

# ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ 2022 - 2023



ΙΟΥΝΙΟΣ  
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.gr202306>

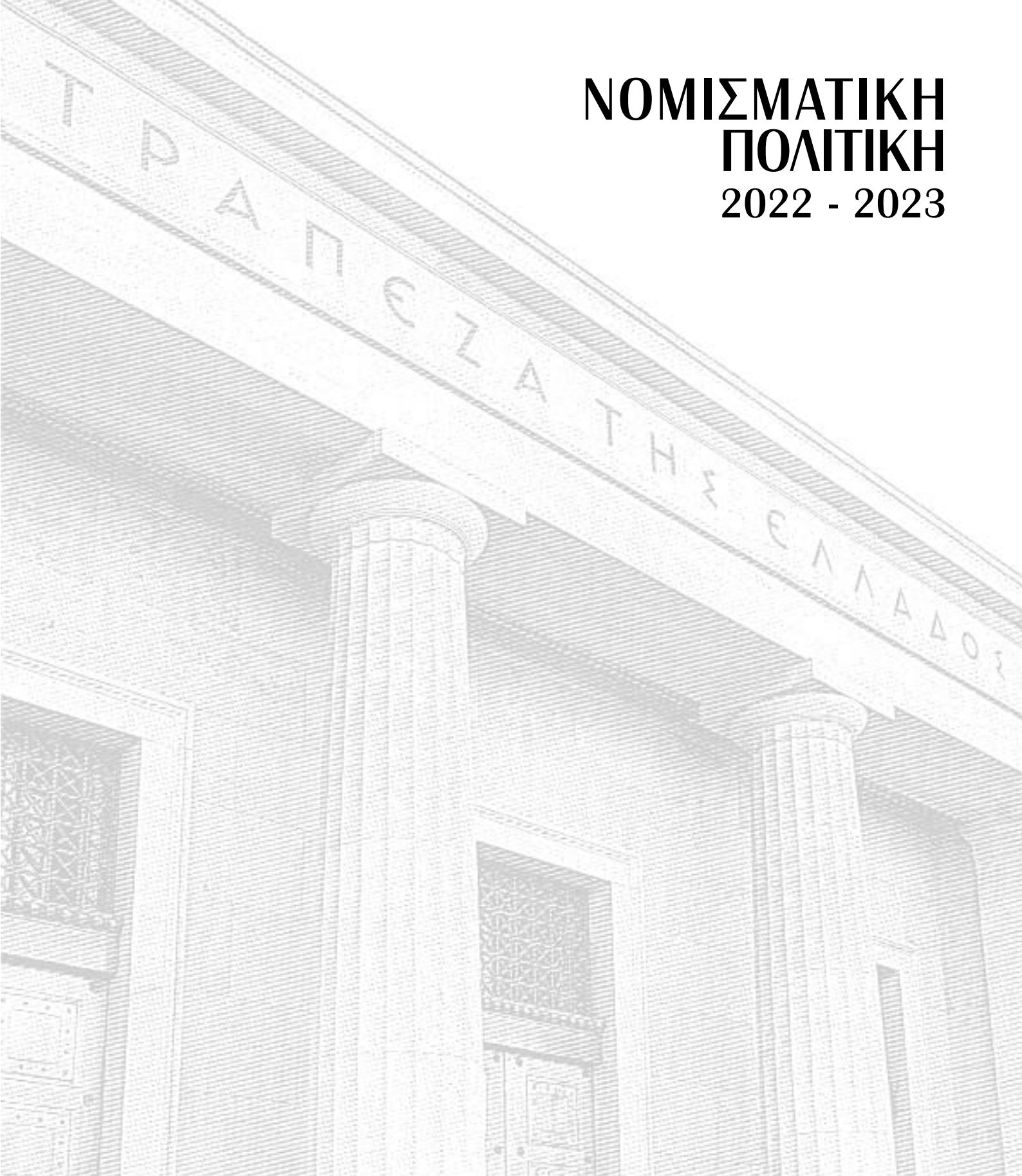
<https://www.bankofgreece.gr/Publications/NomPol20222023.pdf>

Τυπώθηκε στο  
Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών  
της Τράπεζας της Ελλάδος

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

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

# ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ 2022 - 2023



ΙΟΥΝΙΟΣ  
2023



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ  
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ



Προς τη Βουλή των Ελλήνων  
και το Υπουργικό Συμβούλιο

Η παρούσα Έκθεση της Τράπεζας της Ελλάδος για τη Νομισματική Πολιτική υποβάλλεται σε μια περίοδο κατά την οποία η παγκόσμια οικονομία, επιβαρυνόμενη από τις συνέπειες του πολέμου στην Ουκρανία, την ενεργειακή κρίση, τον υψηλό πληθωρισμό και την ταχεία αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής για την αντιμετώπισή του, οδεύει προς επιβράδυνση το 2023. Η επιβράδυνση αναμένεται να είναι εντονότερη στις προηγμένες οικονομίες από ό,τι στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες. Οι μεγάλες αυξήσεις επιτοκίων από τις κεντρικές τράπεζες έχουν βοηθήσει στη συγκράτηση των προσδοκιών για τον πληθωρισμό, αλλά ταυτόχρονα έχουν οδηγήσει, υπό την επίδραση και άλλων παραγόντων, σε μείωση των αναμενόμενων ρυθμών ανάπτυξης και επιδείνωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών.



Στο πλαίσιο αυτό, η ελληνική οικονομία διατήρησε σημαντικό μέρος του δυναμισμού της το 2022, αλλά και κατά τη διάρκεια των πρώτων μηνών του 2023. Παράλληλα, και ο πληθωρισμός σημείωσε αξιόλογη επιβράδυνση, ήδη από το δ' τρίμηνο του προηγούμενου έτους, κυρίως λόγω της συνεχιζόμενης υποχώρησης των τιμών των ενεργειακών αγαθών. Σύμφωνα με τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος, ο ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας το 2023 αναμένεται να διαμορφωθεί στο 2,2%, λόγω της αναμενόμενης κάμψης της οικονομικής δραστηριότητας στην ευρωζώνη και της εξομάλυνσης του ρυθμού αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης. Τα επόμενα έτη εκτιμάται ότι η ελληνική οικονομία θα συνεχίσει να μεγεθύνεται με ρυθμούς υψηλότερους από αυτούς του δυνητικού προϊόντος, το επίπεδο του οποίου έχει ήδη υπερβεί. Πιο συγκεκριμένα, ο ρυθμός ανάπτυξης αναμένεται να διαμορφωθεί στο 3,0% το 2024 και στο 2,7% το 2025. Οι επιδόσεις αυτές μπορούν να επιτευχθούν, υπό την προϋπόθεση ότι στο εξωτερικό περιβάλλον η γεωπολιτική κρίση θα έχει αποκλιμακωθεί, θα έχουν μειωθεί οι τιμές της ενέργειας και η αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος θα έχει περιορισμένο αρνητικό αποτύπωμα στην οικονομία της ευρωζώνης.

