίου του 2022, παραμένοντας χαμηλότεροι από τους αντίστοιχους μέσους όρους σε επίπεδο ευρωζώνης.<sup>11</sup> Σημειώνεται ότι η άσκηση προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων (stress test) που διενήργησε η ΕΚΤ μαζί με την Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών έδειξε ότι ο Δείκτης Κεφαλαίων Κοινών Μετοχών της Κατηγορίας 1 (fully loaded CET1) των 98 ευρωπαϊκών τραπεζών που υποβλήθηκαν στην άσκηση θα αυξανόταν (υποχωρούσε) στο βασικό (δυσμενές) σενάριο κατά 1,4 (4,6) ποσοστιαίες μονάδες κατά μέσο όρο έως το τέλος του 2025 σε σχέση με το τέλος του 2022. Αναφορικά με τις τέσσερις ελληνικές τράπεζες, η άσκηση έδειξε ότι ο εν λόγω δείκτης θα αυξανόταν περισσότερο (υποχω-

πτικής αξιολόγησης της Ελλάδος από τον οίκο S&P, ανακοινώθηκε η προσφορά του ιταλικού τραπεζικού ομίλου UniCredit S.p.A. για την αγορά του συνόλου των μετοχών που κατέχει το ΤΧΣ στην Alpha Bank.<sup>8</sup> Τέλος, το Νοέμβριο ολοκληρώθηκε η διαδικασία διάθεσης των μετοχών που κατείχε το ΤΧΣ στην Εθνική Τράπεζα.<sup>9</sup>

Αναφορικά με τα θεμελιώδη μεγέθη των σημαντικών τραπεζών της ευρωζώνης ως σύνολο, το πρώτο εξάμηνο του 2023 παρουσιάστηκε άνοδος της κερδοφορίας και της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων σε ετήσια βάση. Η εξέλιξη αυτή επήλθε αποκλειστικά από την αύξηση των καθαρών εσόδων από τόκους, εν μέσω ανόδου των επιτοκίων και πιστωτικής επέκτασης, καθώς τα καθαρά έσοδα από προμήθειες και τα καθαρά χρηματοοικονομικά έσοδα σημείωσαν μείωση, ενώ τα λειτουργικά έξοδα και οι προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο αυξήθηκαν. Αντίστοιχα, το εννεάμηνο του 2023 η κερδοφορία των ελληνικών τραπεζών αυξήθηκε, λόγω της σημαντικής αύξησης των καθαρών εσόδων από τόκους και της μείωσης των προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο. Αρνητική επίδραση στην κερδοφορία είχαν η μείωση των καθαρών εσόδων από χρηματοοικονομικές πράξεις, λόγω μη επαναλαμβανόμενων κερδών του προηγούμενου έτους, και δευτερευόντως η αύξηση των λειτουργικών εξόδων (βλ. Πίνακα VI.1).

Οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας των σημαντικών τραπεζών της ευρωζώνης εμφάνισαν ελαφρά αύξηση τον Ιούνιο του 2023 σε σχέση με το Δεκέμβριο του 2022.<sup>10</sup> Για τις ελληνικές τράπεζες, οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας σε ενοποιημένη

8 Με βάση την από 13.11.2023 ανακοίνωση του ΤΧΣ, μεταβιβάστηκαν μετοχές ποσοστού περίπου 8,98% επί του κεφαλαίου της Alpha Bank, έναντι συνολικού τιμήματος 293,48 εκατ. ευρώ (ή 1,39 ευρώ ανά μετοχή).

9 Συγκεκριμένα, στις 13.11.2023 το ΤΧΣ ανακοίνωσε την πώληση ποσοστού περίπου 20% επί του κεφαλαίου της Εθνικής Τράπεζας, με διάθεση στο επενδυτικό κοινό. Στις 16.11.2023 έκλεισε το βιβλίο προσφορών και διατέθηκε το σύνολο των προσφερόμενων μετοχών σε τιμή 5,3 ευρώ ανά μετοχή.

10 Στοιχεία ΕΚΤ, Supervisory Banking Statistics: (α) Δείκτης Κεφαλαίου Κοινών Μετοχών (CET1) 15,7% τον Ιούνιο του 2023 από 15,4% το Δεκέμβριο του 2022, (β) Συνολικός Δείκτης Κεφαλαίου (TCR) για τις αντίστοιχες χρονικές περιόδους: 19,8% από 19,4%.

11 Εποπτικά στοιχεία: (α) CET1: 14,3% το Σεπτέμβριο του 2023 από 14,5% το Δεκέμβριο του 2022, (β) TCR για τις αντίστοιχες χρονικές περιόδους: 17,6% από 17,5%.

ρούσε λιγότερο) στο βασικό (δυσμενές) σενάριο σε σύγκριση με τον ευρωπαϊκό μέσο όρο.<sup>12</sup>

Αναφορικά με την ποιότητα χαρτοφυλακίου, ο δείκτης μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ) σε επίπεδο ευρωζώνης δεν εμφάνισε ουσιαστική μεταβολή τον Ιούνιο του 2023 σε σχέση με το Δεκέμβριο του 2022, ενώ το ποσοστό των εξυπηρετούμενων δανείων που παρουσιάζουν σημαντικά αυξημένο πιστωτικό κίνδυνο σε σύγκριση με την αρχική αναγνώριση (δάνεια stage 2) επί του συνόλου των δανείων μειώθηκε κατά το ίδιο χρονικό διάστημα.<sup>13</sup> Για τις ελληνικές τράπεζες, ο δείκτης ΜΕΔ σε ατομική βάση μειώθηκε το Σεπτέμβριο του 2023 σε σύγκριση με το Δεκέμβριο του 2022 (βλ. Πίνακα VI.2), παραμένοντας όμως υψηλότερος από τον αντίστοιχο της ευρωζώνης.<sup>14</sup> Επίσης, το ποσοστό των δανείων stage 2 επί του συνόλου των δανείων διαμορφώθηκε το Σεπτέμβριο του 2023 σε 9,6%, σημαντικά μειωμένο σε σχέση με το Δεκέμβριο του 2022 (10,7%). Επιπρόσθετα, το ποσοστό των εξυπηρετούμενων δανείων με καθυστέρηση κάτω των 90 ημερών επί του συνόλου των δανείων μειώθηκε σε 2,3% το Σεπτέμβριο του 2023 από 3,2% το Δεκέμβριο του 2022, με τη μείωση των καθυστερήσεων να συγκεντρώνεται στην κατηγορία 1 έως 30 ημερών. Επισημαίνεται πάντως ότι κατά τη διάρκεια του πρώτου εννεαμήνου του 2023 παρατηρήθηκε καθαρή εισροή νέων ΜΕΔ σε όλα τα χαρτοφυλάκια δανείων.<sup>15</sup> Η στενή παρακολούθηση της ποιότητας του χαρτοφυλακίου δανείων είναι αναγκαία, καθώς το περιβάλλον αυξημένων επιτοκίων και το ενδεχόμενο επιβράδυνσης της οικονομικής δραστηριότητας δύνανται να ασκήσουν αυξητικές πιέσεις στο δείκτη ΜΕΔ.

Αναφορικά με τη ρευστότητα, ο δείκτης κάλυψης ρευστότητας (Liquidity Coverage Ratio – LCR)

**Πίνακας VI.2 Βασικοί δείκτες ποιότητας χαρτοφυλακίων δανείων**

(ποσοστό %, στοιχεία εντός ισολογισμού, ατομική βάση)

	Σεπτ. 2022	Δεκ. 2022	Σεπτ. 2023
Δείκτης μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ)	9,7	8,7	7,9
<b>Δείκτης ΜΕΔ ανά χαρτοφυλάκιο</b>			
<i>Επιχειρηματικά</i>	8,9	7,6	7,0
Μεγάλες επιχειρήσεις	4,6	3,4	3,2
Μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις	14,0	11,6	11,1
Ελεύθεροι επαγγελματίες και πολύ μικρές επιχειρήσεις	28,9	27,8	26,5
Ναυτιλιακά	2,6	2,5	1,4
<i>Στεγαστικά</i>	10,4	10,5	9,8
<i>Καταναλωτικά</i>	18,5	18,1	14,1
<b>Δείκτης διάρθρωσης ΜΕΔ ανά περίοδο ή κατηγορία αθέτησης</b>			
Σε καθυστέρηση > 90 ημέρες	33,9	33,2	34,8
91-180 ημέρες	4,7	3,6	4,7
181-360 ημέρες	4,4	4,0	3,6
>1 έτος	24,8	25,5	26,6
Αβέβαιης είσπραξης	31,3	30,7	31,8
Καταγγελλόμενες απαιτήσεις	34,8	36,2	33,4
<b>Λοιποί δείκτες</b>			
Σε καθεστώς ρύθμισης (ως προς το σύνολο των δανείων)	8,3	7,5	6,4
Εξυπηρετούμενα δάνεια <sup>1</sup>	5,2	4,8	3,8
Μη εξυπηρετούμενα δάνεια <sup>2</sup>	37,6	36,2	36,9
Υπό καθεστώς νομικής προστασίας	0,3	0,3	0,2
Δείκτης κάλυψης ΜΕΔ από προβλέψεις	43,3	46,8	45,2
Δείκτης αθέτησης (default rate)	0,5	0,4	0,4
Δείκτης αποκατάστασης της τακτικής εξυπηρέτησης δανείων (cure rate)	4,5	4,0	3,0

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Σημείωση: Τα μεγέθη αφορούν εντός ισολογισμού δάνεια (προ προβλέψεων) και πιστωτικές διευκολύνσεις (advances) των ελληνικών εμπορικών και συνεταιριστικών τραπεζών (σε ατομική βάση), σύμφωνα με στοιχεία που συγκεντρώνονται για εποπτικούς σκοπούς παρακολούθησης των ΜΕΔ.

1 Εξυπηρετούμενα δάνεια σε καθεστώς ρύθμισης ως προς σύνολο εξυπηρετούμενων δανείων.

2 Μη εξυπηρετούμενα δάνεια σε καθεστώς ρύθμισης ως προς σύνολο μη εξυπηρετούμενων δανείων.

12 Τα αποτελέσματα των προσομοιώσεων ανακοινώθηκαν στις 28.7.2023. Εκτιμήθηκαν οι εξής επιδράσεις επί των κεφαλαίων CET1, υπό το βασικό (δυσμενές) σενάριο: Alpha: + 2,2 ποσοστιαίες μονάδες (-3,1 ποσ. μον.), Eurobank: +3,6 ποσ. μον. (-2,2 ποσ. μον.), Εθνική: +5,8 ποσ. μον. (-1,4 ποσ. μον.), Πειραιώς +2,7 ποσ. μον. (-2,4 ποσ. μον.).

13 Στοιχεία ΕΚΤ, Supervisory Banking Statistics: (α) Δείκτης ΜΕΔ 2,3% τον Ιούνιο του 2023 και το Δεκέμβριο του 2022, (β) Δάνεια stage 2 ως προς το σύνολο των δανείων: 9,2% τον Ιούνιο του 2023 από 9,6% το Δεκέμβριο του 2022.

14 Εποπτικά στοιχεία για το σύνολο του τραπεζικού συστήματος (τις σημαντικές τράπεζες): (α) Δείκτης ΜΕΔ: 7,9% (5,7%) το Σεπτέμβριο του 2023 από 8,7% (6,4%) το Δεκέμβριο του 2022, (β) Υπόλοιπο ΜΕΔ για τις αντίστοιχες χρονικές περιόδους: 11,7 (7,9) δισεκ. ευρώ από 13,2 (9,2) δισεκ. ευρώ, (γ) Διάρθρωση ΜΕΔ το Σεπτέμβριο του 2023 για το σύνολο του τραπεζικού συστήματος: 66% επιχειρηματικά δάνεια, 25% στεγαστικά και 9% καταναλωτικά. Επίσης, περίπου ισόποση είναι η κατανομή μεταξύ δανειακών συμβάσεων που έχουν ήδη καταγγελλεί από τις τράπεζες, δανείων αβέβαιης είσπραξης (“unlikely to pay”) και δανείων σε καθυστέρηση μεγαλύτερη των 90 ημερών τα οποία δεν έχουν ακόμη καταγγελλεί.

15 Η καθαρή εισροή νέων ΜΕΔ υπολογίζεται ως η διαφορά μεταξύ των ροών δανείων που αλλάζουν κατηγορία από εξυπηρετούμενα σε μη εξυπηρετούμενα μείον την αντίστροφη ροή (από ΜΕΔ σε εξυπηρετούμενα). Δεν συμπεριλαμβάνονται οι ροές που σχετίζονται με πωλήσεις ΜΕΔ, διαγραφές, ρευστοποιήσεις και εισπράξεις από ΜΕΔ.

των τραπεζών της ευρωζώνης παρουσίασε υποχώρηση τον Ιούνιο του 2023 σε σχέση με το τέλος του 2022, ενώ ο δείκτης καθαρής σταθερής χρηματοδότησης (Net Stable Funding Ratio – NSFR) αύξησε.<sup>16</sup> Για τις ελληνικές τράπεζες, οι δείκτες LCR και NSFR αυξήθηκαν το Σεπτέμβριο του 2023 σε σχέση με το Δεκέμβριο του 2022, παραμένοντας αμφότεροι σε υψηλότερο επίπεδο από τους αντίστοιχους δείκτες των τραπεζών της ευρωζώνης.<sup>17</sup> Σημειώνεται ότι οι ελληνικές τράπεζες διατηρούν επαρκή ρευστότητα για τη συνέχιση της αποπληρωμής των στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTRO III) του Ευρωσυστήματος.<sup>18</sup> Επιπλέον, ο λόγος δανείων προς καταθέσεις για τις ΜΧΕ και τα νοικοκυριά είναι σημαντικά χαμηλότερος στις ελληνικές τράπεζες (64,6%) σε σύγκριση με τις τράπεζες στην ευρωζώνη (105,1%).

Οι ελληνικές τράπεζες καλούνται να αντιμετωπίσουν σημαντικές προκλήσεις το επόμενο διάστημα. Συγκεκριμένα, οφείλουν να συνεχίσουν τις εκδόσεις ομολόγων με σκοπό την κάλυψη της Ελάχιστης Απαιτήσης Ιδίων Κεφαλαίων και Επιλέξιμων Υποχρεώσεων (MREL) σε ένα περιβάλλον αυστηροποίησης των νομισματικών και χρηματοπιστωτικών συνθηκών διεθνώς.<sup>19</sup> Επίσης, πρόκληση για την κερδοφορία των τραπεζών δύναται να προέλθει από αύξηση στα επιτόκια καταθέσεων ή/και στη ζήτηση για προθεσμιακές καταθέσεις έναντι καταθέσεων μίας ημέρας. Επιπρόσθετα, ο στόχος της περαιτέρω μείωσης του δείκτη ΜΕΔ, στο επίπεδο του ευρωπαϊκού μέσου όρου, καθίσταται δυσκολότερος σε ένα περιβάλλον αυξημένων επιτοκίων για μακρότερο χρονικό διάστημα (higher for longer). Από την άλλη πλευρά, η αναβάθμιση της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος στην Επενδυτική Κατηγορία, η ανθεκτική πορεία της ελληνικής οικονομίας και η στήριξή της από τους πόρους του NextGenerationEU συμβάλλουν θετικά στις προοπτικές των ελληνικών τραπεζών.

16 Ο δείκτης LCR εστιάζει στην επαρκή κάλυψη αναγκών ρευστότητας στο βραχυπρόθεσμο διάστημα (30 ημέρες), ενώ ο δείκτης NSFR στην επαρκή κάλυψη πιο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων των τραπεζών (1 έτος).

17 (α) Δείκτης LCR: ευρωζώνη: 158,0% τον Ιούνιο του 2023 από 161,3% το Δεκέμβριο του 2022, Ελλάδα: 215,7% το Σεπτέμβριο του 2023 από 197,4% το Δεκέμβριο του 2022, (β) Δείκτης NSFR (για τις αντίστοιχες χρονικές περιόδους): ευρωζώνη: 126,3% από 125,8%, Ελλάδα: 135,4% από 133,1%.

18 Συγκεκριμένα, οι υποχρεώσεις προς το Ευρωσύστημα το Σεπτέμβριο του 2023 ήταν 16,9 δισεκ. ευρώ, ενώ το στοιχείο ενεργητικού "ταμείο και διαθέσιμα στην Κεντρική Τράπεζα" ήταν 42,6 δισεκ. ευρώ (βλ. και ανάλυση Fitch Ratings, "Southern European Banks' Liquidity to Remain Healthy Despite TLTRO Expiry", 26.6.2023).

19 Το 2023 οι σημαντικές ελληνικές τράπεζες συνέχισαν να εκδίδουν ομόλογα με σκοπό την κάλυψη της Ελάχιστης Απαιτήσης Ιδίων Κεφαλαίων και Επιλέξιμων Υποχρεώσεων (MREL). Συγκεκριμένα, εκδόθηκαν δύο ομόλογα μειωμένης εξασφάλισης: (α) Alpha Bank, Additional Tier 1, ύψους 400 εκατ. ευρώ με τοκομερίδιο 11,875% χωρίς τακτή ημερομηνία λήξης και (β) Εθνική Τράπεζα, Tier 2, ύψους 500 εκατ. ευρώ με τοκομερίδιο 8,0% και λήξη 10,3 έτη. Επίσης, εκδόθηκαν 6 ομόλογα υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας συνολικού ύψους 2,57 δισεκ. ευρώ με μεσοσταθμικό τοκομερίδιο 6,8% και μεσοσταθμική διάρκεια 5,8 έτη. Με βάση τα στοιχεία του Ενιαίου Συμβουλίου Εξυγίανσης (SRB MREL Dashboard 2023:Q2) και τις εκδόσεις που πραγματοποιήθηκαν το 2023 έως τα μέσα Δεκεμβρίου, απομένουν περίπου 5,5 δισεκ. ευρώ που πρέπει να καλυφθούν από αντίστοιχες ομολογιακές εκδόσεις ή άλλους τύπους επιλέξιμων στοιχείων παθητικού έως το τέλος του 2025.

## Πλαίσιο VI.1

### Η ΜΕΤΑΔΟΣΗ ΤΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ ΚΑΤΑΘΕΣΕΩΝ ΤΩΝ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ

Οι καταθέσεις των νοικοκυριών αντιπροσωπεύουν το μεγαλύτερο τμήμα των καταθέσεων και γενικότερα των υποχρεώσεων των τραπεζών, συνεπώς τα επιτόκια των καταθέσεων επηρεάζουν σημαντικά το συνολικό κόστος άντλησης χρηματοδότησης των τραπεζών και κατ' επέκταση την προσφορά δανείων, καθώς και την κερδοφορία τους. Στο παρόν πλαίσιο εξετάζεται ο βαθμός μετάδοσης των αυξήσεων των επιτοκίων πολιτικής στα επιτόκια των καταθέσεων των νοικοκυριών στην Ελλάδα. Τα αποτελέσματα επιβεβαιώνουν τη σχετική αδράνεια των επιτοκίων καταθέσεων σε αυξήσεις των επιτοκίων πολιτικής, ενώ παράγοντες όπως η προσφορά καταθέσεων προς τις τράπεζες, ο ανταγωνισμός στο τραπεζικό σύστημα και, πιο πρόσφατα, το περιβάλλον των αρνητικών



επιτοκίων που προηγήθηκε, φαίνεται ότι επηρεάζουν το βαθμό μετάδοσης των εν λόγω αυξήσεων στα επιτόκια των καταθέσεων.

### Πρόσφατες εξελίξεις

Από τον Ιούλιο του 2022, οπότε ξεκίνησε ο πιο πρόσφατος κύκλος αυξήσεων των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ, μέχρι τον Οκτώβριο του τρέχοντος έτους το μέσο επιτόκιο καταθέσεων των νοικοκυριών έχει αυξηθεί κατά 34 μονάδες βάσης (μ.β.), το επιτόκιο των καταθέσεων προθεσμίας έως 1 έτος προς τον τομέα αυτό κατά 164 μ.β. ενώ η μεταβολή του επιτοκίου καταθέσεων μίας ημέρας είναι μηδενική. Οι αυξήσεις αυτές είναι περιορισμένες συγκριτικά με την αντίστοιχη μεταβολή του επιτοκίου πολιτικής κατά το ίδιο διάστημα. Το Σεπτέμβριο του 2023 η διαφορά μεταξύ του επιτοκίου πολιτικής (στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης – MRO ή στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων – DFR) και του μέσου επιτοκίου καταθέσεων των νοικοκυριών διαμορφώθηκε σε ιστορικά υψηλά επίπεδα, φθάνοντας τις 413 μ.β. (έναντι του MRO) ή 363 μ.β. (έναντι του DFR). Η εν λόγω διαφορά είναι ενδεικτική του κόστους ευκαιρίας που αντιμετωπίζουν οι καταθέτες σε σχέση με άλλες αποταμιευτικές επιλογές χαμηλού κινδύνου, όπως τα έντοκα γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου, μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων ή καταθέσεις στο εξωτερικό, οι αποδόσεις των οποίων μπορεί να προσαρμόζονται αμεσότερα σε μεταβολές του επιτοκίου πολιτικής. Σημειώνεται πάντως ότι, αν και τα επιτόκια καταθέσεων στη ζώνη του ευρώ έχουν σημειώσει αισθητά εντονότερη άνοδο από ό,τι στην Ελλάδα (βλ. ενότητα 2 του παρόντος κεφαλαίου), στην παρούσα συγκυρία δεν έχουν καταγραφεί εκροές καταθέσεων προς άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ.

### Διαθεσιμότητα καταθέσεων στις τράπεζες

Άμεσα συναρτώμενη με το βαθμό μετάδοσης των επιτοκιακών αυξήσεων της ΕΚΤ στα επιτόκια καταθέσεων είναι η προσφορά καταθέσεων προς τα πιστωτικά ιδρύματα, οι οποίες αποτελούν την πλέον σταθερή πηγή ρευστότητας για τις τράπεζες. Η σχετική σημασία των καταθέσεων στις συνολικές υποχρεώσεις των ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων από εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης (κεντρική τράπεζα, διατραπεζική αγορά, καταθέσεις και εκδοθέντα τραπεζικά ομόλογα) έχει αυξηθεί αισθητά την τελευταία δεκαετία (βλ. Διάγραμμα Α). Το μερίδιο συμμετοχής των καταθέσεων αυξήθηκε από 51% στα μέσα του 2015 σε 81% στις αρχές του 2020 (πριν από την πανδημία) και σε 84% το Σεπτέμβριο του 2023, που είναι το υψηλότερο ποσοστό με βάση τα ιστορικά στοιχεία από την ένταξη της χώρας στη ζώνη του ευρώ.

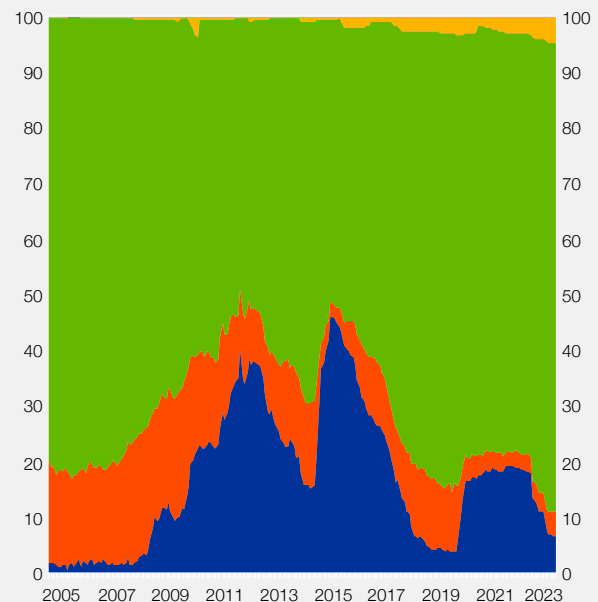
Η διαθεσιμότητα καταθέσεων αποτυπώνεται και στο λόγο των δανείων προς τις καταθέσεις. Εάν η διαθεσιμότητα καταθέσεων στις τράπεζες είναι μεγάλη, ο δείκτης είναι χαμηλός και οι τράπεζες δεν έχουν σημαντικό κίνητρο να αυξήσουν τα επιτόκια ώστε να προσελκύσουν νέες καταθέσεις. Το ίδιο συμβαίνει αν η ρευστότητα που προσφέρεται προς τις εμπορικές τράπεζες από την κεντρική τράπεζα είναι άφθονη. Κατά συνέπεια, η μετάδοση των μεταβολών των επιτοκίων πολιτικής εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τις ανάγκες που έχουν οι τράπεζες για την άντληση πόρων μέσω καταθέσεων ή άλλων πηγών. Με βάση το Διάγραμμα Β, διαπιστώνεται ότι ο λόγος των δανείων προς τις καταθέσεις του εγχώριου ιδιωτικού τομέα υποχωρούσε συνεχώς κατά τα έτη 2015-2021,

εξαιτίας της απομόχλευσης στον τραπεζικό κλάδο και της σταδιακής ενίσχυσης των καταθέσεων. Αυτή η πτωτική τάση συνεχίστηκε και στη διάρκεια της πανδημίας, εξαιτίας των εκτεταμένων μεταβιβάσεων του Δημοσίου προς

Διάγραμμα Α Διάρθρωση υποχρεώσεων ελληνικών τραπεζών (Ιανουάριος 2005-Οκτώβριος 2023)

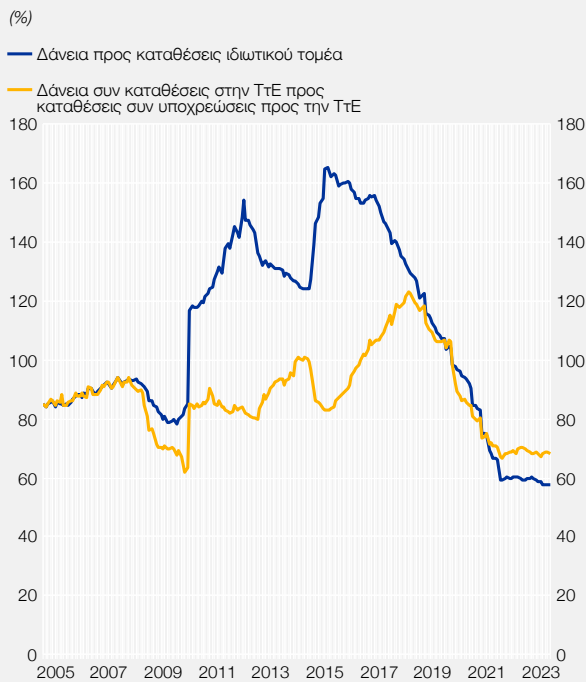
(% συνολικών υποχρεώσεων από αυτές τις πηγές)

- Υποχρεώσεις έναντι της κεντρικής τράπεζας
- Υποχρεώσεις έναντι λοιπών ΝΧΙ
- Καταθέσεις
- Εκδοθέντα χρεόγραφα



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

**Διάγραμμα Β Λόγος δανείων προς καταθέσεις των ελληνικών τραπεζών (Ιανουάριος 2005-Οκτώβριος 2023)**



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος (ΤτΕ) και ΕΚΤ.