Οι υψηλοί ρυθμοί μεγέθυνσης, ο υψηλός πληθωρισμός και η μεγαλύτερη φορολογική συμμόρφωση αποτέλεσαν καθοριστικούς παράγοντες για την επάνοδο σε πρωτογενές δημοσιονομικό πλεόνασμα και την αξιοσημείωτη αποκλιμάκωση του λόγου δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ το 2022, το οποίο, ωστόσο, παραμένει το υψηλότερο της Ευρωπαϊκής Ένωσης και το δεύτερο υψηλότερο διεθνώς. 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 του συσσωρευμένου χρέους προς τον επίσημο τομέα με όρους αγοράς θα αυξήσει την έκθεση του Ελληνικού Δημοσίου στον επιτοκιακό κίνδυνο και στον κίνδυνο αγοράς, γεγονός που εξαλείφει τα περιθώρια δημοσιονομικής χαλάρωσης των συμφωνημένων δημοσιονομικών στόχων.

Η σημαντική πρόοδος που έχει επιτευχθεί στην οικονομία, παρά τα προβλήματα που προκάλεσαν η πανδημία και η ενεργειακή κρίση, αντανακλάται στα χαμηλά περιθώρια των αποδόσεων των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου. Επιπλέον, η αναβάθμιση του Ελληνικού Δημοσίου, από δύο οίκους το 2022 και έναν ακόμη στις αρχές του 2023, έχει μειώσει την απόσταση από την επενδυτική κατηγορία. Επίσης, το Μάρτιο και τον Απρίλιο του 2023 δύο οίκοι μετέβαλαν τις προοπτικές της πιστοληπτικής αξιολόγησης σε θετικές από σταθερές, γεγονός που προοιωνίζεται την αναβάθμιση στην επενδυτική κατηγορία σε σύντομο χρονικό διάστημα.

Ο ετήσιος ρυθμός επέκτασης των τραπεζικών πιστώσεων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις επιβραδύνθηκε το πρώτο πεντάμηνο του 2023, ενώ παρά την υποχώρηση των τραπεζικών καταθέσεων, η ρευστότητα των πιστωτικών ιδρυμάτων διατηρήθηκε σε ικανοποιητικά επίπεδα. Η αυστηροποίηση της κατεύθυνσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής ήδη από το 2022 οδήγησε σε αυξήσεις των τραπεζικών επιτοκίων, ιδίως των επιτοκίων δανεισμού, από τα εγχώρια τραπεζικά ιδρύματα.

Οι τράπεζες ενίσχυσαν την οργανική τους κερδοφορία κατά το α' τρίμηνο του 2023, ενώ οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας βρίσκονται άνω του ελάχιστου ορίου. Ωστόσο, η αξιοσημείωτη βελτίωση της ποιότητας ενεργητικού τα τελευταία έτη δεν θα πρέπει να οδηγεί σε εφησυχασμό, λαμβάνοντας υπόψη ότι ο δείκτης μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ) παραμένει σημαντικά υψηλότερος από το μέσο όρο των τραπεζών της ευρωζώνης. Επισημαίνεται ότι, παρά τη μείωση του υπολοίπου των ΜΕΔ κατά τη διάρκεια του α' τριμήνου του 2023, παρατηρήθηκε καθαρή εισροή νέων ΜΕΔ σε όλα τα χαρτοφυλάκια δανείων, καθώς ο συνδυασμός αυξημένων επιτοκίων και πληθωρισμού φαίνεται ότι επηρέασε αρνητικά τη χρηματοοικονομική κατάσταση ορισμένων επιχειρήσεων και νοικοκυριών.

Στο προσεχές διάστημα, η εγχώρια οικονομική πολιτική θα λειτουργήσει σε ένα περιβάλλον όπου καθοριστικό ρόλο θα διαδραματίσουν οι ευρωπαϊκές εξελίξεις. Ειδικότερα, η νομισματική πολιτική αναμένεται να παραμείνει περιοριστική, προκειμένου να διασφαλιστεί η επιστροφή του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ στο 2% μεσοπρόθεσμα. Το 2024 αναμένεται να τεθούν σε ισχύ οι νέοι δημοσιονομικοί κανόνες, οι οποίοι θα καταστήσουν αναγκαία την άρση των γενικευμένων μέτρων στήριξης και τον περιορισμό των δημόσιων δαπανών, με αποτέλεσμα την άσκηση περιοριστικής δημοσιονομικής πολιτικής. Ωστόσο, η εγχώρια οικονομική πολιτική, πέρα από την τήρηση των ευρωπαϊκών κανόνων και την απαιτούμενη προσαρμογή στις διεθνείς και ευρωπαϊκές εξελίξεις, θα πρέπει πρωτίστως να επιδιώξει, αξιοποιώντας τους σημαντικούς πόρους των ευρωπαϊκών ταμείων, την επίτευξη υψηλών και διατηρήσιμων ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης, οι οποίοι διασφαλίζουν την άνοδο του βιοτικού επιπέδου και την πραγματική σύγκλιση, παράλληλα με τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους, τη βελτίωση των επιδόσεων του εγχώριου χρηματοπιστωτικού τομέα, την επαναφορά του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών σε αποδεκτά όρια, την επαναφορά του πληθωρισμού στο στόχο του 2% και την κοινωνική συνοχή. Προϋπόθεση για τα ανωτέρω είναι η πραγματοποίηση μιας σειράς κρίσιμων μεταρρυθμίσεων και η αποτελεσματική χρήση των κονδυλίων του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης NextGenerationEU (NGEU) για την προώθηση της μετάβασης σε ένα βιώσιμο, εξωστρεφές και χωρίς αποκλεισμούς αναπτυξιακό υπόδειγμα, αυξάνοντας τις παραγωγικές επενδύσεις και προωθώντας περαιτέρω τον ψηφιακό και ενεργειακό μετασχηματισμό της οικονομίας. Οι δράσεις αυτές θα ενισχύσουν την ανθεκτικότητα της οικονομίας έναντι μελλοντικών διαταραχών καθώς και την αξιοπιστία της ασκούμενης οικονομικής πολιτικής, με αποτέλεσμα τη συνέχιση της αύξησης των ξένων άμεσων επενδύσεων και την επιστροφή της ελληνικής οικονομίας στην επενδυτική κατηγορία.

Αθήνα, Ιούνιος 2023

Γιάννης Στουρνάρας  
Διοικητής

## ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

### Πρόεδρος

Γιάννης Στουρνάρας

### Μέλη

Θεόδωρος Πελαγίδης

Χριστίνα Παπακωνσταντίνου

Δημήτριος Σιδέρης

Όλγα Χαρίτου

Χρήστος Χατζηεμμανουήλ





# ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι

### ΣΤΟΧΟΣ ΕΙΝΑΙ Η ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΣΥΓΚΛΙΣΗ ΧΩΡΙΣ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΑΝΙΣΟΡΡΟΠΙΕΣ

1.	Εισαγωγή	11
2.	Ελληνική οικονομία: εξελίξεις και προοπτικές	12
2.1	Πραγματική οικονομία: Ανθεκτικότητα, ήπια επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας, αποκλιμάκωση του πληθωρισμού – επίμονα ανοδικές τάσεις στον πυρήνα του πληθωρισμού	12
2.2	Δημοσιονομικές εξελίξεις: Επιστροφή σε πρωτογενή πλεονάσματα – ραγδαία πτώση του λόγου δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ	14
2.3	Χρηματοπιστωτικές εξελίξεις: Επιδείνωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών διεθνώς, ανθεκτικότητα των ελληνικών ομολόγων λόγω της αναβάθμισης της πιστοληπτικής αξιολόγησης του Ελληνικού Δημοσίου	15
2.4	Τραπεζικός τομέας	16
2.5	Προβλέψεις: Επιτάχυνση της ανάκαμψης μετά το 2023, σταδιακή αποκλιμάκωση του πληθωρισμού	17
2.6	Κίνδυνοι και αβεβαιότητες: Κυριαρχούν οι καθοδικοί εξωγενείς κίνδυνοι	19
3.	Το εξωτερικό περιβάλλον της Ελληνικής οικονομίας	19
3.1	Εξελίξεις και προοπτικές εκτός της ευρωζώνης: Επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας και σταδιακή υποχώρηση του πληθωρισμού	19
3.2	Εξελίξεις και προοπτικές της ευρωζώνης: Μικρότερη του αναμενομένου επιβράδυνση – διατηρούνται οι πληθωριστικές πιέσεις στον πυρήνα του πληθωρισμού	20
3.3	Κίνδυνοι και αβεβαιότητες: Αυξημένοι οι καθοδικοί κίνδυνοι – επιδείνωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών	21
4.	Ενιαία νομισματική πολιτική	21
5.	Προκλήσεις	22
6.	Προτάσεις πολιτικής	24

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙ

### ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

1.	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	29
2.	Οικονομικές εξελίξεις και προοπτικές διεθνώς και στη ζώνη του ευρώ και παρεμβάσεις πολιτικής	30
2.1	Παγκόσμια οικονομία	30
2.2	Ζώνη του ευρώ	34
2.3	ΕΕ και ζώνη του ευρώ: παρεμβάσεις πολιτικής	38
3.	Οι οικονομίες της Νοτιοανατολικής (ΝΑ) Ευρώπης	39
Πλαίσιο ΙΙ.1	Γεωοικονομικός κατακερματισμός και στρατηγική αυτονομία: δυνητικά οφέλη και κόστη	41
Πλαίσιο ΙΙ.2	Νέα διεθνή εμπειρικά ευρήματα σχετικά με την κλίση της καμπύλης Phillips	46

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙΙ

### Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

1.	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	49
2.	Η ενιαία νομισματική πολιτική: χάραξη και εφαρμογή	52

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙV

### ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

1.	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	61
2.	Εξελίξεις και προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας	64

2.1	Εξελίξεις από την πλευρά της ζήτησης	64
2.2	Εξελίξεις από την πλευρά της προσφοράς	68
3.	Εξελίξεις και προοπτικές της αγοράς ακινήτων	71
4.	Εξελίξεις και προοπτικές της απασχόλησης και της ανεργίας	74
5.	Πληθωρισμός, επιχειρηματικά κέρδη, κόστος εργασίας και ανταγωνιστικότητα	76
5.1	Πληθωρισμός	76
5.2	Επιχειρηματικά κέρδη	78
5.3	Κόστος εργασίας	79
5.4	Διεθνής ανταγωνιστικότητα	79
6.	Ισοζύγιο πληρωμών και διεθνής επενδυτική θέση	82
7.	Οι προβλέψεις για την ελληνική οικονομία	86

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ V

### ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

1.	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	89
2.	Δημοσιονομικές εξελίξεις το 2023	90
	<b>Πλαίσιο V.1</b> Παράγοντες της υπεραπώδωσης των φορολογικών εσόδων μετά την πανδημία	94
3.	Θεσμικό πλαίσιο και δημοσιονομικές μεταρρυθμίσεις	98
4.	Προτάσεις πολιτικής	99
5.	Η εξέλιξη των δημοσιονομικών μεγεθών το 2022	101
5.1	Γενική κυβέρνηση (εθνικολογιστικά στοιχεία – ΕΛΣΤΑΤ)	101
5.2	Γενική κυβέρνηση (στοιχεία Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους)	101
5.3	Κρατικός Προϋπολογισμός (τροποποιημένη ταμειακή βάση)	102
5.4	Κρατικός Προϋπολογισμός σε ταμειακή βάση	102
5.5	Χρέος γενικής κυβέρνησης	104

## 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	114
	<b>Πλαίσιο VI.1</b> Η επίδραση της αύξησης των δανειακών επιτοκίων στην τραπεζική πίστη στην Ελλάδα	117