μίας ημέρας των νοικοκυριών προς την αντίστοιχη μεταβολή του επιτοκίου πολιτικής κατά τον τρέχοντα ανοδικό κύκλο των επιτοκίων,<sup>2</sup> καθώς και για τον προηγούμενο που είχε ξεκινήσει το Δεκέμβριο του 2005 και διήρκεσε μέχρι τον Ιούλιο του 2008. Με βάση το λόγο αυτό, φαίνεται ότι κατά τον προηγούμενο ανοδικό κύκλο υπήρχε μεγαλύτερη ενσωμάτωση των διαδοχικών αυξήσεων της ΕΚΤ στα επιτόκια καταθέσεων προθεσμίας των νοικοκυριών στην Ελλάδα, σταδιακά ενισχυόμενη από 40% τον πρώτο μήνα μετά την έναρξη των αυξήσεων σε 90% (που σημαίνει σχεδόν πλήρη μετακύλιση) μέχρι την έναρξη της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης στα τέλη του 2007. Αντίθετα, στον κύκλο που διανύουμε, η επακόλουθη αύξηση των επιτοκίων καταθέσεων των νοικοκυριών είναι σημαντικά μικρότερης έκτασης και πιο αργή, παρά τη ραγδαία και απότομη αύξηση του επιτοκίου πολιτικής από την ΕΚΤ. Όσον αφορά τα επιτόκια καταθέσεων μίας ημέρας, ο εν λόγω δείκτης διαμορφώθηκε κοντά στο 20% σύντομα μετά την έναρξη των αυξήσεων το Δεκέμβριο του 2005 χωρίς να μεταβληθεί ουσιαστικά στη συνέχεια, ενώ στην παρούσα φάση η μετάδοση της ανόδου των επιτοκίων πολιτικής στα επιτόκια καταθέσεων μίας ημέρας είναι μηδενική.

Στη συνέχεια θα εξετάσουμε εμπειρικά το βαθμό μετάδοσης των μεταβολών της νομισματικής πολιτικής στα επιτόκια των καταθέσεων των νοικοκυριών εκτιμώντας την εξίσωση<sup>3</sup>:

$$\Delta r_t^d = \Delta r_{t-1}^d + \sum_{j=0}^k \beta^j \Delta r_t^{ECB} + \Gamma X_t + Z LD_t + E Conc_t + e_t$$

- 1 Μετά την επιβολή περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων (capital controls) το 2015, αλλά και αργότερα κατά τη διάρκεια της πανδημίας, καταγράφηκε σημαντική και αυξανόμενη εξοικείωση των νοικοκυριών με τη χρήση των καταθέσεων ως μέσου ηλεκτρονικών συναλλαγών. Η χρήση αυτή συνεπάγεται τη διατήρηση υψηλότερων υπολοίπων καταθέσεων μίας ημέρας από ό,τι στο παρελθόν για τη διενέργεια πληρωμών, καθιστώντας πιο ανελαστική την προσφορά καταθέσεων από τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά σε μεταβολές του επιτοκίου.
- 2 Για τον εν λόγω δείκτη, βλ. (α) Messer, T., and F. Niepmann (2023), "What determines passthrough of policy rates to deposit rates in the euro area?", *Feds Notes*, και (β) Kang-Landsberg, A., S. Luck and M. Plosser (2023), "Deposit Betas: Up, Up and Away?", Federal Reserve Bank of New York, *Liberty Street Economics*.
- 3 Ενδεικτικά βλ. Messer and Niepmann, όπ. π.

τον ιδιωτικό τομέα και γενικότερα της συσσώρευσης καταθέσεων που παρατηρήθηκε με το κλείσιμο της οικονομίας.<sup>1</sup> Ωστόσο από τα τέλη του 2021 και μετά, ο λόγος αυτός φαίνεται να έχει σταθεροποιηθεί σε σχετικά χαμηλά επίπεδα, αντανακλώντας αφενός τη σημαντική πιστωτική επέκταση προς τις επιχειρήσεις το 2022 και αφετέρου την επιβράδυνση της ανόδου των ιδιωτικών καταθέσεων το διάστημα αυτό.

Από την άλλη πλευρά, θα πρέπει να σημειωθεί ότι η αποπληρωμή από τις εμπορικές τράπεζες των TLTRO III εντός του 2023 έχει μειώσει σημαντικά τη ρευστότητα που ήταν διαθέσιμη μέσω της κεντρικής τράπεζας. Ωστόσο, ο καθαρός δανεισμός από την κεντρική τράπεζα (δηλ. η διαφορά μεταξύ των δανειακών υποχρεώσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων προς την Τράπεζα της Ελλάδος και των απαιτήσεών τους από καταθέσεις σε αυτήν) παραμένει αρνητικός, υποδηλώνοντας ότι οι τράπεζες βασίζονται στις καταθέσεις των πελατών για να χρηματοδοτήσουν τα δανειοδοτικά τους προγράμματα.

**Εμπειρική ανάλυση για τη μετάδοση των αυξήσεων του επιτοκίου πολιτικής στα επιτόκια καταθέσεων των νοικοκυριών στην Ελλάδα**

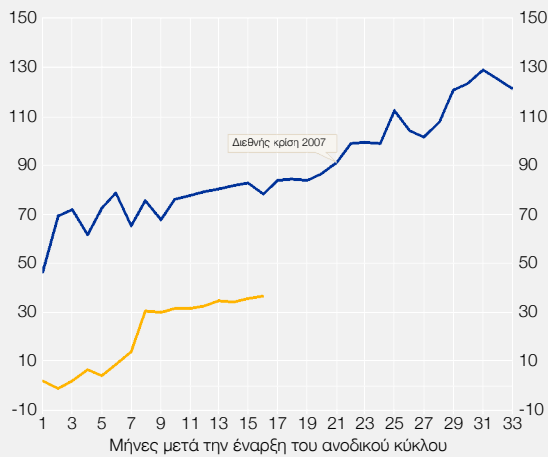
Στο Διάγραμμα Γ παρουσιάζεται ο λόγος της σωρευτικής μεταβολής στο επιτόκιο καταθέσεων προθεσμίας και

## Διάγραμμα Γ Μεταβολές επιτοκίου καταθέσεων των νοικοκυριών και του επιτοκίου πολιτικής

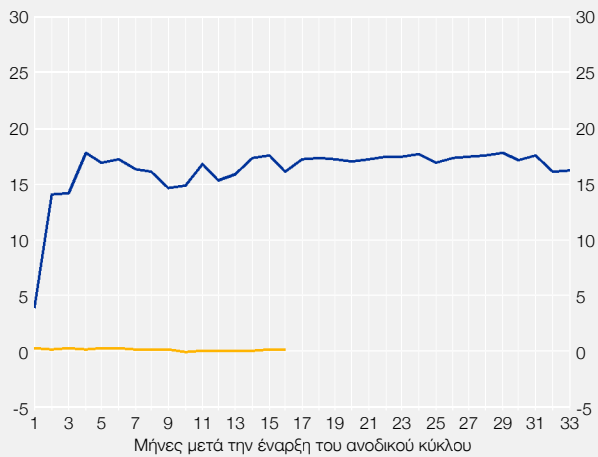
(λόγος σωρευτικών μεταβολών των δύο επιτοκίων, %)

## α. Καταθέσεις προθεσμίας

— Κύκλος Δεκεμβρίου 2005 — Κύκλος Ιουλίου 2022



## β. Καταθέσεις μίας ημέρας



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΚΤ.

όπου  $\Delta r_t^d$  η μεταβολή του επιτοκίου καταθέσεων των νοικοκυριών που εξετάζεται κάθε φορά (μέσο επιτόκιο, επιτόκιο καταθέσεων μίας ημέρας και επιτόκιο προθεσμίας έως 1 έτος) κατά το μήνα  $t$  και  $\Delta r_t^{ECB}$  η μεταβολή του επιτοκίου στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων της ΕΚΤ με  $k$  χρονικές υστερήσεις. Το διάνυσμα  $X_t$  περιλαμβάνει μεταβλητές ελέγχου ώστε να ληφθούν υπόψη μεταβολές στη ζήτηση καταθέσεων (με βάση τη μεταβολή της βιομηχανικής παραγωγής και του ΕνΔΤΚ στο χρόνο  $t$  και με ορισμένες χρονικές υστερήσεις). Επίσης χρησιμοποιείται μία ψευδομεταβλητή για την περίοδο από τον Ιούνιο του 2014 μέχρι τον Ιούνιο του 2022, ώστε να ληφθεί υπόψη η περίοδος αρνητικών επιτοκίων στη ζώνη του ευρώ.<sup>4</sup> Η μεταβλητή  $LD_t$  αναφέρεται στη διαθεσιμότητα καταθέσεων με βάση το λόγο των δανείων προς καταθέσεις που αναλύθηκε ανωτέρω. Η μεταβλητή  $Conc_t$  σχετίζεται με το βαθμό συγκέντρωσης στο τραπεζικό σύστημα, όπως μετρείται με το μερίδιο των πέντε μεγαλύτερων ελληνικών τραπεζών στο σύνολο του ενεργητικού των τραπεζών και αναμένεται να συσχετίζεται αρνητικά με το βαθμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής.<sup>5</sup> Τα στοιχεία που χρησιμοποιήθηκαν είναι μηνιαία για την περίοδο Σεπτεμβρίου 2002-Ιουλίου 2023.

Ο Πίνακας που ακολουθεί παρουσιάζει τα αποτελέσματα των εναλλακτικών ασκήσεων για τις τρεις υποκατηγορίες επιτοκίων καταθέσεων.

Συνοπτικά, με βάση τα αποτελέσματα αυτά, διαπιστώνεται ότι:

- Το επιτόκιο των καταθέσεων μίας ημέρας των νοικοκυριών είναι πολύ λιγότερο ευαίσθητο σε μεταβολές του επιτοκίου πολιτικής σε σύγκριση με εκείνο των καταθέσεων προθεσμίας. Η όποια προσαρμογή του επιτοκίου

4 Η πιο αργή προσαρμογή των επιτοκίων καταθέσεων κατά τον τρέχοντα ανοδικό κύκλο μπορεί να οφείλεται στο ότι κατά τη μη τυπική περίοδο αρνητικών επιτοκίων που προηγήθηκε τα ονομαστικά επιτόκια καταθέσεων στην Ελλάδα διατηρήθηκαν σε ελαφρώς θετικά ή μηδενικά επίπεδα.

5 Σημειώνεται ότι ο εν λόγω δείκτης κυμαινόταν μέχρι τον Ιούνιο του 2012 γύρω στο 70-75% και ενισχύθηκε σημαντικά σε 93% μέχρι το τέλος του 2013, μετά την ολοκλήρωση μιας σειράς συγχωνεύσεων και εξαγορών στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα τη διετία 2012-2013, μεταξύ των οποίων η απορρόφηση του υγιούς τμήματος της ΑΤΕ από την Τράπεζα Πειραιώς και της Εμπορικής από την Alpha Bank, ενώ από το 2015 και μετά κυμαίνεται γύρω στο 96-97%. Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία, η διάρθρωση και οι συνθήκες ανταγωνισμού στην τραπεζική αγορά είναι δυνατόν να επηρεάζουν τη διαμόρφωση των επιτοκιακών περιθωρίων των τραπεζών, ενώ συνδεδεμένη με την ανταγωνιστική πίεση που δέχονται οι τράπεζες είναι η διαθεσιμότητα μη τραπεζικών πηγών χρηματοδότησης και μη τραπεζικών αποταμιευτικών επιλογών στην οικονομία.

των καταθέσεων μίας ημέρας γίνεται σχετικά άμεσα και κατόπιν παύει να είναι στατιστικά σημαντική. Η προσαρμογή του επιτοκίου καταθέσεων προθεσμίας ακολουθεί με μεγαλύτερη χρονική υστέρηση, καθώς εκτιμάται στατιστικά σημαντική κατά το δεύτερο και τον τρίτο μήνα μετά τη μεταβολή του επιτοκίου από την ΕΚΤ.

- Η υψηλή συγκέντρωση στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα αποτελεί ένα διαρθρωτικό παράγοντα που περιορίζει τη μετάδοση των μεταβολών των επιτοκίων της ΕΚΤ στα επιτόκια καταθέσεων των νοικοκυριών. Η υψηλή διαθεσιμότητα καταθέσεων που έχουν τα τελευταία έτη οι τράπεζες σε σχέση με το δανεισμό προς την οικονομία, τους έχει δώσει μέχρι στιγμής την ευχέρεια στον τρέχοντα ανοδικό κύκλο να διατηρήσουν τα επιτόκια καταθέσεων μίας ημέρας αμετάβλητα σε σχεδόν μηδενικά επίπεδα. Η αυξανόμενη χρήση των καταθέσεων μίας ημέρας ως μέσου πληρωμών την τελευταία οκταετία πιθανότατα συντελεί προς την ίδια κατεύθυνση.
- Κατά την περίοδο των αρνητικών επιτοκίων (από τον Ιούνιο του 2014 μέχρι τον Ιούνιο του 2022), τα επιτόκια καταθέσεων των νοικοκυριών παρέμειναν ελαφρώς θετικά ή μηδενικά. Ωστόσο, το περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων έχει παρέλθει και οι τράπεζες είναι πιθανόν να αντιμετωπίσουν αυξανόμενο ανταγωνισμό από εναλλακτικά προϊόντα που απευθύνονται σε αποταμιευτές και έχουν υψηλότερες αποδόσεις. Επιπλέον, η διαδικασία συρρίκνωσης του ισολογισμού της ΕΚΤ που είναι σε εξέλιξη είναι πιθανόν να ενισχύσει τη σημασία των καταθέσεων ως πηγής ρευστότητας για τις τράπεζες τους επόμενους μήνες, επιταχύνοντας τη μετάδοση των αυξήσεων των επιτοκίων πολιτικής στα επιτόκια καταθέσεων.
- Σωρευτικά, ο βαθμός ενσωμάτωσης των μεταβολών των επιτοκίων πολιτικής εκτιμάται υψηλότερος (66%) για τις καταθέσεις προθεσμίας των νοικοκυριών, ιδιαίτερα χαμηλός (18%) για τις καταθέσεις μίας ημέρας, ενώ ανέρχεται σε 34% για το μέσο επιτόκιο, επιβεβαιώνοντας τη σχετική αδράνεια των επιτοκίων καταθέσεων των νοικοκυριών σε μεταβολές της νομισματικής πολιτικής.

**Εκτιμώμενος βαθμός μετάδοσης των μεταβολών του επιτοκίου πολιτικής στα επιτόκια καταθέσεων των νοικοκυριών**

	Μέσο επιτόκιο καταθέσεων	Επιτόκιο καταθέσεων μίας ημέρας	Επιτόκιο καταθέσεων προθεσμίας έως 1 έτος
$\Delta r_{t-1}^d$	0,37 *** (0,08)	0,20 * (0,16)	0,27 *** (0,11)
$\Delta r_t^{ECB}$	0,07 (0,05)	0,06 * (0,03)	0,08 (0,07)
$\Delta r_{t-1}^{ECB}$	0,07 (0,07)	0,03 ** (0,01)	0,15 (0,12)
$\Delta r_{t-2}^{ECB}$	0,14 ** (0,06)	0,06 ** (0,03)	0,20 *** (0,07)
$\Delta r_{t-3}^{ECB}$	0,07 ** (0,04)		0,28 *** (0,10)
$LD_t$	0,02 (0,02)	0,02 *** (0,01)	0,00 (0,46)
$Conc_t$	-0,21 *** (0,05)	-0,06 *** (0,02)	-0,34 *** (0,09)
Περίοδος αρνητικών επιτοκίων	0,05 *** (0,02)	0,02 *** (0,01)	0,08 *** (0,03)
Βαθμός μετάδοσης μακροπρόθεσμα	0,34	0,18	0,66
N	242	242	242
Adj.R <sup>2</sup>	0,55	0,36	0,54

Σημείωση: Εντός παρενθέσεως σημειώνονται τα τυπικά σφάλματα που έχουν διορθωθεί με τη μέθοδο Newey-West.  
\* p-value<0,1, \*\* p-value<0,05, \*\*\*p-value<0,01.

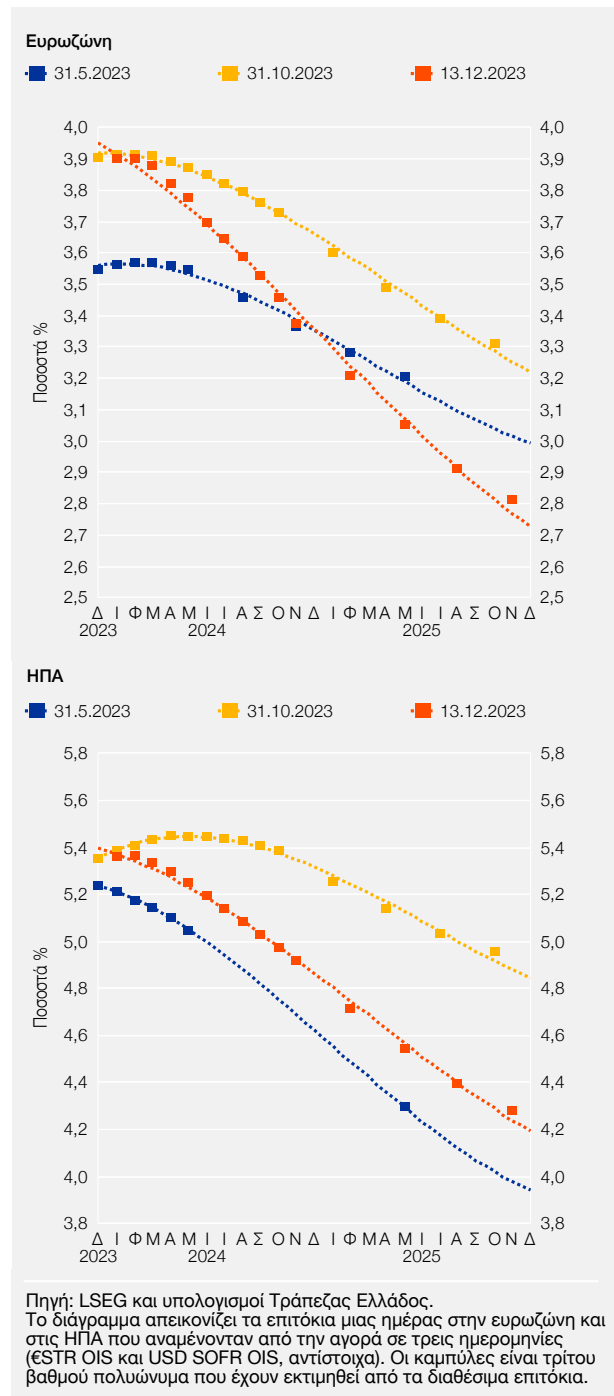
# VII ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Οι εξελίξεις στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές εντός του 2023 καθορίστηκαν κυρίως από τη διαμόρφωση των προσδοκιών των επενδυτών για τα επιτόκια (βλ. Διάγραμμα VII.1). Έτσι, η προς τα άνω αναθεώρηση των προσδοκιών για τα επιτόκια, μετά το β' τρίμηνο, οδήγησε σε σημαντική άνοδο των ομολογιακών αποδόσεων διεθνώς, αλλά και σε αυστηροποίηση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών. Στη συνέχεια, η διαμόρφωση προσδοκιών προς το τέλος του 2023 για μείωση των βασικών επιτοκίων των μεγάλων κεντρικών τραπεζών, εντός του 2024, οδήγησε σε μετριασμό της συνολικής ανόδου των αποδόσεων. Για τα ελληνικά ομόλογα, οι αναβαθμίσεις της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος στην Επενδυτική Κατηγορία, μετά από 12 χρόνια, έχουν συμβάλει στη μείωση των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων. Ταυτόχρονα, συμβάλλουν στην αναβάθμιση και των πιστοληπτικών αξιολογήσεων τραπεζών και επιχειρήσεων και στο μετριασμό ή και την απορρόφηση των ανοδικών επιδράσεων που ασκούν οι αυξήσεις των επιτοκίων στο κόστος δανεισμού τους. Οι παράγοντες που έχουν οδηγήσει στην πρόσφατη αναβάθμιση της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος στην Επενδυτική Κατηγορία αναλύονται στο Πλαίσιο VII.1, ενώ στο Πλαίσιο VII.2 συνοψίζονται τα ευρήματα εμπειρικής ανάλυσης με θέμα τις επιδράσεις των προγενέστερων αναβαθμίσεων στην Επενδυτική Κατηγορία.

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

Οι μεγάλες κεντρικές τράπεζες διεθνώς έχουν προβεί σε αυξήσεις επιτοκίων με πολύ γρήγορο ρυθμό τα δύο τελευταία χρόνια, με αποτέλεσμα τα επιτόκια να έχουν διαμορφωθεί σε ιστορικά υψηλά επίπεδα στην ευρωζώνη και στα υψηλότερα επίπεδα από το 2000 στις ΗΠΑ. Οι αυξήσεις αυτές έχουν συμβάλει στη συγκράτηση των μεσομακροπρόθεσμων προσδοκιών για τον

Διάγραμμα VII.1 Αναμενόμενα βραχυπρόθεσμα επιτόκια



1 Το κείμενο βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία που ήταν διαθέσιμα μέχρι τις 15.12.2023.



πληθωρισμό, αλλά ταυτόχρονα άσκησαν αυξητικές επιδράσεις στις αποδόσεις τόσο των κρατικών όσο και των τραπεζικών και εταιρικών ομολόγων. Στη συνέχεια, η προς τα άνω αναθεώρηση των προσδοκιών των επενδυτών για τα επιτόκια, μετά το β' τρίμηνο, οδήγησε σε επιδείνωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών διεθνώς.

Οι δείκτες αναμενόμενων επιτοκίων, που προέρχονται από τις αγορές επιτοκιακών παραγώγων, έως το πρώτο εξάμηνο του 2022 υποδήλωναν προσδοκίες των επενδυτών για σταθεροποίηση των βασικών επιτοκίων εντός του α' τριμήνου του 2023 και μείωσή τους εντός του δ' τριμήνου. Έκτοτε, σταδιακά, οι προσδοκίες για τα επιτόκια αναθεωρήθηκαν προς τα άνω. Έτσι, επί του παρόντος τα αναμενόμενα, από τις αγορές χρήματος και επιτοκιακών παραγώγων, επιτόκια υποδεικνύουν μικρή πιθανότητα μείωσής τους πριν από το Μάρτιο του 2024.

Ο κύριος λόγος για την προς τα άνω αναθεώρηση των αναμενόμενων επιτοκίων είναι ότι μεγάλες οικονομίες διεθνώς, και κυρίως η οικονομία των ΗΠΑ, επέδειξαν ανθεκτικότητα ισχυρότερη, από ό,τι αρχικά αναμενόταν. Κατ' επέκταση, καθώς τα επιτόκια αναμένεται να παραμείνουν υψηλότερα για μεγαλύτερο, από ό,τι αρχικά αναμενόταν, χρονικό διάστημα ("higher for longer"), θα συνεχίζουν να επηρεάζουν τις χρηματοπιστωτικές συνθήκες διεθνώς προς περιοριστική κατεύθυνση.