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ VII

### ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

1.	Σύνοψη εξελίξεων και προοπτικές	121
2.	Διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων	122
3.	Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου	126
4.	Ελληνικά εταιρικά και τραπεζικά ομόλογα	128
4.1	Ομόλογα ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων	128
4.2	Ομόλογα ελληνικών τραπεζών	129
5.	Αγορά μετοχών	129
5.1	Τιμές μετοχών	129
5.2	Αποδοτικότητα εισηγμένων επιχειρήσεων	130
	<b>Πλαίσιο VII.1</b> Οι επιδράσεις των αυξήσεων των επιτοκίων και των αναβαθμίσεων στις αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων	131

<b>ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ</b>	<b>137</b>
-----------------------------	------------

# ΣΤΟΧΟΣ ΕΙΝΑΙ Η ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΣΥΓΚΛΙΣΗ ΧΩΡΙΣ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΑΝΙΣΟΡΡΟΠΙΕΣ

## 1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η παγκόσμια οικονομία, επιβαρυνόμενη από τις συνέπειες του πολέμου στην Ουκρανία, την ενεργειακή κρίση, τον υψηλό πληθωρισμό και την ταχεία αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής για την αντιμετώπισή του, οδεύει προς επιβράδυνση το 2023. Η επιβράδυνση αναμένεται να είναι εντονότερη στις προηγμένες οικονομίες από ό,τι στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες. Η ζώνη του ευρώ βρέθηκε ήδη σε τεχνική ύφεση, καθώς το ΑΕΠ υποχώρησε οριακά, σε τριμηνιαία βάση, το δ' τρίμηνο του 2022 και το α' τρίμηνο του 2023. Ο πληθωρισμός άρχισε να αποκλιμακώνεται στις προηγμένες οικονομίες από τα τέλη του 2022, καθώς οι τιμές των τροφίμων και κυρίως της ενέργειας άρχισαν να υποχωρούν. Ωστόσο, παρότι οι μεγαλύτερες κεντρικές τράπεζες αύξησαν γρήγορα, και σε υψηλά επίπεδα, τα βασικά τους επιτόκια, ο πυρήνας του πληθωρισμού συνέχισε να ενισχύεται σε πολλές προηγμένες οικονομίες έως τις αρχές του 2023, καθώς παρατηρούνται δευτερογενείς επιδράσεις από τη μετακύλιση του αυξημένου κόστους της ενέργειας στα βιομηχανικά αγαθά και στις υπηρεσίες. Οι μεγάλες αυξήσεις επιτοκίων από τις κεντρικές τράπεζες έχουν βοηθήσει στη συγκράτηση των προσδοκιών για τον πληθωρισμό, αλλά ταυτόχρονα έχουν οδηγήσει, υπό την επίδραση και άλλων παραγόντων, σε μείωση των αναμενόμενων ρυθμών ανάπτυξης και επιδείνωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών.

Στο πλαίσιο αυτό, η ελληνική οικονομία διατήρησε σημαντικό μέρος του δυναμισμού της το 2022, αλλά και κατά τη διάρκεια των πρώτων μηνών του 2023. Παράλληλα, και ο πληθωρισμός σημείωσε αξιόλογη επιβράδυνση, ήδη από το δ' τρίμηνο του προηγούμενου έτους, κυρίως λόγω της συνεχιζόμενης υποχώρησης των τιμών των ενεργειακών αγαθών. Ωστόσο, ανοδικές πιέσεις στις τιμές, κυρίως των υπηρεσιών και των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών, διατηρούν τον πυρήνα του πληθωρισμού σε υψηλά ακόμη επίπεδα. Οι υψηλοί ρυθμοί μεγέθυνσης, ο υψηλός πληθωρισμός και η μεγαλύτερη φορολογική συμμόρφωση αποτέλεσαν καθοριστικούς παράγοντες για την επάνοδο σε πρωτογενές δημοσιονομικό πλεόνασμα και την αξιοσημείωτη αποκλιμάκωση του λόγου δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ το 2022.

Οι μεταρρυθμίσεις που ξεκίνησαν πριν από την πανδημία, με στόχο τη μείωση της φορολογικής επιβάρυνσης, τη βελτίωση του επιχειρηματικού περιβάλλοντος και την αποτελεσματικότερη λειτουργία του δημόσιου τομέα, έχουν ήδη συμβάλει στην ενίσχυση της διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας και στην εισροή ξένων άμεσων επενδύσεων που αυξήθηκαν σημαντικά το 2021-2022, φθάνοντας στο υψηλότερο επίπεδο των τελευταίων 20 ετών. Αξιοσημείωτο είναι μάλιστα το γεγονός ότι τα τελευταία χρόνια μεγάλες πολυεθνικές εταιρίες έχουν επιλέξει την Ελλάδα για να υλοποιήσουν πολύ μεγάλα επενδυτικά σχέδια. Η σημαντική πρόοδος που έχει επιτευχθεί στην οικονομία, παρά τα προβλήματα που προκάλεσαν η πανδημία και η ενεργειακή κρίση, αντανακλάται και στα χαμηλά περιθώρια των αποδόσεων των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου.

Στο προσεχές διάστημα, η εγχώρια οικονομική πολιτική θα λειτουργήσει σε ένα περιβάλλον όπου καθοριστικό ρόλο θα διαδραματίσουν οι ευρωπαϊκές εξελίξεις. Ειδικότερα, η νομισματική πολιτική αναμένεται να παραμείνει περιοριστική, προκειμένου να διασφαλιστεί η επιστροφή του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ στο 2% μεσοπρόθεσμα. Το 2024 αναμένεται να τεθούν σε ισχύ οι νέοι δημοσιονομικοί κανόνες, οι οποίοι θα καταστήσουν αναγκαία την άρση των γενικευμένων μέτρων στήριξης και τον περιορισμό των δημόσιων δαπανών, με αποτέλεσμα την άσκηση περιοριστικής δημοσιονομικής πολιτικής. Ωστόσο, η εγχώρια οικονομική πολιτική, πέρα από την τήρηση των ευρωπαϊκών κανόνων και την απαιτούμενη προσαρμογή στις διεθνείς και

ευρωπαϊκές εξελίξεις, θα πρέπει πρωτίστως να επιδιώξει, αξιοποιώντας τους σημαντικούς πόρους των ευρωπαϊκών ταμείων, την επίτευξη υψηλών και διατηρήσιμων ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης, οι οποίοι διασφαλίζουν την άνοδο του βιοτικού επιπέδου και την πραγματική σύγκλιση, παράλληλα με τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους, τη βελτίωση των επιδόσεων του εγχώριου χρηματοπιστωτικού τομέα, την επαναφορά του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών σε αποδεκτά όρια, την επιστροφή του πληθωρισμού στο στόχο του 2% και την κοινωνική συνοχή. Προϋπόθεση για τα ανωτέρω είναι η πραγματοποίηση μιας σειράς κρίσιμων μεταρρυθμίσεων και η αποτελεσματική χρήση των κονδυλίων του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης NextGenerationEU (NGEU) για την προώθηση της μετάβασης σε ένα βιώσιμο, εξωστρεφές και χωρίς αποκλεισμούς αναπτυξιακό υπόδειγμα, αυξάνοντας τις παραγωγικές επενδύσεις και προωθώντας περαιτέρω τον ψηφιακό και ενεργειακό μετασχηματισμό της οικονομίας. Οι δράσεις αυτές θα ενισχύσουν την ανθεκτικότητα της οικονομίας έναντι μελλοντικών διαταραχών καθώς και την αξιοπιστία της ασκούμενης οικονομικής πολιτικής, με αποτέλεσμα τη συνέχιση της αύξησης των ξένων άμεσων επενδύσεων και την επιστροφή της ελληνικής οικονομίας στην επενδυτική κατηγορία.

## 2 ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ: ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

### 2.1 Πραγματική οικονομία: Ανθεκτικότητα, ήπια επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας, αποκλιμάκωση του πληθωρισμού – επίμονα ανοδικές τάσεις στον πυρήνα του πληθωρισμού

**Οικονομική δραστηριότητα:** Κατά το 2022 το ΑΕΠ σε πραγματικές τιμές αυξήθηκε κατά 5,9% και ξεπέρασε τα προ πανδημίας επίπεδα, κυρίως λόγω της ανόδου της ιδιωτικής κατανάλωσης, παρά την οριακή μείωση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών εξαιτίας των έντονων πληθωριστικών πιέσεων. Θετική συμβολή στην ανάπτυξη είχαν τόσο οι εξαγωγές υπηρεσιών, κυρίως λόγω των επιδόσεων του τουριστικού τομέα, όσο και οι επενδύσεις.

Η οικονομική δραστηριότητα φαίνεται ότι διατηρεί και στη διάρκεια του πρώτου εξαμήνου του 2023 σημαντικό μέρος της αναπτυξιακής δυναμικής του προηγούμενου έτους, καθώς ο πληθωρισμός επιβραδύνεται και το διεθνές περιβάλλον σταθεροποιείται. Οι περισσότεροι δείκτες της οικονομικής δραστηριότητας, όπως της βιομηχανικής παραγωγής, των κατασκευών και των πωλήσεων επιβατικών αυτοκινήτων, συνέχισαν να καταγράφουν θετικούς ρυθμούς μεταβολής – αν και επιβραδυνόμενους σε σύγκριση με το 2022. Οι προσδοκίες των επιχειρήσεων, και σε μικρότερο βαθμό ο δείκτης εμπιστοσύνης των καταναλωτών, παρά τις διακυμάνσεις που παρουσιάζουν, ανέκτησαν ως επί το πλείστον τις απώλειες που κατέγραψαν μετά την έναρξη του πολέμου στην Ουκρανία και την έκρηξη των πληθωριστικών πιέσεων στη διάρκεια του περασμένου έτους. Ταυτόχρονα, ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI), ύστερα από μια σύντομη περίοδο υποχώρησης, κατέγραψε εκ νέου αναπτυξιακούς ρυθμούς για την ελληνική μεταποίηση.

Ως αποτέλεσμα, το α' τρίμηνο του 2023 συνεχίστηκε η οικονομική ανάπτυξη, αλλά με ηπιότερο ρυθμό σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2022, λόγω της επιβράδυνσης του ρυθμού ανόδου της ιδιωτικής κατανάλωσης συγκριτικά με τους υψηλούς ρυθμούς της μετά την περίοδο της πανδημίας. Έτσι, σε πραγματικούς όρους και με βάση εποχικώς διορθωμένα στοιχεία, το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 2,1% σε σύγκριση με το αντίστοιχο τρίμηνο του προηγούμενου έτους, αλλά υποχώρησε οριακά κατά 0,1% σε σχέση με το τελευταίο τρίμηνο του 2022. Η ισχυρή άνοδος των εξαγωγών και η αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης και των επενδύσεων ήταν οι βασικές συνιστώσες της ανάπτυξης.

**Πληθωρισμός:** Ο πληθωρισμός, όπως μετρείται από τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ), κατέγραψε το 2022 μέσο ετήσιο ρυθμό 9,3%. Ο κύριος παράγοντας που συνέβαλε σε αυτή την εξέλιξη ήταν η εκρηκτική άνοδος της ενεργειακής συνιστώσας, συνεπικουρούμενη από την επίσης έντονη άνοδο του πληθωρισμού των ειδών διατροφής.



Το τελευταίο τρίμηνο του 2022 ξεκίνησε μια καθοδική πορεία για τον εναρμονισμένο πληθωρισμό, που συνεχίστηκε και τους πέντε πρώτους μήνες του 2023. Η αντιστροφή της τάσης του εναρμονισμένου πληθωρισμού από τον Οκτώβριο του 2022 και μετά σχετίζεται με την υποχώρηση των διεθνών τιμών της ενέργειας, σε συνδυασμό με έντονες καθοδικές επιδράσεις βάσης. Αντίθετα, ο πληθωρισμός των ειδών διατροφής κορυφώθηκε το Δεκέμβριο του 2022, ενώ η αποκλιμάκωσή του αναμένεται να είναι αργή. Συνολικά, ο εναρμονισμένος πληθωρισμός από τον Οκτώβριο του 2022 ακολούθησε έντονα καθοδική πορεία και κατέγραψε ετήσιο ρυθμό 4,1% το Μάιο του 2023 και 5,6%, κατά μέσο όρο, το πρώτο πεντάμηνο του 2023.