Η αυστηροποίηση των νομισματικών συνθηκών και η συνακόλουθη επιδείνωση των διεθνών χρηματοπιστωτικών συνθηκών άσκησαν αυξητική επίδραση και στις αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων, αλλά και των ομολόγων των ελληνικών τραπεζών και επιχειρήσεων. Ωστόσο, για την Ελλάδα, οι αναβαθμίσεις της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης, οι οποίες επανέφεραν την κρατική πιστοληπτική αξιολόγηση της ελληνικής οικονομίας στην Επενδυτική Κατηγορία, υπεραντιστάθμισαν τις ανοδικές επιδράσεις που ασκούσαν οι αυξήσεις των επιτοκίων στο κόστος δανεισμού του Ελληνικού Δημοσίου. Οι αναβαθμίσεις αυτές, αλλά και οι συνακόλουθες αναβαθμίσεις ελληνικών τραπεζών, αποτελούν πολύ σημαντικές εξελίξεις, διότι μετριάζουν τις επιπτώσεις των αυξήσεων των επιτοκίων στο κόστος δανεισμού των τραπεζών και των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, με θετικές επιδράσεις στην πραγματική οικονομία.

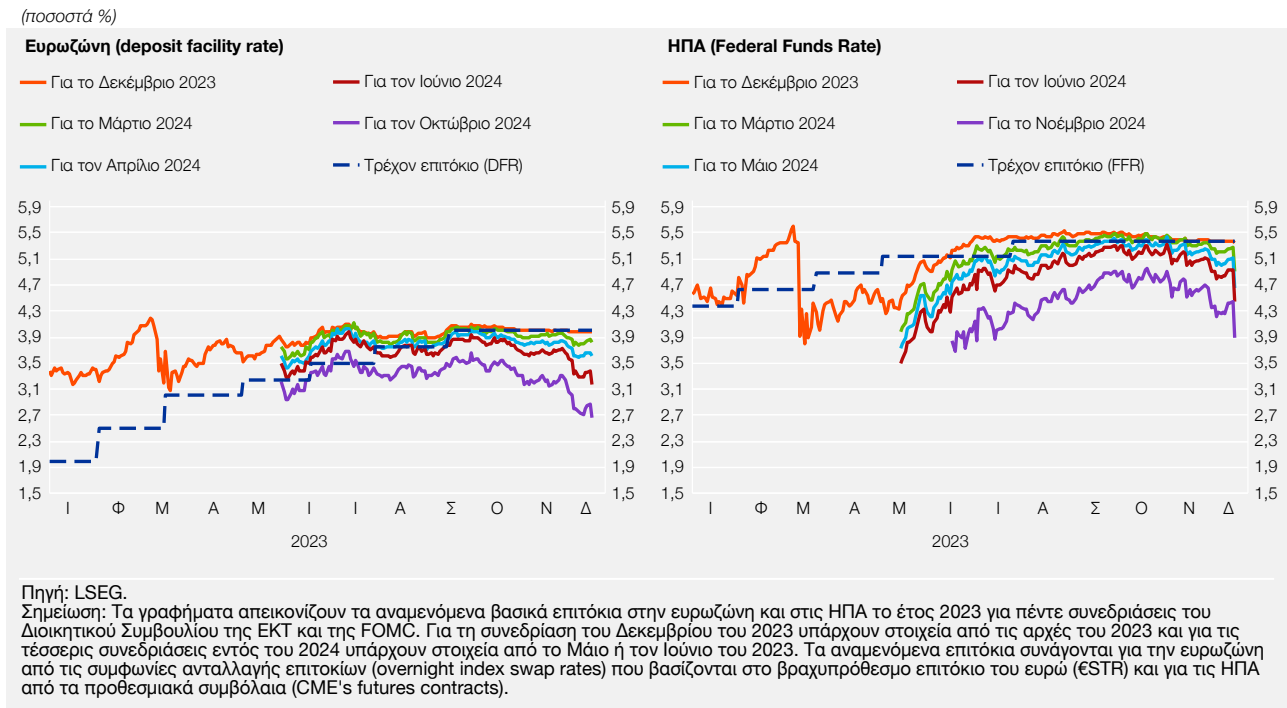
## 2 ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΑΓΟΡΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Οι μεγάλες κεντρικές τράπεζες διεθνώς συνέχισαν τις αυξήσεις επιτοκίων κατά τη διάρκεια του 2023, με σκοπό να υποχωρήσει ο πληθωρισμός προς το επίπεδο-στόχο. Η εξέλιξη αυτή μεταδόθηκε και στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων, με αποτέλεσμα την περαιτέρω αυστηροποίηση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών διεθνώς, με άνοδο των ομολογιακών αποδόσεων σε ετήσια βάση. Ταυτόχρονα, οι επενδυτές έχουν αναθεωρήσει τις προσδοκίες τους προς τα άνω και αναμένουν ότι οι μεγάλες κεντρικές τράπεζες θα διατηρήσουν τα επιτόκια υψηλότερα και για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα (βλ. Διάγραμμα VII.2).<sup>2</sup> Η αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής, η οποία αποσκοπεί στην καταπολέμηση του υψηλού πληθωρισμού, λειτουργεί μέσω της μείωσης της ζήτησης για αγαθά και υπηρεσίες, επιδρώντας όμως με αυτόν τον τρόπο επιβραδυντικά στην οικονομική δραστηριότητα. Έτσι, καθώς η επίδραση της νομισματικής πολιτικής στην πραγματική οικονομία εκδηλώνεται με χρονική υστέρηση, εκτιμάται ότι η περιοριστική συμβολή της στις συνθήκες που επικρατούν στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων θα συνεχιστεί.

Για τις ΗΠΑ, οι προσδοκίες των επενδυτών έχουν αποκλίνει σημαντικά από εκείνες των μελών της FOMC, όπως αυτές καταγράφονται στο Summary of Economic Projections (γνωστό και ως

<sup>2</sup> Η ανοδική τάση στις προσδοκίες των επενδυτών για τα επιτόκια κατά τη διάρκεια του έτους ανακόπηκε παροδικά την περίοδο κατά την οποία παρουσιάστηκαν προβλήματα στον τραπεζικό τομέα στις ΗΠΑ, οπότε οι επενδυτές σχημάτισαν προσδοκίες για μείωση των επιτοκίων στις ΗΠΑ το δ' τρίμηνο του 2023. Αναλυτικότερα, βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2022*, Πλαίσιο IX.3 "Η πτώχευση της Silicon Valley Bank".

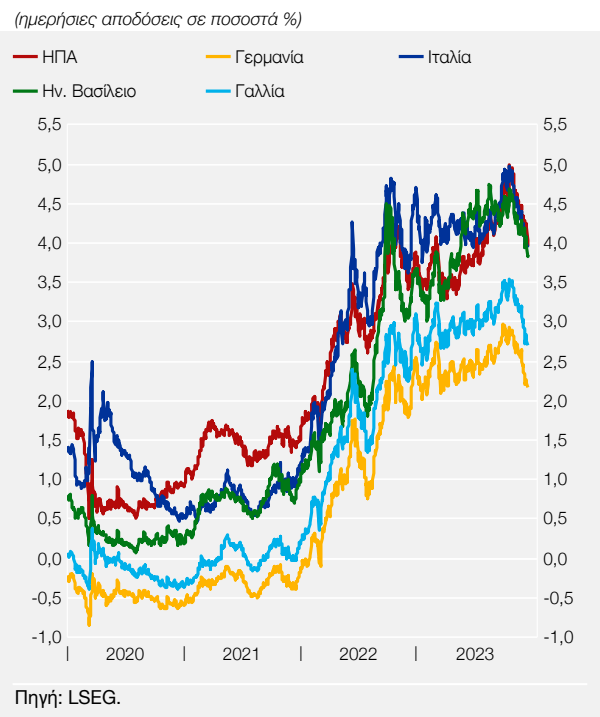
## Διάγραμμα VII.2 Αναμενόμενα βασικά επιτόκια στην ευρωζώνη και στις ΗΠΑ



“dot plot”).<sup>3</sup> Συγκεκριμένα, επί του παρόντος, τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης υποδηλώνουν ότι οι αγορές αναμένουν το βασικό επιτόκιο της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ (fed funds rate – FFR) να βρίσκεται στο τρέχον επίπεδο (5,25%-5,50%) τουλάχιστον έως το Μάρτιο του 2024, υποδηλώνοντας αναθεώρηση προς τα άνω των προσδοκιών των επενδυτών σε σχέση με τις αντίστοιχες προσδοκίες τον Ιούνιο του 2023 (βλ. Διάγραμμα VII.2, δεξιό γράφημα). Ωστόσο, οι αγορές αναμένουν επί του παρόντος ότι το FFR θα βρίσκεται περί τις 150 μονάδες βάσης (μ.β.) χαμηλότερα το Δεκέμβριο του 2024, ενώ τα μέλη της FOMC περιμένουν μία συνολική μείωση των επιτοκίων, για το 2024, περί τις 75 μονάδες βάσης.

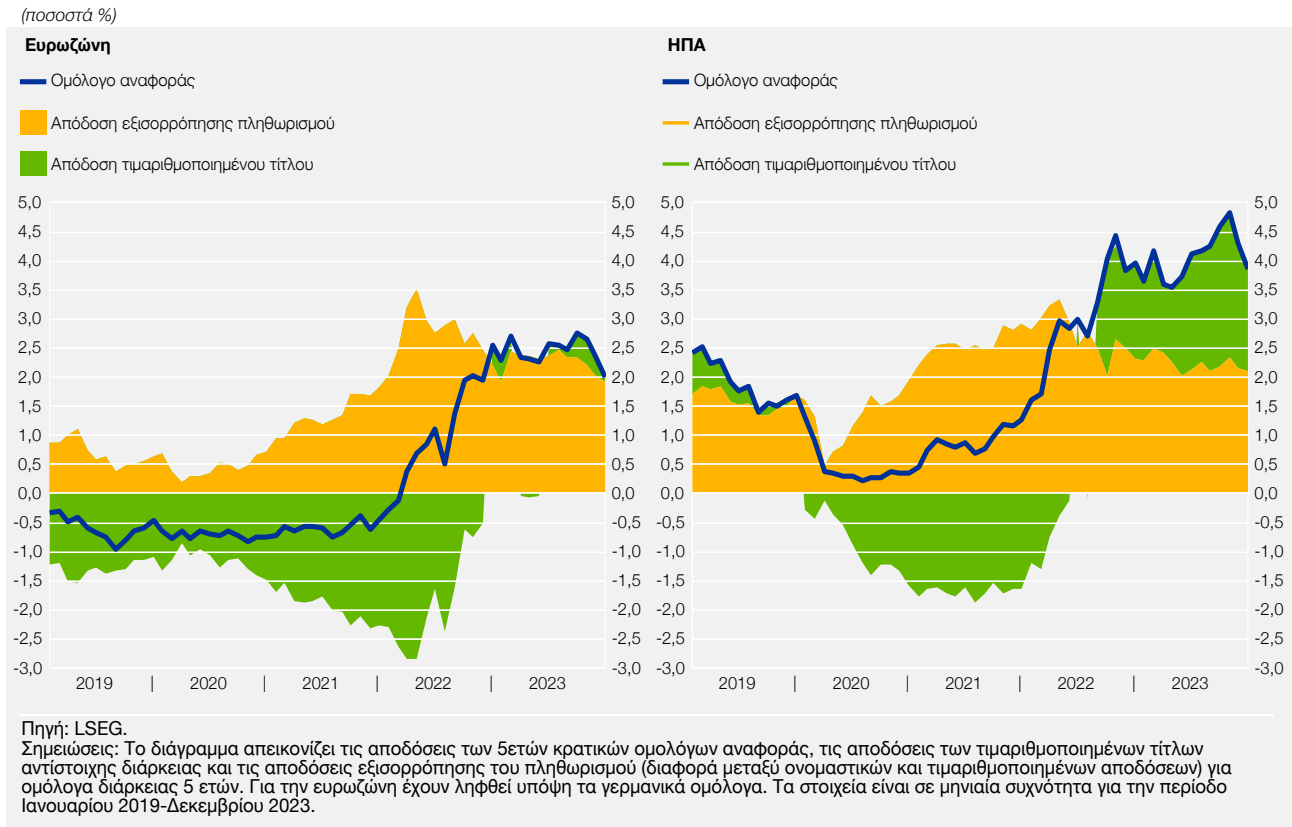
Στην ευρωζώνη, οι προσδοκίες των επενδυτών για τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ ακολούθησαν αντίστοιχη πορεία με αυτές στις ΗΠΑ έως και τον Ιούλιο του 2023, ενώ έκτοτε η ανοδική τάση που παρουσίασαν μετά το Μάρτιο έχει εξαλειφθεί (βλ. Διάγραμμα VII.2, αριστερό γράφημα). Επί του παρόντος, οι επενδυτές στις αγορές χρήματος στην ευρωζώνη, όπως τεκμαίρεται

## Διάγραμμα VII.3 Αποδόσεις δεκαετών κρατικών ομολόγων (Ιανουάριος 2020-Δεκέμβριος 2023)



3 Οι πιο πρόσφατες προβλέψεις των μελών της FOMC (Δεκέμβριος 2023) υποδηλώνουν ότι το FFR αναμένεται να μειωθεί σε εύρος 4,5%-4,75% στο τέλος του 2024 και σε 3,5%-3,75% στο τέλος του 2025 (οι προβλέψεις του Ιουνίου 2023 υποδήλωναν FFR στο τέλος του 2024 και του 2025 4,5%-4,75% και 3,25%-3,5% αντίστοιχα).

Διάγραμμα VII.4 Αποδόσεις ομολόγων αναφοράς, τιμαριθμοποιημένων τίτλων και αναμενόμενος πληθωρισμός



από τις συμφωνίες ανταλλαγής επιτοκίων, αναμένουν ότι το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων (deposit facility rate – DFR) θα παραμείνει στο τρέχον επίπεδο του 4% μέχρι να μειωθεί στο 3,75% στη συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ το Μάρτιο ή τον Απρίλιο του 2024. Επίσης, αναμένουν ότι στο τέλος του 2024 το DFR θα βρίσκεται 150 μ.β. χαμηλότερα από το τρέχον επίπεδο.

Οι κινήσεις στις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων στις ΗΠΑ και στην ευρωζώνη διαμορφώθηκαν σε μεγάλο βαθμό από τις κατά καιρούς μεταβολές στις προσδοκίες των επενδυτών για τις προοπτικές των βασικών επιτοκίων. Έτσι, η αναθεώρηση, από το τέλος του α' εξαμήνου, προς τα άνω των προσδοκιών των επενδυτών για τα επιτόκια, στις ΗΠΑ και την ευρωζώνη οδήγησε τις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων σε σημαντική άνοδο (βλ. Διάγραμμα VII.3). Η εν λόγω εξέλιξη μπορεί να εξηγηθεί από μια σειρά παραγόντων, όπως η ανακοίνωση ισχυρότερων των αναμενόμενων στοιχείων για την πραγματική οικονομία. Ταυτόχρονα και άλλοι παράγοντες όπως η αυξημένη καθαρή προσφορά μακροπρόθεσμων τίτλων από το Αμερικανικό Δημόσιο<sup>4</sup> συμβάλλουν στη διαμόρφωση υψηλότερων αποδόσεων για τα αμερικανικά ομοσπονδιακά ομόλογα.<sup>5</sup> Αντίστοιχα, από τις αρχές Νοεμβρίου, οι ανακοινώσεις στοιχείων, όπως η μεγαλύτερη του αναμενόμενου μείωση στους ρυθμούς πληθωρισμού σε ΗΠΑ και ευρωζώνη, οδήγησαν σε διαμόρφωση προσδοκιών για μείωση επιτοκίων στο α' εξάμηνο του 2024, με αποτέλεσμα το μετριασμό της ανόδου των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων σε ΗΠΑ και την ευρωζώνη.

4 Η καθαρή προσφορά τίτλων από την αμερικανική ομοσπονδιακή κυβέρνηση αυξάνεται τόσο λόγω των υψηλότερων χρηματοδοτικών αναγκών (βλ. [ανακοίνωση](#) του Υπουργείου Οικονομικών των ΗΠΑ στις 2.8.2023) όσο και λόγω της σταδιακής μείωσης των χαρτοφυλακίων ομολόγων της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ (Fed). Ενδεικτικά, η αξία ομοσπονδιακών ομολόγων των ΗΠΑ που κατέχει η Fed έχει μειωθεί κατά 850 δισεκ. δολάρια από την άνοιξη του 2022 έως τα τέλη Οκτωβρίου 2023.

5 Την 1.8.2023 ο οίκος Fitch Ratings υποβάθμισε σε AA+ από AAA το αξιόχρεο του Αμερικανικού Δημοσίου, στηριζόμενος μεταξύ άλλων στα αυξανόμενα ελλείμματα της γενικής κυβέρνησης έως και το 2025.

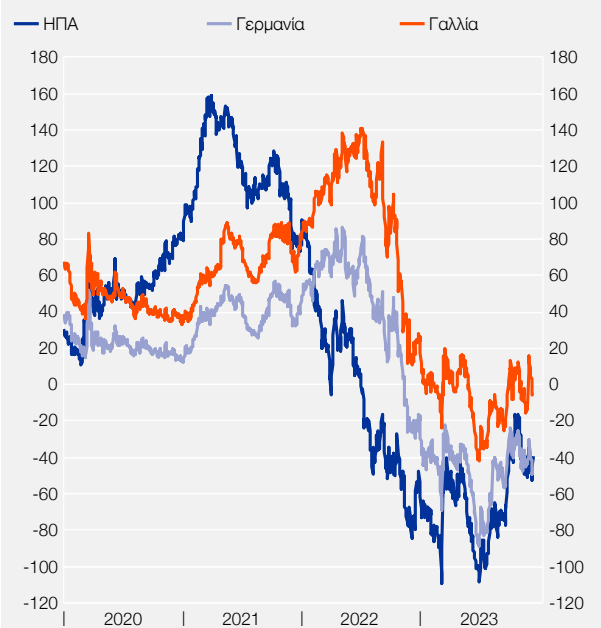
Εστιάζοντας στις συνιστώσες των αποδόσεων, η συνιστώσα που αποτυπώνει τις προσδοκίες για τον πληθωρισμό (breakeven inflation rates) έχει παρουσιάσει σημαντική αποκλιμάκωση, ώστε να διαμορφώνεται, τόσο στην ευρωζώνη όσο και στις ΗΠΑ, πολύ κοντά στο επίπεδο-στόχο 2% για τον πληθωρισμό (βλ. Διάγραμμα VII.4).<sup>6</sup> Το γεγονός αυτό υποδηλώνει ότι η αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής έχει συμβάλει στη συγκράτηση των προσδοκιών των επενδυτών για τον πληθωρισμό, με αποτέλεσμα την αποφυγή ενός αλληλοτροφοδοτούμενου κύκλου αυξημένων προσδοκιών για τον πληθωρισμό και επιτάχυνσης του πληθωρισμού. Επίσης, οι αναμενόμενοι ρυθμοί πληθωρισμού σε πιο μακροπρόθεσμο ορίζοντα παρέμεναν προσδεδεδμένοι κοντά στο επίπεδο-στόχο των κεντρικών τραπεζών.<sup>7</sup> Ως εκ τούτου, τα διαθέσιμα στοιχεία καταδεικνύουν ότι η αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής ήταν αποτελεσματική στη συγκράτηση των πληθωριστικών πιέσεων, μέσω της σταθεροποίησης των πληθωριστικών προσδοκιών.

Επιδιώκοντας να μετριάσουν τις αρνητικές επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία, οι κεντρικές τράπεζες μείωσαν το ρυθμό αύξησης των επιτοκίων το 2023. Σε αυτό το πλαίσιο, λόγω της ανθεκτικότερης του αναμενομένου οικονομικής δραστηριότητας και της επιβράδυνσης των αυξήσεων των επιτοκίων, το τελευταίο διάστημα παρουσιάστηκε μερική εξομάλυνση της αρνητικής κλίσης της καμπύλης αποδόσεων (βλ. Διάγραμμα VII.5). Βέβαια, είναι σκόπιμο να αναφερθεί ότι η διαφορά αποδόσεων των μακροπρόθεσμων έναντι των βραχυπρόθεσμων ομολόγων αναφοράς παραμένει επί μακρό χρονικό διάστημα σε αρνητικά επίπεδα τόσο σε μεγάλες οικονομίες της ευρωζώνης όσο και στις ΗΠΑ.<sup>8</sup>

Τέλος, το διάστημα Ιανουαρίου-Δεκεμβρίου 2023 οι αποδόσεις των μετοχών είναι θετικές στην ευρωζώνη και πιο έντονα θετικές στις ΗΠΑ, οδηγούμενες κυρίως από τον κλάδο της τεχνολο-

**Διάγραμμα VII.5 Διαφορές αποδόσεων 10ετών και 2ετών ομολόγων αναφοράς (Ιανουάριος 2020-Δεκέμβριος 2023)**

(ημερήσια στοιχεία, μονάδες βάσης)



Πηγή: LSEG.

- 6 Στις 15.12.2023 ο μέσος αναμενόμενος πληθωρισμός από τις αγορές ομολόγων για χρονικό ορίζοντα 5ετίας (5-year breakeven inflation rate) στην ευρωζώνη ήταν 1,88% και στις ΗΠΑ 2,19%, καταγράφοντας σε 12μηνη βάση μείωση κατά 0,4 και 0,02 ποσ. μον. αντίστοιχα.
- 7 Οι μακροπρόθεσμες προσδοκίες για τον πληθωρισμό έχουν σταθεροποιηθεί από το τέλος Μαρτίου του 2023. Στις 15.12.2023 ο αναμενόμενος πληθωρισμός από τις αγορές ομολόγων για το χρονικό ορίζοντα των 10 ετών από σήμερα (10-year breakeven inflation rate) ήταν στην ευρωζώνη 1,97% και στις ΗΠΑ 2,23% (έναντι 2,18% και 2,16% αντίστοιχα ένα έτος νωρίτερα). Επίσης, στις 15.12.2023 ο αναμενόμενος μέσος πληθωρισμός για χρονικό ορίζοντα 5ετίας αφότου παρέλθουν 5 έτη από σήμερα (5-year, 5-year forward inflation-linked swap rate) ήταν 2,25% στην ευρωζώνη και 2,55% στις ΗΠΑ (έναντι 2,33% και 2,46% αντίστοιχα ένα έτος νωρίτερα).
- 8 Συγκεκριμένα, η διαφορά μεταξύ των 10ετών και των 2ετών αμερικανικών ομοσπονδιακών ομολόγων έχει διατηρηθεί σχετικά σταθερή το διάστημα Ιανουαρίου-Δεκεμβρίου 2023, αλλά παραμένει αρνητική από τον Ιούλιο 2022 (επίπεδο στις 15.12.2023: -53 μ.β. έναντι -57 μ.β. στις 31.12.2022). Η αντίστοιχη διαφορά για τα γερμανικά ομόλογα έγινε πιο αρνητική το 2023, ενώ βρίσκεται σε αρνητικά επίπεδα από τα μέσα Νοεμβρίου 2022 (15.12.2023: -49 μ.β. έναντι -17 μ.β. στις 31.12.2022). Η αρνητική κλίση της καμπύλης αποδόσεων εκλαμβάνεται ως πρόδρομη ένδειξη για επερχόμενη ύφεση, αν και πρόσφατες μελέτες υποστηρίζουν ότι, μαζί με τις ενδείξεις που παρέχονται από δείκτες όπως η καμπύλη αποδόσεων, πρέπει να συνεκτιμώνται οι αρχικές συνθήκες της οικονομίας – βλ. Kiley, T.M. (2023), “Recession signals and business cycle dynamics: tying the pieces together”, Federal Reserve Board, *Finance and Economics Discussion Series*, No. 2023-008. Αναλυτικότερα, βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2022*, Πλαίσιο ΙΧ.1 “Χρηματοπιστωτικοί δείκτες με πρόδρομη πληροφόρηση για την οικονομική δραστηριότητα”.