Οι συσσωρευθείσες πληθωριστικές πιέσεις μέσα στο 2022 από τις μεγάλες αυξήσεις στα ενεργειακά αγαθά και στα είδη διατροφής έχουν διαχυθεί στις υπηρεσίες και στα μη ενεργειακά βιομηχανικά αγαθά, με αποτέλεσμα να διατηρούνται οι ανοδικές πιέσεις στον πυρήνα του πληθωρισμού, ο οποίος διαμορφώθηκε σε 8,1% το Μάιο του 2023. Ο εναρμονισμένος πληθωρισμός αναμένεται να αποκλιμακωθεί περαιτέρω έως το τέλος του 2023, με τον πυρήνα να παραμένει σε σχετικώς υψηλά επίπεδα.

**Αγορά ακινήτων:** Η ελληνική αγορά ακινήτων συνέχισε να αναπτύσσεται στη διάρκεια των πρώτων μηνών του 2023, ιδιαίτερα σε ό,τι αφορά το υψηλών προδιαγραφών τμήμα της. Ωστόσο, η αγορά ακινήτων θα συνεχίσει να βρίσκεται υπό την πίεση του αυξημένου πληθωρισμού και των επιτοκίων, της περιορισμένης χρηματοδότησης, του υψηλού κόστους ενέργειας και υλικών και της ευρύτερης γεωπολιτικής αβεβαιότητας. Οι συνθήκες αυτές, σε συνδυασμό με τη διόρθωση των αξιών που ήδη συντελείται διεθνώς, εκτιμάται ότι θα στρέψουν σταδιακά το επενδυτικό ενδιαφέρον προς νέες βιώσιμες επενδύσεις και προς ακίνητα με χαμηλότερο κόστος λειτουργίας, με μεγαλύτερη ευελιξία από την πλευρά των χρήσεων και σε επίπεδα ποιότητας που θα διασφαλίζουν την αποκόμιση εισοδήματος και υπεραξιών για μεγάλο χρονικό ορίζοντα.

**Αγορά εργασίας:** Η αγορά εργασίας το 2022 παρουσίασε αξιοσημείωτη βελτίωση, καθώς η συνολική απασχόληση αυξήθηκε σημαντικά, ενώ και το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε στο χαμηλότερο επίπεδο των τελευταίων 12 ετών, προσεγγίζοντας τα προ της οικονομικής κρίσης επίπεδα. Κατά τη διάρκεια των πρώτων μηνών του 2023 οι εξελίξεις στην αγορά εργασίας παραμένουν θετικές, με αύξηση της απασχόλησης, μείωση του ποσοστού ανεργίας και βελτίωση του ποσοστού συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό. Το ποσοστό ανεργίας κατά το α' τρίμηνο του 2023 αποκλιμακώθηκε σε 11,8% (από 13,8% το α' τρίμηνο του 2022). Ιδιαίτερα θετική εικόνα όσον αφορά την αγορά εργασίας καταγράφεται στο ισοζύγιο ρών μισθωτής απασχόλησης του συστήματος ΕΡΓΑΝΗ, το οποίο εμφανίζει την υψηλότερη αύξηση πρώτου τετραμήνου για την περίοδο από το 2001 και εξής.

Παράλληλα με τις θετικές αυτές εξελίξεις, η αγορά εργασίας συνεχίζει να παρουσιάζει μεγαλύτερη στενότητα, όπως φαίνεται από την αύξηση των κενών θέσεων εργασίας το α' τρίμηνο του 2023, καθώς οι επιχειρήσεις, ιδιαίτερα στους κλάδους του τουρισμού και των κατασκευών, δυσκολεύονται να βρουν διαθέσιμο προσωπικό. Η μεγαλύτερη στενότητα στην αγορά εργασίας οδηγεί σε σημαντική ενίσχυση των μισθολογικών πιέσεων στον ιδιωτικό τομέα της οικονομίας, αυξάνοντας την πιθανότητα δευτερογενών επιδράσεων στον πληθωρισμό.

**Ανταγωνιστικότητα:** Η διεθνής ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας βελτιώθηκε περαιτέρω το 2022, καθώς το ονομαστικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στην Ελλάδα μειώθηκε, ενώ σε πολλούς βασικούς εμπορικούς εταίρους της χώρας το περιβάλλον υψηλού πληθωρισμού και σημαντικών ονομαστικών μισθολογικών αυξήσεων οδήγησε σε αύξησή του. Όμως, το περιθώριο κέρδους αυξήθηκε αντανακλώντας πιθανά μη ανταγωνιστικές συνθήκες στις αγορές αγαθών και υπηρεσιών. Λόγω των εγχώριων εξελίξεων στις τιμές της ενέργειας, στο περιθώριο κέρδους και στον πληθωρισμό, η ανταγωνιστικότητα ως προς τις τιμές βελτιώθηκε λιγότερο σε σχέση με εκείνη ως προς το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Σε όρους διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας, η κατάταξη της Ελλάδος σε σύνθετους δείκτες βελτιώνεται,

αποτυπώνοντας τις προσπάθειες ενίσχυσης του επιχειρηματικού και μακροοικονομικού περιβάλλοντος και τις υλοποιούμενες μεταρρυθμίσεις που επιδρούν θετικά στην αποτελεσματικότητα των επιχειρήσεων και της δημόσιας διοίκησης. Η ευνοϊκή αυτή εξέλιξη αντανακλάται και στην προσέλκυση σημαντικών ξένων άμεσων επενδύσεων οι οποίες κατευθύνονται κυρίως στους κλάδους των κατασκευών, της επικοινωνίας, των χρηματοοικονομικών και στον κλάδο των ακινήτων. Μάλιστα, οι άμεσες επενδύσεις μη κατοίκων στην Ελλάδα το 2022 ήταν οι υψηλότερες της τελευταίας εικοσαετίας (6,4 δισεκ. ευρώ ή 3,1% του ΑΕΠ). Ωστόσο, κατά την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2023 η ανοδική τάση των ξένων άμεσων επενδύσεων επιβραδύνθηκε, με τις εισροές να διαμορφώνονται σε 1,1 δισεκ. ευρώ, σε επίπεδο παρόμοιο όπως με τα προ του 2022 έτη.

**Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών:** Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ) το 2022 παρουσίασε σημαντική επιδείνωση και το έλλειμμά του διαμορφώθηκε σε 9,7% του ΑΕΠ (έναντι 6,8% του ΑΕΠ το 2021), αφού η αύξηση των εισαγωγών αγαθών ήταν υψηλότερη και υπεραντιστάθμισε τη θετική συμβολή των εξαγωγών αγαθών, των ταξιδιωτικών εισπράξεων και των καθαρών εισπράξεων από θαλάσσιες μεταφορές. Σημειώνεται ότι το 2022 οι ταξιδιωτικές εισπράξεις ανήλθαν σε ονομαστικούς όρους στο 97,2% του αντίστοιχου επιπέδου του 2019, με τη μέση δαπάνη ανά ταξίδι να είναι αυξημένη κατά 10,7% σε σχέση με το 2019.

Την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2023 το έλλειμμα του ΙΤΣ μειώθηκε κατά 3,0 δισεκ. ευρώ σε σύγκριση με την ίδια περίοδο του 2022, καθώς το ισοζύγιο αγαθών βελτιώθηκε λόγω της επιτάχυνσης των εξαγωγών αγαθών ενώ οι εισαγωγές κατέγραψαν μείωση. Παράλληλα, βελτίωση σημείωσε και το ισοζύγιο δευτερογενών εισοδημάτων, αντανακλώντας τις εισροές από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF) και την καταβολή στο Ελληνικό Δημόσιο της τελευταίας δόσης των αποδόσεων από τη διακράτηση ομολόγων (ANFA/SMP). Οι παραπάνω θετικές εξελίξεις αντισταθμίστηκαν μερικώς από τη μείωση του πλεονάσματος του ισοζυγίου πρωτογενών εισοδημάτων και, σε μικρότερο βαθμό, του πλεονάσματος του ισοζυγίου μεταφορών. Η αύξηση των αφίξεων και των ταξιδιωτικών εισπράξεων συνεχίστηκε την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2023: οι αφίξεις αυξήθηκαν κατά 52,5% και οι εισπράξεις κατά 38,0% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2022, έχοντας ξεπεράσει τα επίπεδα του πρώτου τετραμήνου του 2019.

## 2.2 Δημοσιονομικές εξελίξεις: Επιστροφή σε πρωτογενή πλεονάσματα – ραγδαία πτώση του λόγου δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ

Σύμφωνα με την πρώτη κοινοποίηση των δημοσιονομικών στοιχείων της περιόδου 2019-2022 από την Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ) στο πλαίσιο της Διαδικασίας Υπερβολικού Ελλείμματος τον Απρίλιο του 2023, το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης για το 2022 διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 0,1% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 4,7% του ΑΕΠ το 2021 και έναντι στόχου στον Προϋπολογισμό για πρωτογενές έλλειμμα 1,6% του ΑΕΠ. Το δημόσιο χρέος το 2022 μειώθηκε στο 171,3% του ΑΕΠ, από 194,6% του ΑΕΠ το 2021, καταγράφοντας τη μεγαλύτερη μείωση μεταξύ των κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ) και επιστρέφοντας στο χαμηλότερο λόγο ως ποσοστό του ΑΕΠ που έχει επιτευχθεί μετά την αναδιάρθρωση του χρέους μέσω του PSI το 2012. Τη μεγαλύτερη συμβολή (22,2 ποσ. μον.) σε αυτή τη μείωση 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 βελτίωση του δημοσιονομικού αποτελέσματος έναντι του 2021 οφείλεται στη σημαντική εξοικονόμηση που προέκυψε από την άρση της πλειονότητας των μέτρων για την αντιμετώπιση της πανδημίας, η οποία αντισταθμίστηκε μόνο μερικώς από τη δημοσιονομική επιβάρυνση λόγω των έκτακτων μέτρων για την αντιμετώπιση της ενεργειακής κρίσης (ύψους 4,8% του ΑΕΠ, με καθαρή επιβάρυνση του Προϋπολογισμού 2,1% του ΑΕΠ), καθώς και στην οικονομική ανάκαμψη. Η δημοσιονομική πολιτική εκτιμάται ότι μεταστράφηκε σε περιοριστική το 2022 μετά από εντόνως επεκτατική τα δύο προηγούμενα έτη. Η υπέρβαση του πρωτογενούς αποτελέσματος

το εναντι του στόχου του Προϋπολογισμού οφείλεται πρωτίστως στην υπεραπόδοση των φορολογικών εσόδων λόγω του υψηλότερου πληθωρισμού και του ταχύτερου ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης, αλλά και της υψηλότερης φορολογικής συμμόρφωσης λόγω της διεύρυνσης των ηλεκτρονικών συναλλαγών.

Με βάση το δημοσιονομικό περιθώριο που δημιουργήθηκε, το α' τρίμηνο του 2023 υιοθετήθηκαν επιπλέον προσωρινές δημοσιονομικές παρεμβάσεις, ύψους 0,4% του ΑΕΠ. Παράλληλα, συνεχίστηκαν μερικώς οι επιδοτήσεις της κατανάλωσης ενεργειακών προϊόντων και τροφίμων προς τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις.

### **2.3 Χρηματοπιστωτικές εξελίξεις: Επιδείνωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών διεθνώς, ανθεκτικότητα των ελληνικών ομολόγων λόγω της αναβάθμισης της πιστοληπτικής αξιολόγησης του Ελληνικού Δημοσίου**

Ο έντονος αυξήσεις επιτοκίων από τις κεντρικές τράπεζες έχουν βοηθήσει στη συγκράτηση των πληθωριστικών πιέσεων, ταυτόχρονα όμως έχουν οδηγήσει σε αυστηροποίηση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών διεθνώς και, μεταξύ άλλων παραγόντων, σε επιβράδυνση των αναμενόμενων ρυθμών ανάπτυξης. Επιπλέον, οι πρόσφατες αναταράξεις στον τραπεζικό τομέα στις ΗΠΑ, οι οποίες σχετίζονται με την άνοδο των επιτοκίων και την επίδρασή τους στις αποτιμήσεις των χαρτοφυλακίων κάποιων τραπεζών στις ΗΠΑ, συνέβαλαν στην περαιτέρω επιδείνωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών διεθνώς.