γίας. Η τεκμαρτή μεταβλητότητα της αγοράς μετοχών για την ίδια περίοδο ήταν χαμηλότερη από αυτήν της αντίστοιχης περιόδου του 2022.<sup>9</sup> Αντίθετα, ο δείκτης τεκμαρτής μεταβλητότητας των ομολόγων (δείκτης “MOVE”), που αντανακλά κυρίως τον επιτοκιακό κίνδυνο, παρουσίασε ελαφρά αύξηση, παραμένοντας σε υψηλά επίπεδα.<sup>10</sup>

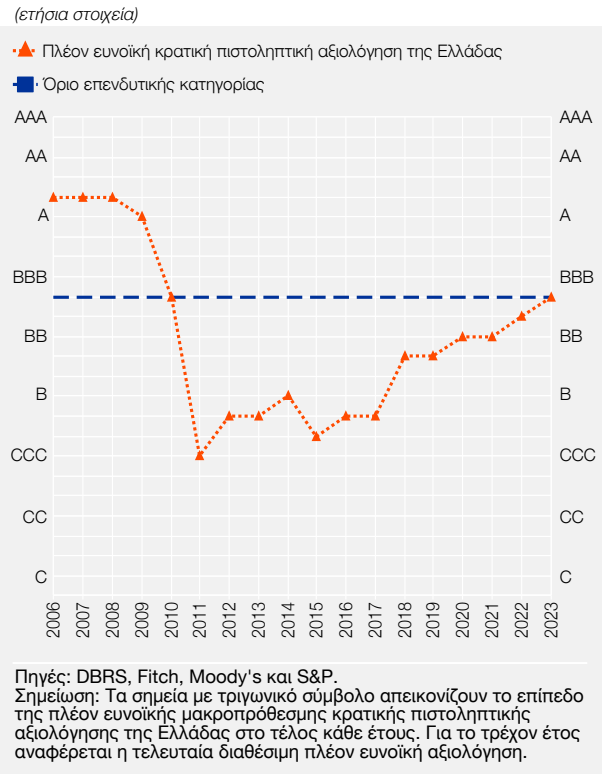
### 3 ΟΜΟΛΟΓΑ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ

Οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων παρουσίασαν μεταβολές συναφείς και προς την ίδια κατεύθυνση με αυτές των αποδόσεων άλλων κρατικών ομολόγων της ευρωζώνης κατά τη διάρκεια του έτους, αντανακλώντας αρχικά την αβεβαιότητα στις διεθνείς κεφαλαιαγορές εξαιτίας των προβλημάτων στον τραπεζικό τομέα στις ΗΠΑ και στη συνέχεια τον κύκλο ανόδου των βασικών επιτοκίων από τις μεγάλες κεντρικές τράπεζες διεθνώς. Ωστόσο, οι ανοδικές πιέσεις κατά το δεύτερο εξάμηνο του έτους υπερκεράστηκαν από τις θετικές εξελίξεις της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος, με αποτέλεσμα οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων να παρουσιάζουν σημαντική μείωση σε σχέση με τις αρχές του 2023.

Συγκεκριμένα, μετά τη μεταβολή των προοπτικών από σταθερές σε θετικές στις 21.4.2023, ο οίκος S&P, πρώτος μεταξύ των τριών μεγάλων οίκων (Fitch, Moody’s και S&P), αναβάθμισε την κρατική πιστοληπτική αξιολόγηση της Ελλάδος από BB+ σε BBB-, δηλ. εντός της Επενδυτικής Κατηγορίας, στις 20.10.2023. Επίσης, στις αρχές Δεκεμβρίου ένας ακόμη οίκος από τους τρεις μεγάλους, ο οίκος Fitch Ratings, αναβάθμισε την κρατική πιστοληπτική αξιολόγηση της Ελλάδος σε BBB- από BB+. Τέλος, δύο ακόμη από τους επιλέξιμους από το Ευρωσύστημα Εξωτερικούς Οργανισμούς Πιστοληπτικής Αξιολόγησης, ο οίκος Scope Ratings τον Αύγουστο και ο οίκος DBRS στις αρχές Σεπτεμβρίου είχαν προβεί σε αναβάθμιση της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης στην Επενδυτική Κατηγορία (BBB-low από BB-high, βλ. Διάγραμμα VII.6), ενώ λίγο μετά ο οίκος Moodys είχε επίσης προβεί σε αναβάθμιση κατά δύο βαθμίδες (από Ba3 σε Ba1, που αντιστοιχεί σε BB+), μειώνοντας έτσι σημαντικά την απόσταση από την αξιολόγηση των υπολοίπων οίκων. Στο Πλαίσιο VII.1 αναλύονται οι παράγοντες που έχουν οδηγήσει σε αυτές τις αναβαθμίσεις.

Οι διαδοχικές βελτιώσεις των προοπτικών των αξιολογήσεων και οι αναβαθμίσεις από τους οίκους αξιολόγησης κατά τη διάρκεια του έτους είχαν ως συνέπεια την ενίσχυση των επενδυτικών τοποθετήσεων στα ελληνικά κρατικά ομόλογα.<sup>11</sup> Ο παράγοντας αυτός συνετέλεσε στην υπεραντιστάθμιση των ανοδικών πιέσεων που άσκησαν στις αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων,

Διάγραμμα VII.6 Κρατική πιστοληπτική αξιολόγηση Ελλάδας (2006-2023)



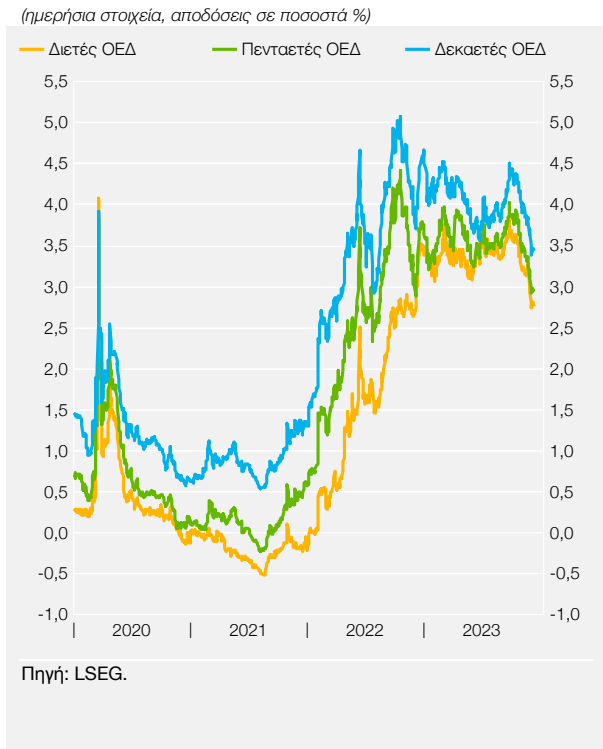
9 Μέσος όρος VIX/VDAX το διάστημα 1.1-15.12.2023: 17/17,3 και το αντίστοιχο διάστημα του 2022: 25,8/27,1.

10 Μέσος όρος MOVE το διάστημα 1.1-15.12.2023: 121,7 και το αντίστοιχο διάστημα του 2022: 120,3.

11 Συγκεκριμένα, εκτιμάται ότι τα διεθνή επενδυτικά κεφάλαια, που επενδύουν σε ομόλογα (bond funds), έως το Σεπτέμβριο του 2023 είχαν αυξήσει τις τοποθετήσεις τους σε ελληνικά ομόλογα σε 7,4 δισεκ. ευρώ από 5,3 δισεκ. ευρώ το Σεπτέμβριο του 2022. Την ίδια περίοδο οι συνολικές θέσεις των χαρτοφυλακίων των επενδυτικών κεφαλαίων σε ομόλογα με πιστοληπτική αξιολόγηση BB+/BB/BB- μειώθηκαν κατά 3,7%.



Διάγραμμα VII.7 Αποδόσεις ελληνικών κρατικών ομολόγων (Ιανουάριος 2020-Δεκέμβριος 2023)



Διάγραμμα VII.8 Διαφορά αποδόσεων δεκαετών κρατικών ομολόγων (Ιανουάριος 2020-Δεκέμβριος 2023)



όπως και των υπόλοιπων ομολόγων διεθνώς, οι αυξήσεις των βασικών επιτοκίων από τις μεγάλες κεντρικές τράπεζες, με αποτέλεσμα προς το τέλος του 2023 οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων να βρίσκονται σε χαμηλότερο επίπεδο από ό,τι στις αρχές του έτους (βλ. Διάγραμμα VII.7). Σε αυτό το περιβάλλον, οι διαφορές των αποδόσεών τους έναντι άλλων κρατικών ομολόγων της ευρωζώνης έχουν μειωθεί σημαντικά (βλ. Διάγραμμα VII.8). Συγκεκριμένα, η διαφορά αποδόσεων (spread) του ελληνικού 10ετούς ομολόγου έναντι του γερμανικού τίτλου αντίστοιχης διάρκειας έχει μειωθεί το διάστημα Ιανουαρίου-Δεκεμβρίου 2023 (κατά 84 μ.β. στις 119 μ.β.), ενώ κυμαίνεται σε σημαντικά χαμηλότερα επίπεδα σε σύγκριση με το spread του ιταλικού 10ετούς ομολόγου έναντι του γερμανικού (171 μ.β.).

Η μειωτική επίδραση των αναβαθμίσεων στις αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων είναι συνεπής με τη διεθνή εμπειρία, ενώ σταδιακά αναμένονται και άλλες θετικές εξελίξεις, οι οποίες αναλύονται εκτενώς στο Πλαίσιο VII.2.

Το Ελληνικό Δημόσιο, μέσω του Οργανισμού Διαχείρισης Δημόσιου Χρέους (ΟΔΔΗΧ), έχει αυξήσει την άντληση κεφαλαίων με μεσομακροπρόθεσμη διάρκεια στις διεθνείς κεφαλαιαγορές από την αρχή του έτους, σε σύγκριση με το ίδιο διάστημα του 2022. Οι νέες αυτές εκδόσεις έχουν αυξημένη μεσοσταθμική απόδοση, σε συνάφεια με την άνοδο των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων διεθνώς.<sup>12</sup> Κατά το ίδιο διάστημα, έχουν εκδοθεί βραχυπρόθεσμοι τίτλοι (έντοκα γραμμάτια 3, 6 και 12 μηνών) συνολικού ύψους 23,6 δισεκ. ευρώ (έναντι 22 δισεκ. ευρώ το αντίστοιχο διάστημα του 2022), με το μεσοσταθμικό κόστος των εκδόσεων να εμφανίζει επίσης αύξηση (3,48% από 0,65% το ίδιο διάστημα του 2022).

12 Το διάστημα 1.1-15.12.2023 εκδόθηκαν ομόλογα σταθερού επιτοκίου συνολικού ύψους 11,5 δισεκ. ευρώ, με μεσοσταθμική απόδοση 4,20%. Το αντίστοιχο διάστημα του 2022 εκδόθηκαν ομόλογα σταθερού επιτοκίου συνολικού ύψους 6,1 δισεκ. ευρώ με μεσοσταθμική απόδοση 2,46% και ομόλογα κυμαινόμενου επιτοκίου (123 μ.β. επιπλέον του Euribor) συνολικού ύψους 2,2 δισεκ. ευρώ.

Οι όγκοι συναλλαγών στη δευτερογενή αγορά αυξήθηκαν κατά το διάστημα Ιανουαρίου-Δεκεμβρίου 2023 σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2022. Συγκεκριμένα, η μέση ημερήσια αξία συναλλαγών στην Ηλεκτρονική Δευτερογενή Αγορά Τίτλων (ΗΔΑΤ) διαμορφώθηκε σε περίπου 107 εκατ. ευρώ το 2023, έναντι 82 εκατ. ευρώ το 2022. Στο Σύστημα Άυλων Τίτλων (ΣΑΤ), μέσω του οποίου διακανονίζονται τόσο εγχώριες όσο και διεθνείς συναλλαγές, η μέση ημερήσια αξία αγοραπωλησιών ανήλθε σε 592 εκατ. ευρώ το 2023, έναντι 472 εκατ. ευρώ το 2022.

## 4 ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ

### 4.1 Ομόλογα ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων

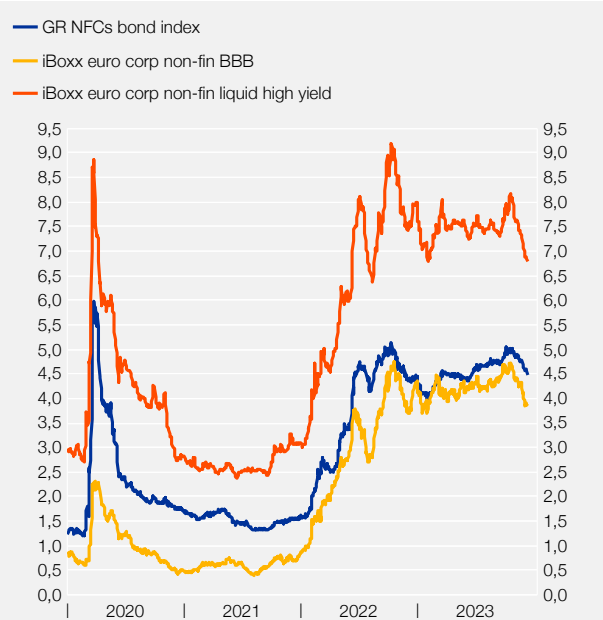
Από το 2013, ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις έχουν εκδώσει σε διεθνείς αγορές, μέσω θυγατρικών τους, ομόλογα συνολικής αξίας περίπου 12,6 δισεκ. ευρώ, ενώ το υφιστάμενο υπόλοιπο, μετά τις ενδιάμεσες λήξεις, είναι 4,8 δισεκ. ευρώ. Κατά την περίοδο αυτή έως σήμερα, η τακτική και χωρίς ιδιαίτερες δυσχέρειες αναχρηματοδότηση των ομολόγων στη λήξη τους δείχνει ότι οι διεθνείς κεφαλαιαγορές αποτελούν ενεργή πηγή χρηματοδότησης για ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις με δραστηριότητα κυρίως σε βιομηχανικούς κλάδους και στον κλάδο της ενέργειας. Στην εγχώρια αγορά, έως τα μέσα Δεκεμβρίου του 2023, έχουν εκδοθεί από ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις ομόλογα συνολικού ύψους περίπου 5 δισεκ. ευρώ, με υφιστάμενο υπόλοιπο περίπου 4,1 δισεκ. ευρώ.

Στο περιβάλλον της οικονομικής ανάκαμψης μετά την πανδημία, οι επιχειρήσεις του μη χρηματοπιστωτικού τομέα βρέθηκαν αντιμέτωπες με τις συνέπειες της αυστηροποίησης της νομισματικής πολιτικής, που αύξησε το κόστος χρηματοδότησης των επενδυτικών σχεδίων τους. Η αύξηση ήταν ιδιαίτερα αισθητή κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2023, καθώς οι επενδυτές αναθεώρησαν τις προσδοκίες τους για το ύψος των βασικών επιτοκίων και τη διάρκεια διατήρησής τους σε υψηλά επίπεδα από τις κεντρικές τράπεζες, ασκώντας ανοδικές πιέσεις στα επιτόκια χρηματοδότησης στις αγορές εταιρικών ομολόγων.

Σε αυτές τις συνθήκες, οι αποδόσεις των ελληνικών εταιρικών ομολόγων δεν παρουσίασαν σημαντικές μεταβολές σε ετήσια βάση, καθώς τα οφέλη από τις διαδοχικές θετικές εξελίξεις στην πιστοληπτική αξιολόγηση των ελληνικών κρατικών ομολόγων αντιστάθμισαν σε μεγάλο βαθμό τις ανοδικές πιέσεις που άσκησαν οι αυξήσεις των επιτοκίων. Επιπρόσθετα, η πορεία των αποδόσεών τους ήταν παρόμοια με εκείνη των ομολόγων με αξιολόγηση ανώτερη αλλά κοντά στο όριο της Επενδυτικής Κατηγορίας (BBB), αποκλίνοντας σημαντικά από τα ομόλογα υψηλού πιστωτικού κινδύνου (βλ. Διάγραμμα VII.9). Οι αυξημένες αποδόσεις στη δευτερογενή αγορά, σε σχέση με τις αρχές του 2022, έχουν αποθαρρύνει νέες εκδόσεις ομολόγων, ενώ και οι ανάγκες αναχρηματοδότησης ομολόγων που έληξαν το 2022 και το 2023 ήταν χαμηλές.

**Διάγραμμα VII.9** Αποδόσεις ομολόγων ελληνικών και λοιπών ευρωπαϊκών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (Ιανουάριος 2020-Δεκέμβριος 2023)

(ημερήσια στοιχεία, αποδόσεις σε ποσοστά %)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος (GR NFCs bond index) και LSEG (iBoxx euro corp non-fin BBB, iBoxx euro corp non-fin liquid high yield). Σημείωση: Ο δείκτης GR NFCs bond index απεικονίζει τη μεσοσταθμική απόδοση των ομολόγων των ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων που έχουν εκδώσει τίτλους (Eurobonds) σε διεθνείς αγορές ομολόγων 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 εταιρειών με πιστοληπτική διαβάθμιση BBB και ο δείκτης "iBoxx euro corp non-fin liquid high yield" ομόλογα εταιρειών με πιστοληπτική διαβάθμιση κάτω από το όριο της επενδυτικής βαθμίδας (high yield/non-investment grade).

## 4.2 Ομόλογα ελληνικών τραπεζών

Οι τέσσερις σημαντικές ελληνικές τράπεζες έχουν εκδώσει ομόλογα συνολικής αξίας περίπου 13 δισεκ. ευρώ από το 2018, με βασικό σκοπό την κάλυψη της Ελάχιστης Απαίτησης Ιδίων Κεφαλαίων και Επιλέξιμων Υποχρεώσεων (MREL). Από το υφιστάμενο υπόλοιπο ύψους περίπου 12,6 δισεκ. ευρώ, τα 7,5 δισεκ. ευρώ έχουν αντληθεί μέσω έκδοσης τίτλων υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας (senior), ενώ τα 5,1 δισεκ. έχουν αντληθεί με την έκδοση τίτλων χαμηλής εξοφλητικής προτεραιότητας (subordinated). Λαμβάνοντας υπόψη τα στοιχεία του Ενιαίου Συμβουλίου Εξυγίανσης στο τέλος Ιουνίου 2023 (SRB MREL Dashboard) και τις νέες εκδόσεις ομολόγων εντός του 2023, απομένουν περίπου 5,5 δισεκ. ευρώ που πρέπει να καλυφθούν από αντίστοιχες ομολογιακές εκδόσεις έως το τέλος του 2025. Το μεσοσταθμικό τοκομερίδιο του συνόλου των εκδόσεων υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας είναι 5,3% και εκείνο των τίτλων χαμηλής προτεραιότητας 7,5%.

Παρά την αυστηροποίηση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών διεθνώς κατά το τρέχον έτος, οι αποδόσεις των ομολόγων των τραπεζών στη δευτερογενή αγορά ακολούθησαν πτωτική πορεία, μετά την άνοδό τους το Μάρτιο λόγω των τραπεζικών προβλημάτων στις ΗΠΑ. Οι αποδόσεις των ελληνικών τραπεζικών ομολόγων υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας βρίσκονται πλέον σε παρόμοια επίπεδα με τις αποδόσεις ευρωπαϊκών τραπεζικών ομολόγων με αντίστοιχη πιστοληπτική αξιολόγηση (high yield), ενώ σύγκλιση παρουσιάζουν τα ελληνικά τραπεζικά ομόλογα Tier 2 προς τους αντίστοιχους τίτλους άλλων ευρωπαϊκών τραπεζών.

Ενδεικτικά, μετά την ανακοίνωση των θετικών προοπτικών από τον οίκο S&P τον Απρίλιο για την κρατική πιστοληπτική αξιολόγηση της Ελλάδος, ο μέσος όρος των αποδόσεων των τραπεζικών ομολόγων υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας, σταθμισμένος ως προς την αξία των υποκείμενων ομολόγων, έχει μειωθεί κατά 255 μ.β. (βλ. Διάγραμμα VII.10). Η πρόσφατη αναβάθμιση της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος στην Επενδυτική Κατηγορία και η αναμενόμενη βελτίωση της πιστοληπτικής αξιολόγησης των τραπεζών, η οποία θα οδηγήσει σε μείωση της απόστασής τους από την Επενδυτική Κατηγορία, αναμένεται να μετριάσουν τις επιπτώσεις που ασκούν οι αυξήσεις των επιτοκίων στο κόστος χρηματοδότησης των τραπεζών από τις αγορές ομολόγων.

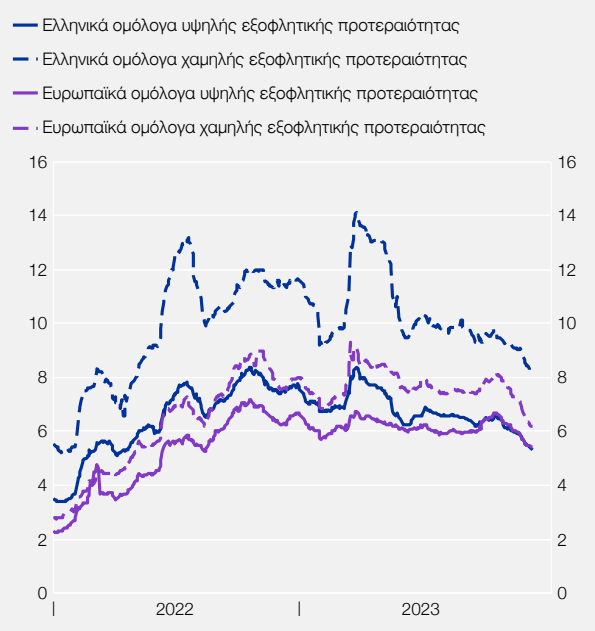
## 5 ΑΓΟΡΑ ΜΕΤΟΧΩΝ

### 5.1 Τιμές μετοχών

Από την αρχή του 2023, οι τιμές στις αγορές μετοχών διεθνώς έχουν αυξηθεί σημαντικά (η διάμεσος των αποδόσεων των αγορών μετοχών διεθνώς σε δολάρια ΗΠΑ είναι 13,1%, ενώ ο δείκτης MSCI World αυξήθηκε κατά 20,1% και η απόδοση του S&P 500, για το διάστημα 1.1.2023 έως 15.12.2023 ήταν 22,9%, ενώ η απόδοση του EURO STOXX, για το ίδιο διάστημα ήταν 16,2%). Στην εξέλιξη αυτή έχουν συμβάλει οι καλύτερες των αναμενόμενων επιδόσεις με-

Διάγραμμα VII.10 Αποδόσεις ελληνικών και ευρωπαϊκών τραπεζικών ομολόγων (Ιανουάριος 2022-Δεκέμβριος 2023)

(ημερήσιες αποδόσεις σε ποσοστά %)



Πηγές: LSEG και Τράπεζα της Ελλάδος. Σημείωση: Οι μπλε γραμμές απεικονίζουν τη διαχρονική εξέλιξη της μέσης απόδοσης των ομολόγων των ελληνικών τραπεζών, σταθμισμένων ως προς την αξία της έκδοσης και οι μώβ γραμμές της αντίστοιχη μεσοσταθμική απόδοση των δεικτών iBoxx για τα ευρωπαϊκά τραπεζικά ομόλογα που έχουν αντίστοιχη πιστοληπτική αξιολόγηση με τα ελληνικά. Οι συμπαγείς γραμμές είναι οι αποδόσεις των ομολόγων υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας και οι διακεκομμένες των ομολόγων χαμηλής εξοφλητικής προτεραιότητας.

**Διάγραμμα VII.11 Δείκτες τιμών μετοχών**  
(Ιανουάριος 2019-Δεκέμβριος 2023)



γάλων οικονομιών διεθνώς και οι εκτιμήσεις για επικείμενη παύση του ανοδικού κύκλου των επιτοκίων.<sup>13</sup> Τόσο στις ΗΠΑ όσο και στην ευρωζώνη, ο κλάδος της τεχνολογίας εμφανίζει υψηλότερες αποδόσεις σε σύγκριση με τους γενικούς δείκτες.

Σε αυτό το περιβάλλον, οι τιμές των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ) σημείωσαν πολύ ισχυρή άνοδο, από την αρχή του 2023 μέχρι τα μέσα Δεκεμβρίου (μεταβολή γενικού δείκτη +38,8%, βλ. Διάγραμμα VII.11), καταγράφοντας σημαντικά καλύτερη επίδοση από ό,τι οι μετοχές στις ΗΠΑ και στην ευρωζώνη. Οι τραπεζικές μετοχές παρουσίασαν υψηλότερες αποδόσεις σε σχέση με το γενικό δείκτη του ΧΑ (FTSE/Athex Banks: +65,2%), σε συνάφεια κυρίως με την αναβάθμιση της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδας στην Επενδυτική Κατηγορία, την κερδοφορία και τις αναβαθμίσεις της πιστοληπτικής αξιολόγησης των τραπεζών και την ανθεκτικότητα της ελληνικής οικονομίας (βλ. Ενότητα VI.5).

Η συναλλακτική δραστηριότητα (μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών) το διάστημα 1.1.-15.12.2023 ανήλθε σε 111,7 εκατ. ευρώ,

παρουσιάζοντας αύξηση 50% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2022. Σημειώνεται ότι το τρέχον έτος έξι εταιρίες διαγράφηκαν από την κύρια αγορά, ενώ τρεις εταιρίες εισήχθησαν στην κύρια αγορά και δύο στην εναλλακτική αγορά. Τέλος, πραγματοποιήθηκαν αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου από εισηγμένες εταιρίες του μη χρηματοπιστωτικού τομέα συνολικού ύψους περίπου 494 εκατ. ευρώ, έναντι περίπου 501 εκατ. ευρώ το αντίστοιχο διάστημα του 2022.

## 5.2 Αποδοτικότητα εισηγμένων επιχειρήσεων

Τα αποτελέσματα των εισηγμένων μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων με έδρα την Ελλάδα επιδεινώθηκαν το πρώτο εξάμηνο του 2023 σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του 2022, εξέλιξη που προήλθε κυρίως από τον κλάδο της ενέργειας, σε συνάφεια με την υποχώρηση των τιμών της ενέργειας. Σύμφωνα με τα στοιχεία από τις οικονομικές καταστάσεις 100 εισηγμένων στο ΧΑ επιχειρήσεων, ο κύκλος εργασιών και τα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA) υποχώρησαν κατά 9% και 15% αντίστοιχα έναντι του πρώτου εξαμήνου του 2022. Επίσης, τα κέρδη προ φόρων διαμορφώθηκαν σε περίπου 2,5 δισεκ. ευρώ, μειωμένα κατά 25%. Εξαιρουμένου του κλάδου της ενέργειας, ο κύκλος εργασιών, τα EBITDA και τα κέρδη προ φόρων αυξήθηκαν κατά 2%, 16% και 53% αντίστοιχα.

Το περιθώριο EBITDA για το σύνολο των εισηγμένων επιχειρήσεων δεν παρουσίασε ουσιαστική μεταβολή το πρώτο εξάμηνο του 2023 σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του 2022.<sup>14</sup> Ο δείκτης αποδοτικότητας συνολικών κεφαλαίων για το σύνολο των εισηγμένων επιχειρήσεων

13 Ενδεικτικά την περίοδο Ιουλίου-Οκτωβρίου, όταν οι προσδοκίες των αγορών για τα βασικά επιτόκια αναθεωρήθηκαν προς τα άνω, οι τιμές των μετοχών παρουσίασαν διόρθωση σε χαμηλότερα επίπεδα.

14 Ο δείκτης ορίζεται ως η διάμεσος του λόγου "EBITDA προς πωλήσεις" και για το σύνολο των εισηγμένων επιχειρήσεων διαμορφώθηκε σε 13,2% το πρώτο εξάμηνο του 2023, από 13,1% το πρώτο εξάμηνο του 2022.

δεν κατέγραψε σημαντικές αλλαγές, ενώ ο δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων μειώθηκε.<sup>15</sup> Επιπλέον, ο δείκτης ρευστότητας διατηρήθηκε σχετικά σταθερός,<sup>16</sup> ενώ ο δείκτης μόχλευσης υποχώρησε.<sup>17</sup>

- 15 Διάμεσος του δείκτη αποδοτικότητας συνολικών κεφαλαίων (RoA): 3,8% το πρώτο εξάμηνο του 2023, έναντι 3,7% το πρώτο εξάμηνο του 2022. Διάμεσος του δείκτη αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (RoE): 9,9% από 12,4% (αποκλείονται οι εταιρίες με αρνητικά ίδια κεφάλαια).
- 16 Η διάμεσος του λόγου “κυκλοφορούν ενεργητικό προς βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις” για το σύνολο των εισηγμένων διαμορφώθηκε σε 144,6% το πρώτο εξάμηνο του 2023, από 143,8% το πρώτο εξάμηνο του 2022.
- 17 Η διάμεσος του λόγου “συνολικός δανεισμός προς σύνολο ενεργητικού” διαμορφώθηκε σε 31,6% το πρώτο εξάμηνο του 2023, έναντι 33,4% το πρώτο εξάμηνο του 2022.

### Πλαίσιο VII.1

## ΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΤΩΝ ΑΝΑΒΑΘΜΙΣΕΩΝ ΤΩΝ ΚΡΑΤΙΚΩΝ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΕΩΝ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

Η κρατική πιστοληπτική αξιολόγηση της Ελλάδος έχει βελτιωθεί σημαντικά τα τελευταία χρόνια, καταγράφοντας ανοδική πορεία αδιαλείπτως από το 2017, ενώ οι πρόσφατες αναβαθμίσεις από τους οίκους DBRS, S&P, Score Ratings και Fitch την επανέφεραν στην Επενδυτική Κατηγορία<sup>1</sup> μετά από 12 χρόνια. Η σημασία αυτού του γεγονότος είναι μεγάλη, καθώς (α) σηματοδοτεί τη σύγκλιση του επιπέδου του πιστωτικού κινδύνου των ελληνικών ομολόγων σε εκείνο των άλλων οικονομιών της ευρωζώνης και (β) επιτρέπει σε μια μεγάλη και διαφοροποιημένη δεξαμενή διεθνών επενδυτών να επενδύσει σε χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία της ελληνικής οικονομίας.<sup>2</sup>

Το παρόν πλαίσιο εξετάζει την εξέλιξη των πιστοληπτικών αξιολογήσεων κατά την περίοδο 2009-23 και τους παράγοντες που τις καθορίζουν.<sup>3</sup> Αρχικά, αποτυπώνονται οι εξελίξεις και αποτιμάται η συμβολή των διαφορετικών κατηγοριών παραγόντων –μακροοικονομικών, δημοσιονομικών, εξωτερικών και θεσμικών– στις αναβαθμίσεις του αξιόχρεου της ελληνικής οικονομίας. Κατόπιν, το πλαίσιο εστιάζει στους παράγοντες οι οποίοι έχουν σημαντικό περιθώριο περαιτέρω βελτίωσης, ώστε να συνεχιστεί η ανοδική πορεία των πιστοληπτικών αξιολογήσεων.

### Εξελίξεις στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις την περίοδο 2009-2023

Οι υποβαθμίσεις της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος σε επίπεδα χαμηλότερα της Επενδυτικής Κατηγορίας το 2010-2011 σηματοδότησαν την επιδείνωση της κρίσης δημόσιου χρέους για την ελληνική οικονομία.<sup>4</sup> Οι υποβαθμίσεις αυτές συνοδεύθηκαν από μεγάλη αύξηση των διαφορών αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων και από γενικότερη απώλεια της εμπιστοσύνης των επενδυτών προς την ελληνική οικονομία, με ευρύτερες συνέπειες, όπως η παύση των ροών χρηματοδότησης προς την ελληνική οικονομία και η διακοπή της πρόσβασης των ελληνικών τραπεζών στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων. Η χρηματοδοτική στενότητα του ελληνικού τραπεζικού συστήματος και, κατ' επέκταση, της ελληνικής οικονομίας μετριάστηκε εν μέρει χάρη στην εξαίρεση (waiver) των ελληνικών κρατικών ομολόγων από τους κανόνες επιλεξιμότητας του Ευρωσυστήματος για την αποδοχή εξασφαλίσεων στις πράξεις νομισματικής πολιτικής.

1 Η Επενδυτική Κατηγορία (Investment Grade) ορίζεται ως το σύνολο των πιστοληπτικών αξιολογήσεων που βρίσκονται υψηλότερα από την “επενδυτική βαθμίδα” (δηλ. την πιστοληπτική αξιολόγηση ίση με BBB-/Baa3/BBB-low).

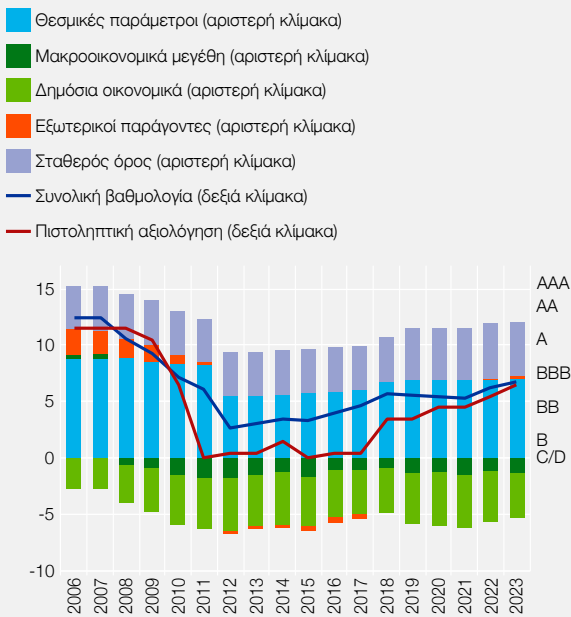
2 Βλ. σχετικά Baghai, R.P., B. Becker and S. Pitschner (2023), “The use of credit ratings in the delegated management of fixed income assets”, *Management Science*.

3 Για τους σκοπούς του παρόντος πλαισίου χρησιμοποιούνται οι πιστοληπτικές αξιολογήσεις των τεσσάρων οίκων που είναι αποδεκτοί από το Ευρωσύστημα ως εξωτερικοί οργανισμοί πιστοληπτικής αξιολόγησης (external credit assessment institutions – ECAIs), δηλαδή των DBRS, Fitch, Moody’s και Standard and Poor’s, καθώς και το υπόδειγμα της Τράπεζας της Ελλάδος (βλ. Malliaropoulos, D. and P. Migiakis (2020), “Sovereign credit ratings and the fundamentals of the Greek economy”, Bank of Greece, *Economic Bulletin*, No. 51, 43-72), με το οποίο γίνεται αναπαραγωγή των παραμέτρων που χρησιμοποιούνται από τους οίκους αυτούς για το ποσοτικό σκέλος των αξιολογήσεών τους.

4 Ο οίκος S&P υποβάθμισε πρώτος την κρατική πιστοληπτική αξιολόγηση για την ελληνική οικονομία σε BB+ στις 27.4.2010. Ακολούθησαν υποβαθμίσεις από τον οίκο Moody’s σε Ba1 στις 14.6.2010 και τον οίκο Fitch σε BB+ στις 14.1.2011.



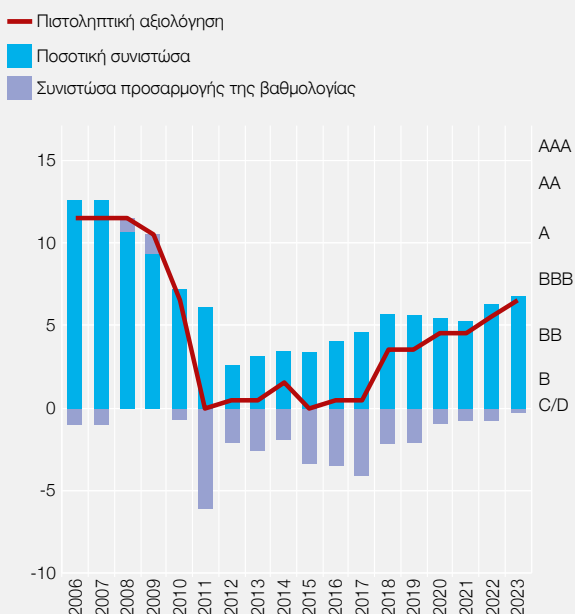
**Διάγραμμα Α Οι παράμετροι της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος**



Πηγές: Οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης και Τράπεζα της Ελλάδος (οικονομετρικές εκτιμήσεις).  
 Σημείωση: Οι κάθετες ράβδοι απεικονίζουν τη συνολική βαθμολογία (score) κάθε κατηγορίας παραμέτρων που συναποτελούν την ποσοτική συνιστώσα των αξιολογήσεων. Η μαύρη γραμμή δείχνει το επίπεδο της συνολικής βαθμολογίας για την Ελλάδα σύμφωνα με τα θεμελιώδη μεγέθη και η κόκκινη την καλύτερη τελική πιστοληπτική αξιολόγηση μεταξύ των οίκων DBRS, Fitch, Moody's και Standard and Poor's.

Η δυσμενής εξέλιξη των υποβαθμίσεων, όπως φαίνεται στο Διάγραμμα Α, αντανάκλωσε την επιδείνωση των θεμελιωδών μεγεθών της ελληνικής οικονομίας (κυρίως των δημόσιων οικονομικών) κατά τα έτη 2009 και 2010, αλλά και τη διαμόρφωση προσδοκιών για περαιτέρω όξυνση της κρίσης χρέους στην Ελλάδα, παρά τη χρηματοδοτική στήριξη που παρείχαν τα προγράμματα οικονομικής προσαρμογής. Συγκεκριμένα, φαίνεται ότι τα έτη 2009 και 2010 η επιδείνωση στην παράμετρο των δημόσιων οικονομικών οδήγησε σε μείωση της βαθμολογίας που λαμβάνεται υπόψη στο ποσοτικό σκέλος της διαδικασίας απόδοσης της πιστοληπτικής αξιολόγησης, κατά 1,1 βαθμίδα. Αντίστοιχα, η επιδείνωση στους εξωτερικούς λογαριασμούς (στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και στη διεθνή επενδυτική θέση της χώρας) εξηγεί μείωση κατά μία ακόμη βαθμίδα, ενώ η ύφεση και η συνεπαγόμενη επιδείνωση των παραμέτρων που σχετίζονται με την πραγματική οικονομία και το ΑΕΠ, εξηγεί υποβάθμιση κατά περίπου 1 βαθμίδα επιπλέον. Στη συνέχεια, έως το 2012, και άλλες μεταβλητές της κατηγορίας των θεσμικών παραμέτρων, όπως οι δείκτες διακυβέρνησης, παρουσίασαν σημαντική επιδείνωση. Έτσι, η κρατική πιστοληπτική αξιολόγηση της Ελλάδος έφθασε στα χαμηλότερα επίπεδα της κλίμακας κατά την περίοδο της αναδιάρθρωσης του δημόσιου χρέους (PSI), εξέλιξη που εξηγείται κυρίως από την παράμετρο των θεσμικών μεταβλητών, καθώς σε αυτές συμπεριλαμβάνεται και η αναδιάρθρωση του χρέους, η οποία άσκησε σημαντική αρνητική επίδραση στη συνολική βαθμολογία.

**Διάγραμμα Β Πιστοληπτική αξιολόγηση και συνιστώσες της**



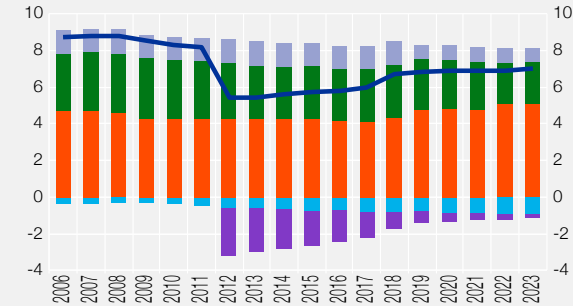
Πηγές: Οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης και Τράπεζα της Ελλάδος (οικονομετρικές εκτιμήσεις).

Βέβαια, η ποσοτική συνιστώσα της πιστοληπτικής αξιολόγησης δεν είχε μειωθεί κάτω από επίπεδα που αντιστοιχούν σε αξιολόγηση Β, όπως φαίνεται στο Διάγραμμα Α. Συνεπώς, σημαντική αρνητική συμβολή στις υποβαθμίσεις των τελικών πιστοληπτικών αξιολογήσεων είχε η ποιοτική συνιστώσα τους, δηλαδή το αξιολογικό στάδιο προσαρμογής με βάση τις προσδοκίες των αναλυτών των οίκων. Έτσι, το “κενό προσαρμογής”, δηλαδή η διαφορά μεταξύ της βαθμολογίας που προερχόταν από τα θεμελιώδη μεγέθη και της τελικής πιστοληπτικής αξιολόγησης, ήταν πολύ μεγάλο (μεγαλύτερο των 4 βαθμίδων) έως και το 2017. Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα Β, στο στάδιο προσαρμογής το 2017 αφαιρέθηκαν περίπου 4 βαθμίδες από το επίπεδο που δικαιολογούνταν από τη βαθμολογία με βάση τα θεμελιώδη μεγέθη της ελληνικής οικονομίας. Οι λόγοι για την πολύ σημαντική προς τα κάτω προσαρμογή αναφέρονται στις εκθέσεις των οίκων και αφορούσαν κυρίως το μεγάλο (τότε) απόθεμα μη εξυπηρετούμενων δανείων, την ασθενή χρηματοδότηση της οικονομίας και τις αβεβαιότητες σχετικά με τη συνέπεια στην ακολουθούμενη οικονομική πολιτική.

Διάγραμμα Γ Συμβολή επιμέρους μεταβλητών στο ποσοτικό σκέλος των αξιολογήσεων της ελληνικής οικονομίας

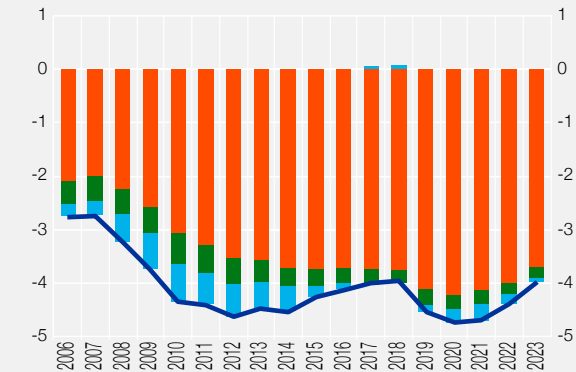
## Θεσμικές παράμετροι

- Συνολική βαθμολογία
- Δείκτες διακυβέρνησης
- ΑΕΠ κατά κεφαλήν
- ΑΕΠ ως % παγκόσμιου ΑΕΠ
- Χρονική απόσταση από PSI
- Νομισματική βάση



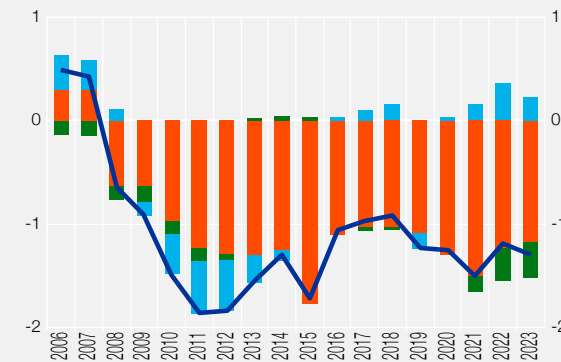
## Δημόσια οικονομικά

- Συνολική βαθμολογία
- Δημόσιο χρέος (% του ΑΕΠ)
- Δαπάνες για τόκους
- Δημοσιονομικό ισοζύγιο



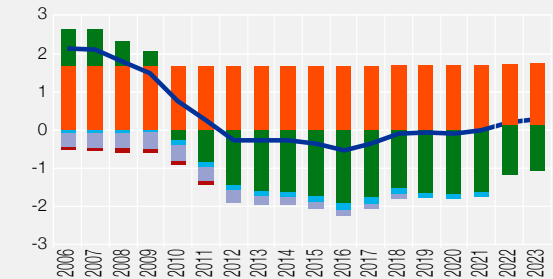
## Μακροοικονομικά μεγέθη

- Συνολική βαθμολογία
- Μεταβλητότητα ΑΕΠ
- Πληθωρισμός
- Ρυθμός μεταβολής πραγματικού ΑΕΠ



## Εξωτερικές παράμετροι

- Συνολική βαθμολογία
- Καθεστώς αποθεματικού νομίσματος
- Καθαρά στοιχεία ενεργητικού στο εξωτερικό
- Εξάρτηση από τον τουρισμό
- Αποθέματα
- Εξιμπηρέτηση τόκων στο εξωτερικό
- Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών



Πηγές: Οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης και οικονομετρικές εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

Έκτοτε, παρατηρείται συνεχής ανοδική πορεία τόσο των βαθμολογιών των επιμέρους παραμέτρων (βλ. Διάγραμμα Γ) όσο και της τελικής πιστοληπτικής αξιολόγησης. Σε αυτή την εξέλιξη, η βελτίωση των θεσμικών παραμέτρων, κυρίως η χρονική απομάκρυνση από την αναδιάρθρωση του δημόσιου χρέους, έχει προσθέσει 1,25 βαθμίδα, ενώ η βελτίωση των μακροοικονομικών μεγεθών και των δημόσιων οικονομικών έχει προσθέσει περίπου 1 επιπλέον βαθμίδα στη βαθμολογία. Τέλος, ο σημαντικός μετριασμός των πολύ αρνητικών, αρχικά, καθαρών στοιχείων ενεργητικού στο εξωτερικό (sovereign net foreign assets), με τη σταδιακή αποπληρωμή των χρεών προς τους επίσημους φορείς (κυρίως δάνεια από το ΔΝΤ και στο πλαίσιο της δανειακής διευκόλυνσης για την Ελλάδα – Greek Loan Facility), έχει περιορίσει την αρνητική συμβολή της κατηγορίας των εξωτερικών παραμέτρων κατά περίπου 1 βαθμίδα.

Συνολικά, οι εξελίξεις αυτές στις παραμέτρους των πιστοληπτικών αξιολογήσεων εξηγούν αναβαθμίσεις που υπερβαίνουν τις 3 βαθμίδες την περίοδο από το 2017 έως το 2023. Έτσι, το ποσοτικό σκέλος αυξήθηκε από βαθμολογία αντίστοιχη με B+ το 2015 σε βαθμολογία αντίστοιχη με BBB- το 2023, όπως άλλωστε αναμενόταν σύμφωνα με τις αναλύσεις της Τράπεζας της Ελλάδος.<sup>5</sup> Την περίοδο αυτή παρουσιάζεται σημαντική βελτίωση

5 Βλ. Πλαίσιο VI.1 “Οι προοπτικές αναβάθμισης της πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος”, Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση*, Δεκέμβριος 2019, και Πλαίσιο IX.2 “Οι παράγοντες που συντελούν στην αναβάθμιση του Ελληνικού Δημοσίου”, Τράπεζα της Ελλάδος, *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2022*.

στις προσδοκίες των αναλυτών για την ελληνική οικονομία, με αποτέλεσμα τη σταδιακή μείωση του “κενού προσαρμογής”, όπως φαίνεται στο Διάγραμμα Β. Έτσι, δεδομένων των επιδόσεων στα δημόσια οικονομικά και την οικονομική δραστηριότητα, οι οποίες υπερέβησαν τόσο τις αρχικές προσδοκίες όσο και τις αντίστοιχες εξελίξεις σε συγκρίσιμες οικονομίες, οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης αποφάσισαν να αναβαθμίσουν την πιστοληπτική αξιολόγηση της Ελλάδος σε επίπεδα εντός της Επενδυτικής Κατηγορίας, παρά τις αβεβαιότητες στο διεθνές περιβάλλον και την επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας.

### Οι προοπτικές για περαιτέρω βελτίωση των πιστοληπτικών αξιολογήσεων

Η συνέχιση της άσκησης συνετής δημοσιονομικής πολιτικής και η ενίσχυση των ρυθμών μεγέθυνσης της ελληνικής οικονομίας θα συμβάλουν στη μείωση του λόγου του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ. Ενδεικτικά, μία μείωση του χρέους ίση με 30 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ (δηλ. από 159% του ΑΕΠ που αναμένεται στο τέλος του 2023, με βάση την Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού του έτους 2024, σε 129% του ΑΕΠ) θα επέφερε βελτίωση στη βαθμολογία που λαμβάνουν τα δημόσια οικονομικά στο ποσοτικό σκέλος της διαδικασίας των πιστοληπτικών αξιολογήσεων κατά περίπου 1 βαθμίδα. Φυσικά, ο χρόνος κατά τον οποίο θα επιτευχθεί μια τέτοια μείωση του λόγου δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ εξαρτάται τόσο από το γενικότερο μακροοικονομικό περιβάλλον όσο και από την ακολουθούμενη οικονομική πολιτική.<sup>6</sup>

Επίσης, η μείωση της μεταβλητότητας του ΑΕΠ θα επιφέρει αναβάθμιση ίση περίπου με 1,5 βαθμίδα. Ειδικά ως προς το σκέλος της ανθεκτικότητας, θεωρείται πολύ σημαντική η συμβολή των χρηματοδοτικών ροών μέσω του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας.<sup>7</sup> Κατά συνέπεια, εφόσον μειωθεί το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ και ενισχυθεί η ανθεκτικότητα της οικονομίας, η κρατική πιστοληπτική αξιολόγηση της Ελλάδος θα διαμορφωθεί περί το BBB+, υπό την προϋπόθεση ότι η διαφορά των τελικών αξιολογήσεων από τις βαθμολογίες, δηλ. το “κενό προσαρμογής”, θα διατηρηθεί στα τρέχοντα επίπεδα.

Όμως, αφενός η διαδικασία της οικονομικής προσαρμογής είναι χρονοβόρα και αφετέρου αυτές οι μακροοικονομικές και δημοσιονομικές βελτιώσεις δεν αυξάνουν την ποσοτική συνιστώσα τόσο ώστε η ελληνική οικονομία να κατακτήσει πιστοληπτική αξιολόγηση κοντά στη μέση αξιολόγηση των οικονομιών της ζώνης του ευρώ (A+). Συνεπώς, απαιτούνται επιπρόσθετες βελτιώσεις σε παραμέτρους όπως οι θεσμικές παράμετροι των πιστοληπτικών αξιολογήσεων, οι οποίες έχουν πολύ σημαντική συμβολή στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις τόσο άμεσα όσο και έμμεσα, λόγω διάχυσης της ωφέλειας στην οικονομική δραστηριότητα. Συγκεκριμένα, από τις θεσμικές παραμέτρους η πλέον σημαντική είναι η κατάταξη της οικονομίας στους δείκτες διακυβέρνησης της Παγκόσμιας Τράπεζας. Οι δείκτες αυτοί έχουν πολύ υψηλό συντελεστή στάθμισης στην ποσοτική συνιστώσα των πιστοληπτικών αξιολογήσεων, ο οποίος φθάνει έως το 20%. Ταυτόχρονα, όπως φαίνεται στο Διάγραμμα Δ, σε αυτούς τους δείκτες υπάρχει μεγάλο περιθώριο βελτίωσης για την ελληνική οικονομία, βάσει των ιστορικών επιδόσεων.

Συγκεκριμένα, η μέση κατάταξη της ελληνικής οικονομίας στους δείκτες διακυβέρνησης έχει υποχωρήσει κατά τη διάρκεια της δεκαετίας της κρίσης από επίπεδα πολύ κοντά σε εκείνα του μέσου όρου των οικονομιών της ζώνης του ευρώ σε επίπεδα πλησίον των αναπτυσσόμενων οικονομιών. Ενδεχόμενη σύγκλιση της κατάταξης στους δείκτες διακυβέρνησης προς τη μέση κατάταξη των οικονομιών της ευρωζώνης θα προσέθετε επιπλέον 1,5 βαθμίδα στο ποσοτικό σκέλος των πιστοληπτικών αξιολογήσεων της ελληνικής οικονομίας. Όπως φαίνεται από το Διάγραμμα Δ, μεγάλο περιθώριο για βελτίωση υπάρχει στους δείκτες “πολιτική σταθερότητα και απουσία βίας”, “κράτος δικαίου” και “έλεγχος της διαφθοράς”. Έτσι, ενδεχόμενες επιτυχείς παρεμβάσεις στους τομείς της δικαιοσύνης και της δημόσιας διοίκησης, σε συνδυασμό με τη διατήρηση πολιτικής σταθερότητας, τη συνέχιση της συ-

6 Στην πρόσφατη έκθεση του οίκου S&P αναφέρεται ότι η χρήση του ταμειακού αποθέματος του Δημοσίου (που είναι ίσο περίπου με 17% του ΑΕΠ) για τη μείωση του ονομαστικού δημόσιου χρέους, σε συνδυασμό με την αναμενόμενη μείωση του δημόσιου χρέους από άλλους παράγοντες, κυρίως όμως λόγω της διαφοράς μεταξύ ρυθμού μεταβολής του ΑΕΠ και έμμεσου επιτοκίου του δημόσιου χρέους (interest rate-growth differential), θα επιφέρει υποχώρηση του λόγου δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ σε περίπου 125% έως το τέλος του 2026.

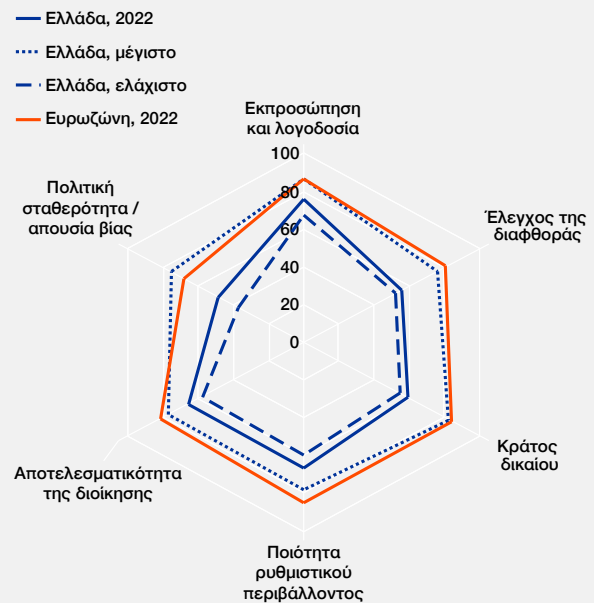
7 Σχετικά με τις οικονομικές επιδράσεις του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, βλ. Malliaropoulos, D., D. Papageorgiou, M. Vasardani and E. Vourvachaki (2021), “The impact of the Recovery and Resilience Facility on the Greek economy”, Bank of Greece, *Economic Bulletin*, No. 53, 7-28.

νετής δημοσιονομικής πολιτικής και την ενίσχυση της ανθεκτικότητας της ελληνικής οικονομίας, θα μπορούσαν να ωθήσουν την κρατική πιστοληπτική αξιολόγηση της Ελλάδος σε επίπεδα άνω της κατηγορίας Α.

### Συμπεράσματα

Οι αναβαθμίσεις της ελληνικής οικονομίας εντός της Επενδυτικής Κατηγορίας έχουν έλθει μετά από μια μακρά πορεία συνετής δημοσιονομικής πολιτικής και οικονομικής ανάκαμψης. Ταυτόχρονα, στην ίδια κατεύθυνση έχουν συμβάλει πολύ σημαντικά οι καλύτερες των αναμενόμενων μακροοικονομικές και δημοσιονομικές επιδόσεις, που είχαν ως αποτέλεσμα να κλείσει το “κενό προσαρμογής” μεταξύ της τελικής κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος και της ποσοτικής συνιστώσας της. Προκειμένου να συνεχιστούν οι αναβαθμίσεις της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος, αναγκαία συνθήκη είναι η πραγματοποίηση των αναμενόμενων μακροοικονομικών και δημοσιονομικών επιδόσεων, ιδίως ως προς τη μείωση του δημόσιου χρέους και την ενίσχυση της ανθεκτικότητας της ελληνικής οικονομίας.

Διάγραμμα Δ Κατάταξη της Ελλάδος στους δείκτες διακυβέρνησης



Πηγή: Παγκόσμια Τράπεζα.

Εντούτοις, εφόσον ο στόχος είναι να συγκλίνει η κρατική πιστοληπτική αξιολόγηση της Ελλάδος προς τη μέση αντίστοιχη αξιολόγηση των οικονομιών της ευρωζώνης (δηλ. Α+), επιπρόσθετα προς τις δημοσιονομικές και μακροοικονομικές εξελίξεις, θα πρέπει να συγκλίνουν οι δείκτες των θεσμικών παραμέτρων της ελληνικής οικονομίας προς το μέσο επίπεδο των αντίστοιχων δεικτών της ευρωζώνης. Για το σκοπό αυτό, θα είναι πολύ σημαντική η εντατικοποίηση των προσπαθειών για την προώθηση σχετικών μεταρρυθμίσεων στους τομείς της δημόσιας πολιτικής, όπως η δικαιοσύνη και η δημόσια διοίκηση.

## Πλαίσιο VII.2

### ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΔΡΑΣΕΩΝ ΤΩΝ ΑΝΑΒΑΘΜΙΣΕΩΝ ΣΤΗΝ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ

Οι αναβαθμίσεις των τελευταίων ετών οδήγησαν το 2023 στην ανάκτηση της αξιολόγησης στην Επενδυτική Κατηγορία για το αξιόχρεο του Ελληνικού Δημοσίου. Το όριο της Επενδυτικής Κατηγορίας είναι πολύ σημαντικό κριτήριο στην τοποθέτηση κεφαλαίων από θεσμικούς επενδυτές.<sup>1</sup> Επίσης είναι σημαντικό για τις τράπεζες, καθώς

1 Ενδεικτικά, σύμφωνα με μελέτες, το όριο της Επενδυτικής Κατηγορίας αποτελεί νομικά δεσμευτικό όριο προσδιορισμού του ύψους του αναλαμβανόμενου κινδύνου για περίπου το 90% των αμερικανικών επενδυτικών κεφαλαίων και το 60% των ευρωπαϊκών, οι επενδυτικές θέσεις των οποίων απαρτίζονται κατά 90% από ομόλογα της Επενδυτικής Κατηγορίας. Βλ. Baghai, R., B. Becker and S. Pitschner (2023), “The use of credit ratings in the delegated management of fixed income assets”, *Management Science*. Μάλιστα, τα τελευταία χρόνια η σημασία των μη τραπεζικών χρηματοοικονομικών διαμεσολαβητών (δηλ. κυρίως των επενδυτικών κεφαλαίων) έχει αυξηθεί για τους εκδότες ομολόγων. Συγκεκριμένα, τα εμποτευόμενα επενδυτικά κεφάλαια (open-end regulated funds) διαχειρίζονται χαρτοφυλάκια αξίας 63 τρισεκ. δολ. ΗΠΑ, εκ των οποίων χαρτοφυλάκια αξίας περίπου 28,5 τρισεκ. δολ. ΗΠΑ επενδύουν και σε ομόλογα (βλ. International Investment Funds Association, “Worldwide regulated open-end fund assets and flows first quarter 2023”). Έτσι, δεδομένου ότι (α) σύμφωνα με τα στοιχεία της International Capital Markets Association, η αξία των υφιστάμενων εταιρικών και κρατικών ομολόγων διεθνώς ανέρχεται σε 128 τρισεκ. δολ. ΗΠΑ, (β) οι κεντρικές τράπεζες διακρατούν ομόλογα αξίας περίπου 18 τρισεκ. δολ. ΗΠΑ και (γ) η μεγάλη πλειοψηφία των χαρτοφυλακίων ομολόγων των τραπεζών διακρατείται έως τη λήξη τους (hold-to-maturity accounts), είναι εμφανής η πολύ μεγάλη σημασία των επενδυτικών κεφαλαίων στη διαμόρφωση των αποτιμήσεων των ομολόγων διεθνώς.

αποτελεί κριτήριο αποδοχής και αποτίμησης εξασφαλίσεων στο κανονιστικό πλαίσιο άσκησης της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, ενώ λαμβάνεται υπόψη στον καθορισμό των παραμέτρων κινδύνων στο κανονιστικό πλαίσιο της κεφαλαιακής επάρκειας. Γίνεται λοιπόν εμφανής η πολύ μεγάλη σημασία του ορίου της Επενδυτικής Κατηγορίας για τη διαμόρφωση συνθηκών ικανοποιητικής ζήτησης και αποτίμησης των ομολόγων και, κατ' επέκταση, χαμηλού κόστους δανεισμού στις νέες εκδόσεις.

Τίθεται λοιπόν το ερώτημα *πώς και σε ποιο βαθμό επηρεάζει η αναβάθμιση στην Επενδυτική Κατηγορία τις ομολογιακές αποδόσεις και την οικονομική δραστηριότητα*. Προκειμένου να διερευνηθεί το ερώτημα αυτό, συγκεντρώθηκαν ιστορικά στοιχεία με βάση τις προγενέστερες εμπειρίες οικονομιών των οποίων οι αξιολογήσεις αναβαθμίστηκαν στην “επενδυτική βαθμίδα” (δηλ. από αρχική αξιολόγηση BB+/Ba1 ή και χαμηλότερα σε BBB-/Baa3).<sup>2</sup> Για τους σκοπούς της παρούσας ανάλυσης, συγκεντρώθηκαν οι ιστορικές πιστοληπτικές αξιολογήσεις από τους τρεις μεγάλους οίκους (Fitch, Moody's και S&P)<sup>3</sup> για ένα μεγάλο σύνολο οικονομιών που ανήκουν τόσο στις ανεπτυγμένες όσο και στις αναπτυσσόμενες οικονομίες.<sup>4</sup>

Ο πίνακας που ακολουθεί παρουσιάζει προγενέστερες περιπτώσεις οικονομιών των οποίων οι πιστοληπτικές αξιολογήσεις αναβαθμίστηκαν το διάστημα 2000-2022 πάνω από το όριο της Επενδυτικής Κατηγορίας. Από τον πίνακα αυτό φαίνεται ότι είναι κοινή πρακτική, πριν από μία σημαντική αναβάθμιση όπως είναι αυτή πάνω από το όριο της Επενδυτικής Κατηγορίας, να ανακοινώνεται η μεταβολή των προοπτικών της πιστοληπτικής αξιολόγησης σε θετικές. Κατά μέσο όρο, οκτώ μήνες μετά την ανακοίνωση της μεταβολής των προοπτικών ακολουθεί αναβάθμιση πάνω από το όριο της Επενδυτικής Κατηγορίας.

Η αναβάθμιση στην Επενδυτική Κατηγορία τεκμαίρεται ότι επιδρά μειωτικά στις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων. Συγκεκριμένα, στη σχετική βιβλιογραφία έχει τεκμηριωθεί η σημαντική σύνδεση μεταξύ του επιπέδου των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων και των κρατικών πιστοληπτικών αξιολογήσεων.<sup>5</sup> Επίσης, έχει τεκμηριωθεί η μη γραμμική άνοδος των ομολογιακών αποδόσεων και των ασφαλιστρών κινδύνου μετά από μία υποβάθμιση κάτω από το όριο αυτό.<sup>6</sup>

Καθώς όμως οι σχετικές μελέτες αφορούν κυρίως τις υποβαθμίσεις κάτω από το όριο αυτό, παραμένει το ερώτημα αν οι αναβαθμίσεις πάνω από το όριο της Επενδυτικής Κατηγορίας οδηγούν σε αντίστοιχες μη γραμμικότητες, δηλ. αν ασκούν μειωτικές επιδράσεις στις αποδόσεις μεγαλύτερες από ό,τι αναμένεται από μία τυπική αναβάθμιση. Προκειμένου να διερευνηθεί το ερώτημα αυτό, κατασκευάστηκε σχετικό οικονομετρικό υπόδειγμα στο οποίο οι εξαρτημένες μεταβλητές, δηλ. οι αποδόσεις των δεκαετών κρατικών ομολόγων και οι διαφορές τους από κάποιο ομόλογο αναφοράς,<sup>7</sup> εξετάζονται ως συνάρτηση (α) κρατικών πιστοληπτικών αξιολογήσεων,<sup>8</sup> (β) μίας μεταβλητής

2 Το όριο της Επενδυτικής Κατηγορίας είναι η λεγόμενη “επενδυτική βαθμίδα”, δηλ. αξιολογήσεις BBB-/Baa3. Η Επενδυτική Κατηγορία συμπεριλαμβάνει τις αξιολογήσεις BBB, A, AA και AAA, με τις ενδιάμεσες διαβαθμίσεις (notches).

3 Σύμφωνα με τα στοιχεία της Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών (ESMA), για το 2022 οι λεγόμενοι “τρεις μεγάλοι” οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης έχουν μερίδια αγοράς που αθροιστικά υπερβαίνουν το 90% στην Ευρώπη. Συγκεκριμένα, ο οίκος S&P έχει μερίδιο αγοράς άνω του 50%, ο οίκος Moody's περίπου 33% και ο οίκος Fitch 10%, με όλους τους υπόλοιπους να έχουν καθένας μερίδιο κατά μέγιστο 1%.

4 Συνολικά η ανάλυση βασίζεται σε ένα δείγμα 85 οικονομιών διεθνώς, με υπό εξέταση διάστημα από τον Ιανουάριο του 2000 έως το Δεκέμβριο του 2022.

5 Βλ. μεταξύ άλλων El-Shagi, M. and G. von Schweinitz (2018), “The joint dynamics of sovereign ratings and government bond yields”, *Journal of Banking and Finance*, 97, 198-218, και Malliaropoulos, D. and P. Migiakis (2018), “The re-pricing of sovereign risks following the Global Financial Crisis”, *Journal of Empirical Finance*, 49, 39-56.

6 Βλ. μεταξύ άλλων Acharya, V. and S. Steffen (2020), “The risk of being a fallen angel and the corporate dash for cash in the midst of COVID”, *The Review of Corporate Finance Studies*, 9(3), 430-471, Cantor, R. and F. Packer (1996), “Determinants and impact of sovereign credit ratings”, *FRBNY Economic Policy Review* (October 1996), 37-54, και Jaramillo, L. and M.M. Tejada (2011), “Sovereign credit ratings and spreads in emerging markets: does investment grade matter?”, *International Monetary Fund Working Paper No. 2011/044*.

7 Ως ομόλογο αναφοράς λαμβάνονται το γερμανικό ομοσπονδιακό ομόλογο με δεκαετή διάρκεια για τις οικονομίες της ευρωζώνης και το αντίστοιχο αμερικανικό ομοσπονδιακό ομόλογο δεκαετούς διάρκειας για τις υπόλοιπες οικονομίες του δείγματος.

8 Η μεταβλητή αυτή αποτυπώνει το ασφάλιστρο που απαιτούν οι επενδυτές για τον πιστωτικό κίνδυνο. Όσο χαμηλότερη είναι η πιστοληπτική αξιολόγηση της κάθε οικονομίας, τόσο μεγαλύτερο είναι το ασφάλιστρο για τον πιστωτικό κίνδυνο.



### Περιπτώσεις αναβαθμίσεων στην Επενδυτική Κατηγορία (2000-2022)

Οικονομία	Ημερομηνία αναβάθμισης	Ημερομηνία μεταβολής των προοπτικών	Όικος πιστοληπτικής αξιολόγησης
Κροατία	22.3.2019	21.9.2018	S&P
Κύπρος	14.9.2018	15.9.2017	S&P
Ουγγαρία	20.5.2016	22.5.2015	Fitch
Φιλιππίνες	27.3.2013	-	Fitch
Τουρκία	5.11.2012	-	Fitch
Ουρουγουάη	3.4.2012	-	S&P
Ινδονησία	15.12.2011	-	Fitch
Παναμάς	23.3.2010	29.1.2008	Fitch
Βραζιλία	30.4.2008	16.5.2007	S&P
Ρουμανία	6.10.2006	7.6.2006	Moody's
Ινδία	22.6.2004	16.10.2003	Fitch
Βουλγαρία	4.6.2004	24.7.2003	S&P
Ρωσία	18.10.2003	28.7.2003	Moody's
Σλοβακία	30.10.2001	9.11.2000	S&P
Μεξικό	3.7.2000	2.2.2000	Moody's

Πηγή: Refinitiv.

Σημειώσεις: Η ημερομηνία της αναβάθμισης, 2η στήλη, αντιστοιχεί στην ημερομηνία κατά την οποία ανακοινώθηκε από τον πρώτο οίκο μεταξύ των τριών μεγάλων (Fitch, Moody's and S&P) η αναβάθμιση της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης της οικονομίας που αναφέρεται στην 1η στήλη πάνω από το όριο της Επενδυτικής Κατηγορίας, ενώ προηγουμένως και οι τρεις οίκοι την αξιολογούσαν κάτω από αυτό το όριο. Το όνομα του οίκου που προχώρησε πρώτος σε αναβάθμιση αναφέρεται στην τελευταία στήλη. Τέλος, εφόσον ο οίκος αυτός είχε μεταβάλει προηγουμένως τις προοπτικές της πιστοληπτικής αξιολόγησης σε θετικές, η ημερομηνία κατά την οποία ανακοινώθηκε αυτή η μεταβολή αναφέρεται στην 3η στήλη.

Στην περίπτωση της Ελλάδος, η επίδραση της αναβάθμισης προεξοφλήθηκε σε μεγάλο βαθμό ήδη από τις 21 Απριλίου 2023, όταν η S&P ανακοίνωσε τη μεταβολή των προοπτικών της πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος σε θετικές έως τα τέλη Οκτωβρίου, δηλαδή αμέσως μετά την αναβάθμιση της Ελλάδος στην Επενδυτική Κατηγορία. Έτσι, ενώ οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων στην ευρωζώνη, το διάστημα από την ανακοίνωση της μεταβολής των προοπτικών της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος έως την τελική αναβάθμιση, αυξήθηκαν σημαντικά (μεταβολή αποδόσεων δεκαετών ομολόγων μεταξύ 21.4.2023 και 27.10.2023: Γερμανία: +36 μ.β., Γαλλία: +47 μ.β., Ιταλία: +48 μ.β., Ισπανία: +42 μ.β., Πορτογαλία: +22 μ.β.), κυρίως λόγω της αύξησης των επιτοκίων, οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων το ίδιο διάστημα μειώθηκαν σε όλες

η οποία προσδιορίζει τις επιδράσεις της αναβάθμισης στην Επενδυτική Κατηγορία,<sup>9</sup> (γ) των διεθνών νομισματικών συνθηκών<sup>10</sup> και (δ) των μεταβολών στις συναλλαγματικές ισοτιμίες.<sup>11</sup> Τα αποτελέσματα του υποδείγματος απεικονίζονται στο διάγραμμα παρακάτω.<sup>12</sup>

Όπως φαίνεται στο διάγραμμα, οι αναβαθμίσεις σε ανώτερη πιστοληπτική αξιολόγηση (π.χ. από BB- σε BB ή από A σε A+) μειώνουν το ασφάλιστρο του πιστωτικού κινδύνου που ενσωματώνεται στις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων. Επίσης, στο αριστερό γράφημα φαίνεται ότι, ενώ η αυστηροποίηση των διεθνών νομισματικών συνθηκών ασκεί την ίδια επίδραση για όλες τις οικονομίες ανεξάρτητα από την πιστοληπτική τους διαβάθμιση, η επίδραση των συναλλαγματικών ισοτιμιών είναι σημαντικότερη για οικονομίες χαμηλής αξιολόγησης. Επιπρόσθετα προς αυτούς τους παράγοντες όμως φαίνεται ότι, εντός της εξαμηνιαίας περιόδου (3 μήνες πριν και 3 μήνες μετά) εξέτασης των επιδράσεων μίας αναβάθμισης στην Επενδυτική Κατηγορία, οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων μειώνονται κατά περίπου 50 μονάδες βάσης επιπλέον της μειωτικής επίδρασης που ασκεί η αναβάθμιση κατά μία βαθμίδα. Άρα συνολικά αναμένεται ότι η αναβάθμιση αυτή αφαιρεί περί τις 75-80 μονάδες βάσης από το επίπεδο που εξηγείται από τις διεθνείς και εγχώριες νομισματικές συνθήκες, καθώς και από τα θεμελιώδη μεγέθη της οικονομίας που αντανακλώνται στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις.

9 Η μεταβλητή αυτή αποτυπώνει τις επιδράσεις που δεν εξηγούνται από τις υπόλοιπες μεταβλητές του υποδείγματος, για χρονικό διάστημα από 3 μήνες πριν έως και 3 μήνες μετά την πρώτη αναβάθμιση στην Επενδυτική Κατηγορία. Για την επιλογή αυτού του ορισμού εξετάστηκαν διάφοροι εναλλακτικοί προσδιορισμοί για τη χρονική διάρκεια (π.χ. περίοδος από 6 μήνες πριν έως 6 μήνες μετά την αναβάθμιση), αλλά και για το χρονισμό των αναβαθμίσεων (αναβαθμίσεις από δύο οίκους ή αναβαθμίσεις και από τους τρεις οίκους στην Επενδυτική Κατηγορία).

10 Η μεταβλητή που χρησιμοποιήθηκε είναι το effective fed funds rate, ενώ εξετάστηκε εναλλακτικά και το "σκιώδες επιτόκιο", το οποίο συνυπολογίζει και τη συμβολή των μη επιτοκιακών εργαλείων άσκησης νομισματικής πολιτικής (βλ. Wu, J.C. and F.D. Xia (2016), "Measuring the macroeconomic impact of monetary policy at the zero lower bound", *Journal of Money, Credit and Banking*, 48(2-3), 253-291).

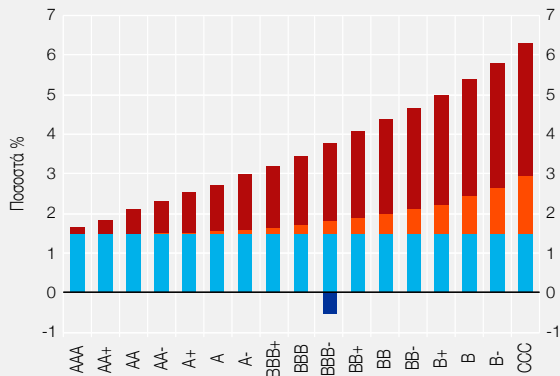
11 Σύμφωνα με τη διεθνή νομισματική θεωρία, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες αντανακλούν τις διαφορές των επιτοκίων μεταξύ δύο νομισματικών περιοχών.

12 Ως προς τις επιδράσεις στις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων, καθώς τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν αφορούσαν ημερήσια συχνότητα, επαρκή στοιχεία είχαν 77 από τις 85 οικονομίες για την περίοδο από 1.1.2000 έως 31.12.2022.

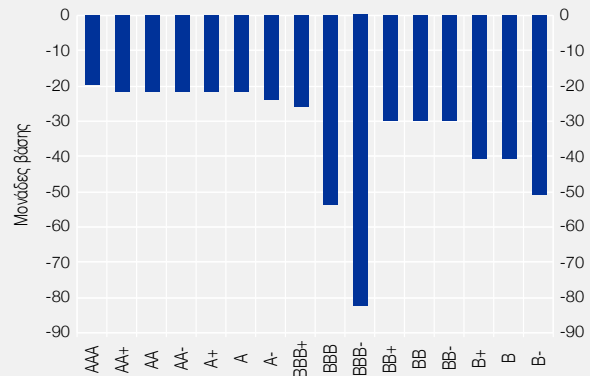
Εκτιμώμενη επίδραση της αναβάθμισης στην Επενδυτική Κατηγορία στις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων

**A Εκτιμώμενη επίδραση**

- Διεθνείς νομισματικές συνθήκες
- Συναλλαγματικές ισοτιμίες
- Πιστωτικός κίνδυνος
- Αναβάθμιση στην Επενδυτική Κατηγορία



**B Μείωση αποδόσεων μετά από αναβάθμιση κατά μία βαθμίδα**



Σημείωση: Το αριστερό γράφημα αποτυπώνει τις εκτιμώμενες αποδόσεις των κρατικών ομολόγων, ανά κατηγορία πιστοληπτικής αξιολόγησης, με βάση τις εκτιμήσεις ενός υποδείγματος συνολοκλήρωσης (βλ. Malliaropoulos, D. and P. Migiakis (2023), "A global monetary policy factor in sovereign bond yields", *Journal of Empirical Finance*, 70, 445-465). Η συμβολή των επιτοκίων αναφοράς υπολογίζεται με βάση τις τρέχουσες τιμές τους και η συμβολή των συναλλαγματικών ισοτιμιών υπολογίζεται με βάση τη μέση διακύμανση ανά κατηγορία πιστοληπτικής αξιολόγησης. Στο δεξιό γράφημα αποτυπώνονται οι εκτιμώμενες μεταβολές, ανά κατηγορία πιστοληπτικής αξιολόγησης, μετά από αναβάθμιση κατά μία βαθμίδα.

τις διάρκειες (μεταβολή το ίδιο διάστημα στις αποδόσεις των ΟΕΔ: 10ετή: -14 μ.β., 5ετή: -20 μ.β., 2ετή: -5 μ.β.). Έκτοτε, η μείωση των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων συνεχίστηκε και ξεπέρασε κατά πολύ εκείνη των αποδόσεων των υπόλοιπων κρατικών ομολόγων της ευρωζώνης (συνολική μεταβολή αποδόσεων ελληνικών κρατικών ομολόγων από 21.4 έως 15.12.2023: 10ετές: -112 μ.β., 5ετές: -115 μ.β. και 2ετές: -91 μ.β.). Κατά συνέπεια, οι παρατηρήσεις αυτές συμβαδίζουν με τα ευρήματα της οικονομετρικής εκτίμησης, καθώς υποδεικνύεται τόσο από τις παρατηρήσεις των αποδόσεων των ΟΕΔ όσο και από τις εκτιμήσεις του υποδείγματος ότι η αυστηροποίηση των νομισματικών συνθηκών, κυρίως με την άνοδο των επιτοκίων, επέδρασε αυξητικά στις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων της ευρωζώνης, όμως οι επιδράσεις αυτές στα ελληνικά κρατικά ομόλογα αντισταθμίστηκαν από τις προσδοκίες για αναβάθμιση στην Επενδυτική Κατηγορία.

Ταυτόχρονα, οι αποδόσεις των τραπεζικών ομολόγων έχουν μειωθεί σημαντικά (ενδεικτικά, μεταβολές στη διάμεσο των αποδόσεων των ομολόγων υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας για το διάστημα από 21.4.2023 έως 15.12.2023: -251 μ.β.). Η παρατήρηση αυτή είναι σύμφωνη με τη βιβλιογραφία, καθώς οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων είναι η βάση αποτίμησης για τις αποδόσεις τόσο των τραπεζικών όσο και των εταιρικών ομολόγων. Συνεπώς, αναμένεται ότι η μειωτική επίδραση από την αναβάθμιση στην Επενδυτική Κατηγορία διαχέεται και στο κόστος δανεισμού των τραπεζών και των επιχειρήσεων. Κατ' επέκταση, αναμένεται να έχει και σημαντικές επιδράσεις στην οικονομική δραστηριότητα, τουλάχιστον μέσω του διαύλου του κόστους των επενδύσεων.

Η επίδραση των αναβαθμίσεων των πιστοληπτικών αξιολογήσεων στην οικονομική δραστηριότητα έχει ήδη μελετηθεί, με τα ευρήματα να υποδεικνύουν σημαντική αυξητική επίδραση στις ξένες άμεσες επενδύσεις και στις επενδύσεις χαρτοφυλακίου.<sup>13</sup> Εντούτοις, η βιβλιογραφία δεν έχει εξετάσει τις μη γραμμικές επιδράσεις που μπορεί

13 Βλ. Cai, P., Q. Gan and S. Kim (2018), "Do sovereign credit ratings matter for foreign direct investments?", *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 55, 50-64, Chen, S., H. Chen, C. Chang and S. Yang (2013), "How do sovereign credit rating changes affect private investment?", *Journal of Banking and Finance*, 37(12), 4820-4833, και Chen, S., H. Chen, C. Chang and S. Yang (2016), "The relation between sovereign credit rating revisions and economic growth", *Journal of Banking and Finance*, 64, 90-100.

να ασκήσει μία αναβάθμιση πάνω από το όριο της Επενδυτικής Κατηγορίας. Προς το σκοπό αυτό, με βάση το προαναφερθέν πολύ μεγάλο δείγμα οικονομιών,<sup>14</sup> εξετάστηκε η επίδραση της αναβάθμισης αυτής στο ρυθμό μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ και στη μεταβλητότητα του ΑΕΠ. Για την οικονομετρική εκτίμηση χρησιμοποιήθηκαν δυναμικά υποδείγματα διαστρωματικών δεδομένων (dynamic panel data model: Arellano-Bond GMM), με βοηθητικές μεταβλητές (instrumental variables) όπως το δημοσιονομικό αποτέλεσμα, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, η κατάταξη της οικονομίας στους δείκτες διακυβέρνησης της Παγκόσμιας Τράπεζας κ.ά.

Τα αποτελέσματα υποδηλώνουν σημαντική αυξητική επίδραση στο ΑΕΠ και μειωτική επίδραση στη μεταβλητότητα του ΑΕΠ από μία αναβάθμιση στην Επενδυτική Κατηγορία. Συγκεκριμένα, το πραγματικό ΑΕΠ αυξάνεται μακροχρόνια κατά 2,5%, ενώ η μεταβλητότητα μειώνεται κατά 0,4 της ποσοστιαίας μονάδας μετά την αναβάθμιση. Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία, επιδράσεις των αναβαθμίσεων διοχετεύονται στην οικονομία μέσω τριών διαύλων: της μείωσης του κόστους χρηματοδότησης, της αύξησης των ροών χρηματοδότησης από το εξωτερικό και της βελτίωσης του οικονομικού κλίματος. Έτσι, η αύξηση του ΑΕΠ κατά 2,5% αφορά τη συνολική επίδραση μέσω και των τριών διαύλων.<sup>15</sup>

### Συμπεράσματα

Η αναβάθμιση στην Επενδυτική Κατηγορία, όπως φαίνεται από τις προγενέστερες περιπτώσεις τέτοιων αναβαθμίσεων, ασκεί μειωτική επίδραση στις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων, άρα και στο κόστος δανεισμού του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα της οικονομίας. Ταυτόχρονα, υποδεικνύεται ότι η αναβάθμιση αυτή έχει σημαντικά οφέλη και για την πραγματική οικονομία, καθώς ασκεί μακροχρόνια αυξητική επίδραση στο ΑΕΠ και ενισχύει την ανθεκτικότητα της οικονομίας. Κατ' επέκταση, μία μόνιμη αναβάθμιση στην Επενδυτική Κατηγορία δύναται να έχει σημαντικές, θετικές και μόνιμες δημοσιονομικές και μακροοικονομικές επιδράσεις.

14 Στην ανάλυση των επιδράσεων της αναβάθμισης στην οικονομική δραστηριότητα χρησιμοποιήθηκαν τα δεδομένα, σε ετήσια συχνότητα, για το σύνολο των 85 οικονομιών του δείγματος κατά την περίοδο 2000-2022.

15 Για την επίδραση της αναβάθμισης στην ελληνική οικονομία μέσω της μείωσης του κόστους χρηματοδότησης, βλ. Πλαίσιο IV.1.



## ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

1	Δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες .....	144
2	Ισοζύγιο πληρωμών .....	145
3	Ανάλυση καταθέσεων/ρέπος των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών στα λοιπά NXI, κατά νόμισμα και κατά κατηγορία .....	146
4	Αποδόσεις ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου .....	147
5	Χρηματοδότηση του εγχώριου ιδιωτικού τομέα από τα εγχώρια NXI .....	158
6	Τραπεζικά επιτόκια νέων καταθέσεων σε ευρώ από κατοίκους της ζώνης του ευρώ .....	159
7	Τραπεζικά επιτόκια νέων δανείων σε ευρώ προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ .....	150



Πίνακας 1 Δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες

Περίοδος	ΔΤΚ (Γενικός)		Αγαθά		Υπηρεσίες		ΔΤΚ χωρίς νυπά οπωροκηπευτικά και καύσιμα		ΔΤΚ χωρίς είδη διατροφής και καύσιμα		
	Δείκτης (2020=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προ- ηγούμενου έτους	Δείκτης (2020=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προ- ηγούμενου έτους	Δείκτης (2020=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προ- ηγούμενου έτους	Δείκτης (2020=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προ- ηγούμενου έτους	Δείκτης (2020=100)	Ποσοστιαία μεταβολή έναντι προ- ηγούμενου έτους	
	2019	101,3	0,3	101,6	-0,4	100,8	1,2	100,4	0,1	100,6	0,4
2020	100,0	-1,2	100,0	-1,6	100,0	-0,8	100,0	-0,4	100,0	-0,6	
2021	101,2	1,2	102,4	2,4	99,5	-0,5	100,2	0,2	99,9	-0,1	
2022	111,0	9,6	116,7	14,0	101,9	2,4	107,3	7,1	105,6	5,7	
2021	I	99,1	-1,6	99,0	-1,9	99,2	-1,1	98,6	-1,2	98,1	-1,6
	II	100,9	0,3	101,8	1,2	99,5	-1,0	100,1	-0,9	100,1	-1,2
	III	100,7	1,8	101,5	3,2	99,4	-0,2	99,4	0,2	98,9	-0,2
	IV	104,3	4,4	107,2	7,1	99,8	0,3	102,7	2,7	102,5	2,4
2022	I	106,4	7,4	110,5	11,7	100,0	0,7	103,8	5,3	103,2	5,2
	II	112,2	11,2	118,9	16,8	101,5	2,0	107,9	7,9	106,9	6,9
	III	112,4	11,7	118,5	16,8	102,8	3,4	107,4	8,0	105,0	6,2
	IV	112,9	8,3	118,9	10,9	103,5	3,7	110,0	7,1	107,3	4,7
2023	I	112,7	5,9	118,0	6,8	104,1	4,2	110,5	6,4	107,1	3,7
	II	115,0	2,5	120,8	1,6	105,7	4,2	113,2	4,9	110,0	2,9
	III	115,0	2,3	120,2	1,4	106,6	3,7	112,8	5,0	109,1	3,8
2021	Ιαν.	98,5	-2,0	98,2	-2,6	99,1	-0,9	98,4	-0,8	97,7	-1,2
	Φεβρ.	98,7	-1,3	98,5	-1,3	99,2	-1,1	98,3	-0,6	97,6	-0,9
	Μάρτ.	99,9	-1,6	100,3	-1,9	99,4	-1,3	99,2	-2,1	99,0	-2,6
	Απρ.	100,8	-0,3	101,8	0,5	99,4	-1,5	100,2	-1,2	100,3	-1,5
	Μάιος	100,4	0,1	101,0	1,2	99,5	-1,3	99,7	-1,2	99,5	-1,6
	Ιούν.	101,4	1,0	102,5	1,8	99,6	-0,2	100,4	-0,2	100,4	-0,4
	Ιούλ.	100,0	1,4	100,3	2,8	99,5	-0,6	98,9	-0,1	98,3	-0,4
	Αύγ.	99,8	1,9	100,2	3,4	99,3	-0,3	98,5	0,2	97,7	-0,3
	Σεπτ.	102,2	2,2	103,9	3,4	99,6	0,3	100,9	0,5	100,6	0,1
	Οκτ.	103,8	3,4	106,2	5,3	100,0	0,3	102,1	1,6	101,9	1,2
	Νοέμ.	104,2	4,8	107,1	7,9	99,8	0,1	102,4	2,9	102,0	2,7
	Δεκ.	105,0	5,1	108,3	8,0	99,7	0,5	103,6	3,5	103,4	3,4
2022	Ιαν.	104,7	6,2	107,9	9,9	99,6	0,5	102,6	4,3	102,0	4,4
	Φεβρ.	105,8	7,2	109,7	11,4	99,8	0,6	103,3	5,2	102,7	5,2
	Μάρτ.	108,8	8,9	114,0	13,7	100,5	1,1	105,5	6,3	105,0	6,1
	Απρ.	111,1	10,2	117,6	15,6	100,7	1,3	107,6	7,4	106,9	6,6
	Μάιος	111,8	11,3	118,4	17,2	101,4	1,9	107,5	7,8	106,3	6,8
	Ιούν.	113,6	12,1	120,7	17,7	102,4	2,8	108,8	8,4	107,6	7,2
	Ιούλ.	111,5	11,6	117,3	16,9	102,5	3,0	106,8	8,0	104,7	6,5
	Αύγ.	111,2	11,4	116,7	16,5	102,5	3,3	106,3	7,9	103,6	6,1
	Σεπτ.	114,5	12,0	121,5	16,9	103,4	3,8	109,1	8,1	106,8	6,2
	Οκτ.	113,2	9,1	119,2	12,2	103,6	3,7	109,7	7,4	107,2	5,2
	Νοέμ.	113,1	8,5	119,2	11,3	103,5	3,7	109,8	7,2	107,0	4,9
	Δεκ.	112,5	7,2	118,4	9,3	103,3	3,7	110,4	6,6	107,5	4,0
2023	Ιαν.	112,0	7,0	117,2	8,5	103,7	4,1	109,5	6,7	106,1	4,0
	Φεβρ.	112,3	6,1	117,4	7,0	104,2	4,4	110,0	6,4	106,4	3,6
	Μάρτ.	113,7	4,6	119,5	4,8	104,6	4,1	112,0	6,2	108,7	3,5
	Απρ.	114,5	3,0	120,1	2,1	105,4	4,7	112,6	4,7	109,6	2,5
	Μάιος	114,9	2,8	120,7	1,9	105,7	4,3	113,4	5,5	110,1	3,6
	Ιούν.	115,6	1,8	121,7	0,8	106,1	3,5	113,7	4,5	110,3	2,5
	Ιούλ.	114,3	2,5	119,1	1,5	106,5	3,9	112,3	5,2	108,5	3,6
	Αύγ.	114,3	2,7	119,1	2,0	106,3	3,8	112,1	5,5	108,1	4,3
	Σεπτ.	116,3	1,6	122,4	0,7	106,8	3,3	114,0	4,5	110,6	3,6
	Οκτ.	117,0	3,4	123,5	3,6	106,9	3,2	114,6	4,5	110,9	3,4
	Νοέμ.	116,6	3,0	123,0	3,2	106,5	2,9	114,5	4,2	110,4	3,2

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΛΣΤΑΤ.

## Πίνακας 2 Ισοζύγιο πληρωμών

(προσωρινά στοιχεία, εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος-Δεκέμβριος			Ιανουάριος-Σεπτέμβριος		
	2020	2021	2022	2021	2022	2023
<b>I ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΓΩΝ ( I.A + I.B + I.Γ + I.Δ )</b>	<b>-10.964,4</b>	<b>-12.271,6</b>	<b>-21.225,6</b>	<b>-6.103,2</b>	<b>-11.897,7</b>	<b>-7.251,3</b>
<b>ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΑΓΑΘΩΝ ΚΑΙ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ ( I.A + I.B)</b>	<b>-11.249,7</b>	<b>-13.874,1</b>	<b>-20.166,3</b>	<b>-7.742,5</b>	<b>-11.653,3</b>	<b>-4.898,2</b>
Εξαγωγές	51.615,7	74.384,3	101.516,9	54.361,7	77.382,5	76.357,8
Εισαγωγές	62.865,5	88.258,4	121.683,2	62.104,2	89.035,8	81.256,0
<b>I.A ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΑΓΑΘΩΝ ( I.A.1 - I.A.2)</b>	<b>-18.528,1</b>	<b>-26.719,1</b>	<b>-39.557,6</b>	<b>-18.009,0</b>	<b>-28.734,8</b>	<b>-23.807,4</b>
<b>I.A.1 Εξαγωγές αγαθών</b>	<b>28.904,4</b>	<b>39.327,9</b>	<b>53.755,0</b>	<b>28.194,2</b>	<b>39.850,1</b>	<b>37.361,5</b>
Καύσιμα	6.102,5	10.210,2	17.601,7	7.107,5	13.013,2	10.479,4
Πλοία (πωλήσεις)	153,1	121,4	110,0	76,9	83,5	162,9
Αγαθά χωρίς καύσιμα και πλοία	22.648,9	28.996,3	36.043,3	21.009,8	26.753,5	26.719,2
<b>I.A.2 Εισαγωγές αγαθών</b>	<b>47.432,5</b>	<b>66.046,9</b>	<b>93.312,6</b>	<b>46.203,1</b>	<b>68.584,9</b>	<b>61.168,9</b>
Καύσιμα	9.298,4	16.087,3	30.853,2	10.562,6	22.028,4	15.678,0
Πλοία (αγορές)	217,9	144,4	403,8	111,3	190,8	226,7
Αγαθά χωρίς καύσιμα και πλοία	37.916,1	49.815,1	62.055,5	35.529,2	46.365,7	45.264,2
<b>I.B ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ ( I.B.1 - I.B.2)</b>	<b>7.278,3</b>	<b>12.845,0</b>	<b>19.391,3</b>	<b>10.266,5</b>	<b>17.081,5</b>	<b>18.909,1</b>
<b>I.B.1 Εισπράξεις</b>	<b>22.711,3</b>	<b>35.056,4</b>	<b>47.761,9</b>	<b>26.167,6</b>	<b>37.532,4</b>	<b>38.996,2</b>
Ταξιδιωτικό	4.318,8	10.502,7	17.676,2	8.751,4	15.559,8	17.919,4
Μεταφορές	13.814,2	18.728,1	23.434,0	13.266,1	17.266,9	15.571,1
Λοιπές υπηρεσίες	4.578,3	5.825,7	6.651,8	4.150,1	4.705,7	5.505,7
<b>I.B.2 Πληρωμές</b>	<b>15.433,0</b>	<b>22.211,5</b>	<b>28.370,7</b>	<b>15.901,1</b>	<b>20.450,9</b>	<b>20.087,1</b>
Ταξιδιωτικό	792,9	1.112,5	1.924,6	722,2	1.423,3	1.848,5
Μεταφορές	9.873,0	15.078,7	19.609,7	10.656,4	14.084,3	13.109,8
Λοιπές υπηρεσίες	4.767,1	6.020,3	6.836,3	4.522,5	4.943,4	5.128,8
<b>I.Γ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΠΡΩΤΟΓΕΝΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ (I.Γ.1 - I.Γ.2)</b>	<b>-275,9</b>	<b>368,7</b>	<b>-757,7</b>	<b>654,5</b>	<b>-275,5</b>	<b>-3.397,2</b>
<b>I.Γ.1 Εισπράξεις</b>	<b>6.324,1</b>	<b>6.608,1</b>	<b>7.875,5</b>	<b>5.282,5</b>	<b>5.888,6</b>	<b>7.385,4</b>
Από εργασία (αμοιβές, μισθοί)	201,4	220,2	224,7	152,6	167,3	157,8
Από επενδύσεις (τόκοι, μερίσματα, κέρδη)	2.942,0	3.019,2	4.177,7	2.206,4	3.013,8	4.271,4
Λοιπά πρωτογενή εισοδήματα	3.180,7	3.368,8	3.473,0	2.923,5	2.707,5	2.956,2
<b>I.Γ.2 Πληρωμές</b>	<b>6.599,9</b>	<b>6.239,4</b>	<b>8.633,1</b>	<b>4.628,0</b>	<b>6.164,1</b>	<b>10.782,6</b>
Από εργασία (αμοιβές, μισθοί)	1.336,4	1.309,7	1.493,8	951,4	1.119,5	991,6
Από επενδύσεις (τόκοι, μερίσματα, κέρδη)	4.838,8	4.433,3	6.478,8	3.277,2	4.492,9	9.391,3
Λοιπά πρωτογενή εισοδήματα	424,7	496,5	660,6	399,4	551,7	399,7
<b>I.Δ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟΓΕΝΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ (I.Δ.1 - I.Δ.2)</b>	<b>561,2</b>	<b>1.233,8</b>	<b>-301,6</b>	<b>984,8</b>	<b>31,1</b>	<b>1.044,2</b>
<b>I.Δ.1 Εισπράξεις</b>	<b>4.064,5</b>	<b>5.008,2</b>	<b>4.390,6</b>	<b>3.840,8</b>	<b>3.677,0</b>	<b>4.131,7</b>
Γενική κυβέρνηση	2.452,7	3.561,7	2.642,7	2.768,9	2.387,5	2.367,4
Λοιποί τομείς	1.611,9	1.446,5	1.747,9	1.071,9	1.289,5	1.764,3
<b>I.Δ.2 Πληρωμές</b>	<b>3.503,4</b>	<b>3.774,4</b>	<b>4.692,2</b>	<b>2.856,0</b>	<b>3.645,9</b>	<b>3.087,5</b>
Γενική κυβέρνηση	1.914,9	2.297,1	3.058,7	1.747,2	2.441,8	1.723,4
Λοιποί τομείς	1.588,5	1.477,2	1.633,5	1.108,8	1.204,1	1.364,1
<b>II ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (II.1 - II.2)</b>	<b>2.733,6</b>	<b>4.000,9</b>	<b>3.111,6</b>	<b>3.209,0</b>	<b>2.518,2</b>	<b>2.001,8</b>
<b>II.1 Εισπράξεις</b>	<b>3.124,5</b>	<b>4.915,0</b>	<b>3.857,0</b>	<b>3.931,1</b>	<b>3.000,9</b>	<b>2.395,0</b>
Γενική κυβέρνηση	2.932,0	4.055,5	2.523,2	3.436,3	2.041,1	1.878,3
Λοιποί τομείς	192,5	859,5	1.333,7	494,7	959,8	516,6
<b>II.2 Πληρωμές</b>	<b>390,9</b>	<b>914,1</b>	<b>745,3</b>	<b>722,0</b>	<b>482,7</b>	<b>393,1</b>
Γενική κυβέρνηση	4,4	5,0	7,2	3,6	5,4	5,3
Λοιποί τομείς	386,5	909,1	738,1	718,5	477,3	387,8
<b>ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΓΩΝ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ( I + II)</b>	<b>-8.230,9</b>	<b>-8.270,7</b>	<b>-18.113,9</b>	<b>-2.894,2</b>	<b>-9.379,5</b>	<b>-5.249,5</b>
<b>III ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΧΡΗΜ/ΚΩΝ ΣΥΝΓΩΝ ( III.A+III.B+III.Γ+III.Δ )</b>	<b>-7.747,7</b>	<b>-7.107,6</b>	<b>-16.152,0</b>	<b>-2.140,5</b>	<b>-7.235,8</b>	<b>-2.874,7</b>
<b>III.A ΑΜΕΣΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ<sup>1</sup></b>	<b>-2.332,3</b>	<b>-4.412,6</b>	<b>-5.040,9</b>	<b>-3.239,0</b>	<b>-4.963,8</b>	<b>-3.009,4</b>
Απαιτήσεις	568,6	1.147,7	2.388,5	952,6	1.376,6	840,6
Υποχρεώσεις	2.900,9	5.560,4	7.429,4	4.191,6	6.340,4	3.850,0
<b>III.B ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ<sup>1</sup></b>	<b>48.339,5</b>	<b>23.829,9</b>	<b>8.836,8</b>	<b>14.265,3</b>	<b>10.114,2</b>	<b>2.747,1</b>
Απαιτήσεις	35.443,0	27.316,7	10.206,3	18.567,6	10.742,9	6.723,1
Υποχρεώσεις	-12.896,5	3.486,7	1.369,5	4.302,3	628,7	3.976,0
<b>III.Γ ΛΟΙΠΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ<sup>1</sup></b>	<b>-55.291,1</b>	<b>-29.060,9</b>	<b>-18.102,5</b>	<b>-15.661,3</b>	<b>-10.071,5</b>	<b>-2.826,6</b>
Απαιτήσεις	2.362,1	3.713,7	-3.538,1	3.594,7	-1.491,4	-815,8
Υποχρεώσεις	57.653,2	32.774,6	14.564,4	19.255,9	8.580,1	2.010,8
(Δάνεια γενικής κυβέρνησης)	1.342,6	-957,9	-4.496,0	-360,0	-2.036,4	-194,3
<b>III.Δ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ<sup>1</sup></b>	<b>1.536,2</b>	<b>2.536,0</b>	<b>-1.845,4</b>	<b>2.494,4</b>	<b>-2.314,7</b>	<b>214,3</b>
<b>IV ΤΑΚΤΟΠΟΙΗΤΕΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ( I + II - III + IV=0)</b>	<b>483,2</b>	<b>1.163,1</b>	<b>1.962,0</b>	<b>753,6</b>	<b>2.143,7</b>	<b>2.374,8</b>
<b>ΥΦΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ</b>	<b>9.739</b>	<b>12.770</b>	<b>11.341</b>	<b>12.195</b>	<b>11.146</b>	<b>11.752</b>

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 (+) αύξηση, (-) μείωση.

**Πίνακας 3 Ανάλυση καταθέσεων/ρέπος των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών στα λοιπά NXI,<sup>1</sup> κατά νόμισμα και κατά κατηγορία**

(υπόλοιπα σε εκατ. ευρώ, μη εποχικώς διορθωμένα)

Τέλος περιόδου	Σύνολο καταθέσεων/ρέπος	Ανάλυση κατά νόμισμα		Ανάλυση κατά κατηγορία		
		Καταθέσεις/ρέπος σε ευρώ <sup>2</sup>	Καταθέσεις/ρέπος σε λοιπά νομίσματα	Καταθέσεις μίας ημέρας <sup>2</sup>	Λοιπές καταθέσεις και ρέπος	
2017	126.346	120.239	6.107	77.124	49.222	
2018	134.489	127.865	6.624	83.037	51.452	
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	
2020	Ιαν.	141.149	134.687	6.462	90.717	50.432
	Φεβρ.	142.240	135.822	6.418	91.560	50.680
	Μάρτ.	145.088	138.288	6.800	95.956	49.132
	Απρ.	146.565	139.748	6.817	97.620	48.945
	Μάιος	148.136	141.439	6.697	99.148	48.988
	Ιούν.	148.550	141.770	6.780	100.366	48.184
	Ιουλ.	151.496	145.016	6.480	102.905	48.590
	Αύγ.	151.877	145.479	6.398	103.486	48.391
	Σεπτ.	153.137	146.479	6.658	105.201	47.936
	Οκτ.	155.672	149.072	6.600	107.782	47.890
	Νοέμ.	158.699	152.144	6.555	111.850	46.849
	Δεκ.	163.220	156.421	6.799	116.484	46.736
2021	Ιαν.	162.094	155.648	6.446	116.113	45.980
	Φεβρ.	162.840	156.403	6.437	117.717	45.123
	Μάρτ.	164.792	158.081	6.711	120.769	44.023
	Απρ.	167.749	161.302	6.447	125.180	42.569
	Μάιος	168.111	161.499	6.613	126.727	41.385
	Ιούν.	169.765	162.940	6.826	129.236	40.530
	Ιουλ.	171.639	165.023	6.617	131.832	39.808
	Αύγ.	173.140	166.446	6.694	134.362	38.778
	Σεπτ.	173.700	166.884	6.816	135.779	37.921
	Οκτ.	173.688	166.824	6.864	136.690	36.998
	Νοέμ.	175.658	168.581	7.077	139.728	35.930
	Δεκ.	180.003	172.807	7.196	144.385	35.618
2022	Ιαν.	177.819	170.737	7.082	142.772	35.047
	Φεβρ.	177.538	170.577	6.961	142.944	34.594
	Μάρτ.	176.587	169.549	7.038	142.644	33.943
	Απρ.	178.235	171.017	7.217	144.406	33.829
	Μάιος	179.438	172.303	7.135	145.937	33.501
	Ιούν.	182.332	175.031	7.301	149.598	32.734
	Ιουλ.	182.925	175.711	7.214	150.110	32.815
	Αύγ.	183.091	175.711	7.380	150.639	32.451
	Σεπτ.	185.510	177.973	7.538	152.751	32.759
	Οκτ.	184.840	177.401	7.439	152.552	32.288
	Νοέμ.	183.923	176.785	7.137	151.007	32.916
	Δεκ.	188.742	181.659	7.083	152.963	35.779
2023	Ιαν.	184.142	177.042	7.100	148.573	35.569
	Φεβρ.	182.798	175.628	7.170	144.632	38.165
	Μάρτ.	185.530	178.225	7.306	143.584	41.946
	Απρ.	185.494	178.466	7.028	141.801	43.693
	Μάιος	186.415	179.135	7.280	141.137	45.278
	Ιούν.	189.327	182.083	7.244	142.142	47.185
	Ιουλ.	189.091	181.870	7.221	141.322	47.769
	Αύγ.	189.351	182.012	7.339	141.150	48.200
	Σεπτ.	191.715	184.201	7.514	142.036	49.680
	Οκτ.	189.551	182.310	7.241	141.441	48.110

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
2017	5,05	4,36	5,93	5,98	6,62	6,72	6,50
2018	1,53	3,30	3,90	4,19	4,70	4,93	5,02
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
2020	Ιαν.	0,15	0,45	0,88	1,34	1,78	2,24
	Φεβρ.	0,16	0,36	0,69	1,07	1,60	1,83
	Μάρτ.	1,30	1,54	1,71	1,97	2,13	2,33
	Απρ.	1,27	1,63	1,84	2,05	2,07	2,30
	Μάιος	1,07	1,34	1,76	1,93	1,98	2,18
	Ιούν.	0,39	0,61	1,05	1,32	1,45	1,69
	Ιούλ.	0,23	0,37	0,86	1,14	1,26	1,53
	Αύγ.	0,13	0,27	0,80	1,08	1,27	1,57
	Σεπτ.	0,14	0,25	0,76	1,08	1,27	1,55
	Οκτ.	0,07	0,23	0,57	0,90	1,07	1,26
	Νοέμ.	-0,06	0,00	0,39	0,75	0,96	1,14
	Δεκ.	-0,12	-0,06	0,32	0,63	0,89	1,08
2021	Ιαν.	-0,13	-0,02	0,33	0,65	0,94	1,16
	Φεβρ.	-0,10	0,08	0,36	0,81	1,07	1,28
	Μάρτ.	-0,11	0,10	0,44	0,91	1,22	1,58
	Απρ.	-0,16	-0,01	0,33	0,88	1,22	1,92
	Μάιος	-0,13	0,16	0,38	0,99	1,27	1,99
	Ιούν.	-0,22	0,06	0,20	0,81	1,00	1,69
	Ιούλ.	-0,32	-0,08	0,07	0,70	0,85	1,52
	Αύγ.	-0,38	-0,18	-0,06	0,59	0,70	1,36
	Σεπτ.	-0,25	0,02	0,12	0,80	0,92	1,62
	Οκτ.	-0,13	0,22	0,28	0,96	1,06	1,74
	Νοέμ.	-0,09	0,41	0,52	1,22	1,29	1,91
	Δεκ.	-0,17	0,50	0,67	1,29	1,41	1,91
2022	Ιαν.	0,16	0,79	1,14	1,62	1,49	2,25
	Φεβρ.	0,97	1,53	2,00	2,46	2,18	2,91
	Μάρτ.	1,05	1,60	2,00	2,61	2,20	3,05
	Απρ.	1,25	1,90	2,30	2,89	2,24	3,40
	Μάιος	2,01	2,48	3,07	3,54	3,19	3,95
	Ιούν.	2,52	2,85	3,49	3,93	3,54	4,45
	Ιούλ.	2,29	2,64	3,15	3,38	3,50	4,21
	Αύγ.	2,36	2,76	3,16	3,46	3,62	4,10
	Σεπτ.	3,12	3,63	4,02	4,44	4,39	4,58
	Οκτ.	3,31	4,10	4,40	4,87	4,85	4,82
	Νοέμ.	3,12	3,58	4,04	4,42	4,60	4,43
	Δεκ.	3,19	3,31	3,74	4,22	4,37	4,23
2023	Ιαν.	3,31	3,39	3,81	4,29	4,26	4,33
	Φεβρ.	3,50	3,57	4,11	4,26	4,31	4,39
	Μάρτ.	3,58	3,74	4,20	4,29	4,36	4,41
	Απρ.	3,43	3,80	4,13	4,22	4,30	4,39
	Μάιος	3,23	3,56	3,92	3,98	4,12	4,27
	Ιούν.	3,30	3,39	3,62	3,71	3,88	4,09
	Ιούλ.	3,46	3,55	3,74	3,85	4,12	4,19
	Αύγ.	3,40	3,53	3,72	3,88	4,17	4,26
	Σεπτ.	3,51	3,71	3,93	4,08	4,38	4,47
	Οκτ.	3,54	3,78	4,07	4,30	4,65	4,70

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

**Πίνακας 5 Χρηματοδότηση του εγχώριου ιδιωτικού τομέα κατά κλάδο δραστηριότητας από τα εγχώρια NXI<sup>1</sup>**

(υπόλοιπα σε εκατ. ευρώ, μη εποχικώς διορθωμένα)

Τέλος περιόδου	Γενικό σύνολο	Επιχειρήσεις			Ελεύθεροι επαγγελματίες, αγρότες, ατομικές επιχειρήσεις	Ιδιώτες και ιδιωτικά μη κερδοσκοπικά ιδρύματα				
		Σύνολο	Μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις <sup>2</sup>	Λοιπά χρημ/τικά ιδρύματα, ασφαλιστικές επιχειρ/σεις και ταμεία επαγγελματικής ασφάλισης		Σύνολο	Στεγαστικά δάνεια	Καταναλωτικά δάνεια	Λοιπά	
2017	183.968	88.887	82.114	6.773	12.773	82.309	58.812	22.249	1.247	
2018	170.291	82.707	76.379	6.328	11.280	76.304	56.766	18.507	1.030	
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	
2020	Ιαν.	153.426	73.826	67.552	6.274	10.155	69.445	52.515	16.120	810
	Φεβρ.	153.739	74.341	67.999	6.341	10.150	69.248	52.356	16.083	809
	Μάρτ.	147.697	72.692	66.187	6.505	8.536	66.469	50.501	15.220	747
	Απρ.	147.694	72.993	66.679	6.314	8.507	66.194	50.350	15.095	749
	Μάιος	147.898	73.396	67.041	6.354	8.514	65.988	50.175	15.064	750
	Ιούν.	147.606	73.315	66.974	6.341	8.532	65.758	50.064	15.090	604
	Ιουλ.	147.577	73.487	67.351	6.135	8.621	65.469	49.761	15.094	614
	Αύγ.	147.721	73.770	67.603	6.167	8.639	65.311	49.623	15.074	614
	Σεπτ.	147.586	73.916	67.831	6.085	8.604	65.066	49.422	15.037	606
	Οκτ.	147.277	73.861	67.902	5.959	8.586	64.830	49.312	14.952	566
	Νοέμ.	147.254	74.200	68.117	6.083	8.598	64.456	49.089	14.788	579
	Δεκ.	141.812	73.063	66.594	6.468	7.818	60.932	46.133	14.204	595
2021	Ιαν.	141.113	72.660	66.484	6.176	7.800	60.653	45.951	14.116	586
	Φεβρ.	139.866	72.192	65.945	6.247	7.646	60.027	45.752	13.702	573
	Μάρτ.	139.987	72.750	66.348	6.402	7.668	59.569	45.532	13.564	473
	Απρ.	129.774	68.755	62.117	6.638	6.917	54.102	41.624	12.009	470
	Μάιος	129.631	68.721	62.064	6.657	6.907	54.002	41.513	12.058	431
	Ιούν.	129.883	68.934	62.159	6.775	6.987	53.962	41.399	12.130	433
	Ιουλ.	122.483	66.374	59.910	6.464	6.028	50.081	38.677	10.985	420
	Αύγ.	122.119	66.183	60.078	6.105	6.028	49.908	38.529	10.963	417
	Σεπτ.	119.047	65.630	59.298	6.332	5.587	47.830	37.148	10.314	369
	Οκτ.	118.969	65.706	59.946	5.761	5.516	47.747	37.094	10.283	370
	Νοέμ.	119.449	66.229	60.273	5.956	5.535	47.686	37.011	10.298	377
	Δεκ.	109.620	64.541	57.971	6.571	4.848	40.231	30.891	9.012	328
2022	Ιαν.	108.336	63.528	57.275	6.254	4.773	40.035	30.695	8.991	349
	Φεβρ.	109.234	64.480	57.663	6.817	4.780	39.974	30.623	9.001	351
	Μάρτ.	109.617	65.243	58.249	6.994	4.799	39.575	30.516	8.706	354
	Απρ.	110.181	65.942	58.901	7.040	4.756	39.484	30.426	8.711	347
	Μάιος	110.751	66.461	59.571	6.890	4.875	39.414	30.307	8.759	348
	Ιούν.	112.847	68.428	61.426	7.002	4.949	39.469	30.314	8.808	347
	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

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Στα υπόλοιπα περιλαμβάνονται τα δάνεια και οι τοποθετήσεις των NXI σε εταιρικά ομόλογα.

2 Από το Μάρτιο του 2019, τα δάνεια προς τις ναυτιλιακές εταιρείες με καταστατική έδρα στο εξωτερικό δεν περιλαμβάνονται πλέον στη χρηματοδότηση της εγχώριας οικονομίας, αλλά αναταξινομήθηκαν στις λοιπές χώρες.



Πίνακας 6 Τραπεζικά επιτόκια νέων καταθέσεων σε ευρώ από κατοίκους της ζώνης του ευρώ

(ποσοστά % ετησίως, μέσοι όροι περιόδου, εκτός εάν σημειώνεται διαφορετικά)

Περίοδος	Καταθέσεις από νοικοκυριά		Καταθέσεις από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις		Μέσο επιτόκιο όλων των καταθέσεων	
	Μίας ημέρας <sup>1,2</sup>	Με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος	Μίας ημέρας <sup>2</sup>	Με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος		
2017	0,09	0,64	0,15	0,82	0,30	
2018	0,09	0,59	0,15	0,90	0,29	
2019	0,09	0,51	0,15	0,69	0,25	
2020	0,05	0,26	0,09	0,22	0,12	
2021	0,04	0,15	0,01	0,08	0,06	
2022	0,03	0,16	0,01	0,16	0,05	
2020	Ιαν.	0,07	0,33	0,11	0,40	0,17
	Φεβρ.	0,04	0,31	0,12	0,35	0,15
	Μάρτ.	0,04	0,29	0,12	0,29	0,14
	Απρ.	0,04	0,28	0,11	0,25	0,13
	Μάιος	0,05	0,28	0,10	0,23	0,13
	Ιούν.	0,05	0,26	0,10	0,22	0,12
	Ιούλ.	0,05	0,25	0,08	0,20	0,11
	Αύγ.	0,05	0,26	0,07	0,19	0,11
	Σεπτ.	0,05	0,24	0,07	0,15	0,11
	Οκτ.	0,05	0,24	0,06	0,12	0,10
	Νοέμ.	0,04	0,21	0,05	0,13	0,09
	Δεκ.	0,04	0,19	0,04	0,12	0,08
2021	Ιαν.	0,04	0,19	0,03	0,11	0,08
	Φεβρ.	0,04	0,18	0,02	0,08	0,07
	Μάρτ.	0,04	0,16	0,02	0,07	0,06
	Απρ.	0,04	0,16	0,02	0,08	0,06
	Μάιος	0,04	0,15	0,01	0,09	0,06
	Ιούν.	0,04	0,14	0,01	0,08	0,06
	Ιούλ.	0,04	0,14	0,01	0,06	0,05
	Αύγ.	0,03	0,16	0,01	0,07	0,05
	Σεπτ.	0,03	0,14	0,01	0,05	0,05
	Οκτ.	0,03	0,14	0,00	0,07	0,05
	Νοέμ.	0,03	0,14	0,00	0,07	0,05
	Δεκ.	0,03	0,14	0,00	0,05	0,04
2022	Ιαν.	0,03	0,14	0,00	0,05	0,04
	Φεβρ.	0,02	0,14	0,00	0,05	0,04
	Μάρτ.	0,02	0,13	0,00	0,06	0,04
	Απρ.	0,02	0,13	0,00	0,05	0,04
	Μάιος	0,02	0,12	0,00	0,06	0,04
	Ιούν.	0,03	0,12	0,00	0,06	0,03
	Ιούλ.	0,03	0,13	-0,01	0,05	0,04
	Αύγ.	0,03	0,11	0,01	0,10	0,04
	Σεπτ.	0,03	0,14	0,01	0,15	0,04
	Οκτ.	0,03	0,20	0,01	0,21	0,05
	Νοέμ.	0,03	0,20	0,03	0,30	0,06
	Δεκ.	0,03	0,33	0,05	0,83	0,10
2023	Ιαν.	0,03	0,47	0,08	0,96	0,12
	Φεβρ.	0,03	1,04	0,10	1,28	0,21
	Μάρτ.	0,03	1,16	0,10	1,47	0,23
	Απρ.	0,02	1,22	0,10	1,87	0,25
	Μάιος	0,02	1,31	0,11	2,10	0,28
	Ιούν.	0,02	1,42	0,12	2,28	0,31
	Ιούλ.	0,02	1,50	0,12	2,71	0,35
	Αύγ.	0,03	1,56	0,15	2,70	0,39
	Σεπτ.	0,03	1,73	0,17	2,85	0,43
	Οκτ.	0,03	1,77	0,18	3,06	0,46

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Το επιτόκιο των καταθέσεων μίας ημέρας από νοικοκυριά είναι ο σταθμικός μέσος όρος του επιτοκίου των τρεχούμενων λογαριασμών και του επιτοκίου των καταθέσεων απλού ταμιευτηρίου.

2 Επιτόκιο στο τέλος του μηνός.

**Πίνακας 7 Τραπεζικά επιτόκια νέων δανείων σε ευρώ προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ**

(ποσοστά % ετησίως, μέσοι όροι περιόδου, εκτός εάν σημειώνεται διαφορετικά)

Περίοδος	Δάνεια προς ιδιώτες και ιδιωτικά μη κερδοσκοπικά ιδρύματα <sup>1</sup>					Δάνεια προς ελεύθερους επαγγελματίες, αγρότες, ατομικές επιχειρήσεις <sup>1</sup>		Δάνεια προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις <sup>1</sup>			Μέσο επιτόκιο όλων των δανείων	
	Καταναλωτικά δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια <sup>2,3</sup>	Καταναλωτικά δάνεια με καθορισμένη διάρκεια		Στεγαστικά δάνεια		Δάνεια με καθορισμένη διάρκεια και επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος	Δάνεια με καθορισμένη διάρκεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια <sup>3,4</sup>	Δάνεια με καθορισμένη διάρκεια και επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος				
		Επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος	Μέσο επιτόκιο κατ/κών δανείων με καθορισμένη διάρκεια	Επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος	Μέσο επιτόκιο συνόλου στεγαστικών δανείων			Δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια <sup>3,4</sup>	Μέχρι ένα εκατ. ευρώ	Άνω του ενός εκατ. ευρώ		
2017	14,46	7,99	8,73	2,71	2,78	7,13	5,22	5,48	4,91	4,20	4,72	
2018	14,47	9,21	9,13	2,92	3,01	6,95	5,39	5,20	4,66	3,81	4,65	
2019	14,48	10,16	9,46	3,03	3,11	6,81	5,55	4,88	4,31	3,64	4,58	
2020	14,51	11,06	9,71	2,53	2,85	6,75	5,42	4,54	3,94	2,83	4,11	
2021	14,50	11,16	9,98	2,35	2,78	6,55	4,76	4,24	3,79	2,70	3,91	
2022	14,42	11,26	10,52	3,00	3,14	6,59	5,43	4,18	4,29	3,23	4,21	
2020	Ιαν.	14,62	11,18	9,85	2,72	2,86	6,73	5,16	4,70	4,08	3,37	4,36
	Φεβρ.	14,65	10,65	9,58	2,78	2,91	6,73	5,11	4,68	3,98	3,20	4,30
	Μάρτ.	14,67	10,67	9,67	2,65	2,75	6,82	5,44	4,61	4,12	2,81	4,06
	Απρ.	14,62	10,96	9,24	2,32	2,70	6,84	5,25	4,56	3,91	3,37	4,15
	Μάιος	14,53	11,82	10,80	2,66	2,93	6,81	5,86	4,56	3,81	2,77	4,23
	Ιούν.	14,40	11,01	9,53	2,59	2,86	6,78	5,65	4,57	3,62	2,75	4,05
	Ιούλ.	14,36	10,75	9,33	2,53	2,98	6,74	5,33	4,53	3,62	2,65	4,07
	Αύγ.	14,35	11,26	9,89	2,47	2,94	6,71	4,86	4,52	3,83	2,72	4,11
	Σεπτ.	14,32	11,05	9,90	2,43	2,93	6,73	5,40	4,50	3,57	2,42	3,92
	Οκτ.	14,49	11,08	9,69	2,49	2,86	6,69	6,13	4,42	4,44	2,69	4,10
	Νοέμ.	14,51	10,97	9,36	2,33	2,75	6,67	6,77	4,44	4,71	2,68	4,14
	Δεκ.	14,61	11,31	9,69	2,43	2,79	6,71	4,05	4,41	3,61	2,53	3,78
2021	Ιαν.	14,63	11,33	10,01	2,11	2,54	6,66	5,02	4,36	3,65	2,64	3,88
	Φεβρ.	14,63	10,84	9,66	2,38	2,74	6,63	4,65	4,34	3,97	2,45	3,84
	Μάρτ.	14,64	10,49	9,11	2,43	2,75	6,58	4,93	4,35	3,95	2,92	4,02
	Απρ.	14,61	10,56	9,38	2,29	2,79	6,61	4,85	4,29	3,79	2,64	3,84
	Μάιος	14,48	10,84	9,82	2,61	2,86	6,59	4,82	4,28	3,79	2,56	3,95
	Ιούν.	14,38	10,86	9,63	2,41	2,78	6,55	4,53	4,32	3,70	2,77	3,95
	Ιούλ.	14,39	11,52	10,12	2,44	2,77	6,55	4,73	4,25	4,03	3,03	4,05
	Αύγ.	14,32	12,03	10,69	2,35	2,92	6,53	4,54	4,25	3,73	3,15	4,14
	Σεπτ.	14,28	11,29	10,29	2,33	2,87	6,49	4,97	4,25	3,64	2,41	3,77
	Οκτ.	14,48	11,39	10,32	2,43	2,92	6,49	4,93	4,13	3,74	2,73	3,94
	Νοέμ.	14,50	11,42	10,40	2,41	2,84	6,47	4,73	4,02	3,64	2,38	3,73
	Δεκ.	14,63	11,34	10,40	2,05	2,54	6,42	4,46	4,02	3,81	2,77	3,76
2022	Ιαν.	14,65	11,88	10,94	2,36	2,86	6,56	4,87	3,91	3,73	2,69	3,90
	Φεβρ.	14,69	11,37	10,36	2,39	2,83	6,54	5,00	3,91	3,77	2,38	3,75
	Μάρτ.	14,69	11,19	10,25	2,44	2,81	6,51	5,00	3,89	3,90	2,63	3,83
	Απρ.	14,62	11,05	10,03	2,40	2,83	6,51	5,29	3,83	3,91	3,44	4,14
	Μάιος	14,19	11,00	10,26	2,63	2,93	6,35	4,87	3,77	3,83	2,61	3,85
	Ιούν.	14,11	11,36	10,61	2,95	3,09	6,29	4,82	3,80	3,79	2,92	3,98
	Ιούλ.	14,13	11,33	10,66	2,84	3,01	6,37	4,99	3,76	3,97	2,52	3,71
	Αύγ.	14,11	11,20	10,50	3,01	3,14	6,47	5,36	3,92	4,01	2,84	4,00
	Σεπτ.	14,11	10,96	10,59	3,50	3,36	6,62	5,74	4,37	4,54	3,93	4,60
	Οκτ.	14,44	11,37	10,64	4,00	3,69	6,83	6,24	4,79	5,08	4,03	4,86
	Νοέμ.	14,60	11,07	10,68	3,63	3,52	6,97	6,35	5,02	5,42	4,24	4,89
	Δεκ.	14,68	11,32	10,71	3,81	3,60	7,06	6,62	5,21	5,48	4,49	5,06
2023	Ιαν.	14,73	11,36	10,74	3,90	3,73	7,20	6,83	5,69	5,87	4,85	5,36
	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	5,73
	Απρ.	15,03	12,79	11,47	4,06	3,88	7,57	7,42	6,36	6,32	5,51	5,85
	Μάιος	15,01	12,34	11,24	3,83	3,91	7,61	7,05	6,42	6,52	5,92	6,04
	Ιούν.	14,87	12,58	11,38	4,03	4,07	7,68	5,95	6,50	5,21	5,74	5,82
	Ιούλ.	14,77	13,01	11,87	4,19	4,22	7,70	6,29	6,71	5,82	6,14	6,21
	Αύγ.	14,77	13,40	11,90	4,03	4,22	7,72	6,12	6,73	5,87	6,40	6,35
	Σεπτ.	14,79	12,19	11,11	4,42	4,29	7,77	6,02	6,76	5,95	6,06	6,15
	Οκτ.	14,90	12,59	11,34	5,10	4,49	7,80	6,05	6,89	5,74	5,99	6,17

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.