Στο δυσμενές αυτό περιβάλλον, οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων παρουσίασαν μεταβολές συναφείς με αυτές των αποδόσεων άλλων κρατικών ομολόγων της ευρωζώνης. Έτσι, μετά την έντονη άνοδο που κατέγραψαν το 2022 λόγω των αυξήσεων των βασικών επιτοκίων, το πρώτο εξάμηνο του 2023 οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων, όπως και των υπόλοιπων κρατικών ομολόγων της ευρωζώνης, μειώθηκαν. Οι εξελίξεις αυτές αποτυπώνονται και στις διαφορές αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων έναντι άλλων κρατικών ομολόγων της ευρωζώνης. Συγκεκριμένα, έχει πλήρως αντιστραφεί η αύξηση της διαφοράς αποδόσεων (spread) του ελληνικού 10ετούς ομολόγου έναντι του γερμανικού τίτλου αντίστοιχης διάρκειας που σημειώθηκε κατά το 2022.

Ταυτόχρονα, η αναβάθμιση του Ελληνικού Δημοσίου, από δύο οίκους το 2022 και έναν ακόμη στις αρχές του 2023, έχει μειώσει την απόσταση από την επενδυτική κατηγορία. Επίσης, το Μάρτιο και τον Απρίλιο του 2023 δύο οίκοι μετέβαλαν τις προοπτικές της πιστοληπτικής αξιολόγησης σε θετικές από σταθερές, γεγονός που προοιωνίζεται την αναβάθμιση στην επενδυτική κατηγορία σε σύντομο χρονικό διάστημα.

Στο ίδιο πλαίσιο, οι αποδόσεις των ελληνικών εταιρικών ομολόγων δεν παρουσίασαν ουσιαστική μεταβολή το πρώτο εξάμηνο του 2023. Αξίζει να επισημανθεί ότι τόσο η μεσοσταθμική απόδοση των ελληνικών εταιρικών ομολόγων όσο και οι τάσεις που ακολούθησαν οι αποδόσεις τους ήταν συναφείς με εκείνες των ευρωπαϊκών εταιρικών ομολόγων με αξιολόγηση εντός της επενδυτικής κατηγορίας. Το κόστος δανεισμού των τραπεζών στην αγορά ομολόγων έχει επίσης αυξηθεί, σε συνάφεια με την αύξηση των επιτοκίων διεθνώς, ενώ οι αναβαθμίσεις των πιστοληπτικών αξιολογήσεων των τραπεζών εκτιμάται ότι έχουν αποτρέψει μια μεγαλύτερη άνοδο των αποδόσεων των ομολόγων τους στη δευτερογενή αγορά.

Μετά τη σημαντική πτώση που καταγράφηκε το 2022, το πρώτο εξάμηνο του 2023 παρατηρήθηκε ανάκαμψη των τιμών των μετοχών διεθνώς. Αντίστοιχα, οι τιμές των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών σημείωσαν σημαντικά καλύτερη επίδοση από ό,τι οι μετοχές στις ΗΠΑ και την ευρωζώνη από τις αρχές του έτους. Οι τραπεζικές μετοχές παρουσίασαν υψηλότερες αποδόσεις σε σχέση με το γενικό δείκτη, καθώς οι ανησυχίες για τα τραπεζικά προβλήματα διεθνώς αντισταθμίστηκαν από τις αναβαθμίσεις των πιστοληπτικών αξιολογήσεων του Ελληνικού Δημοσίου και των τραπεζών, την ανθεκτικότητα της ελληνικής οικονομίας, τη σημαντική μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων και την επιστροφή των τραπεζών σε κερδοφορία.

## 2.4 Τραπεζικός τομέας:

### *Επιτόκια, πιστώσεις και καταθέσεις: Αύξηση κόστους δανεισμού, υποχώρηση των πιστώσεων και των καταθέσεων*

Η αυστηροποίηση της κατεύθυνσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής ήδη από το 2022 οδήγησε σε αυξήσεις των τραπεζικών επιτοκίων από τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα. Τα επιτόκια τραπεζικών καταθέσεων αυξήθηκαν προοδευτικά από το δ' τρίμηνο του 2022, ακολουθώντας, με υστέρηση σε χρόνο και ένταση, τις αυξήσεις των επιτοκίων πολιτικής του Ευρωσυστήματος. Το μέγεθος των αυξήσεων ήταν συγκρατημένο και αντιστρόφως ανάλογο του βαθμού ρευστότητας των επιμέρους κατηγοριών καταθέσεων, με αποτέλεσμα να καταγραφεί σημαντική διέγερση της διαφοράς επιτοκίου μεταξύ των καταθέσεων προθεσμίας και των καταθέσεων ταμειυτηρίου.

Σε συνέπεια με αυτή την εξέλιξη, τα νοικοκυριά και οι επιχειρήσεις μετακίνησαν αποταμιευτικούς πόρους από καταθέσεις μίας ημέρας προς καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια. Ωστόσο, ο κύριος όγκος της καταθετικής βάσης των τραπεζών εξακολουθεί να απαρτίζεται από ρευστά διαθέσιμα που τηρούνται σε λογαριασμούς διάρκειας μίας ημέρας (76% των καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα). Όμως η καθαρή ροή των καταθέσεων του εγχώριου ιδιωτικού τομέα κατά το διάστημα Ιανουαρίου-Μαΐου 2023 ήταν συνολικά αρνητική. Ειδικότερα, κατά το πρώτο πεντάμηνο του 2023 οι τραπεζικές καταθέσεις του εγχώριου ιδιωτικού τομέα κατέγραψαν σωρευτική υποχώρηση κατά 2,9 δισεκ. ευρώ, η οποία ήταν εντονότερη από ό,τι την αντίστοιχη περίοδο πέρυσι.

Οι καταθέσεις των νοικοκυριών σημείωσαν περιορισμένη υποχώρηση κατά 0,1 δισεκ. ευρώ την περίοδο Ιανουαρίου-Μαΐου 2023, έναντι ελαφράς αύξησης την ίδια περίοδο του 2022, και ο ετήσιος ρυθμός ανόδου τους επιβραδύνθηκε. Στην αποκλιμάκωση της ανόδου των καταθέσεων των νοικοκυριών συνέβαλε η οριακή μείωση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος στη διάρκεια του 2022, σε συνδυασμό με τις αυξημένες καταναλωτικές δαπάνες των νοικοκυριών δεδομένου και του υψηλού πληθωρισμού.

Οι επιχειρηματικές καταθέσεις μειώθηκαν κατά 3,0 δισεκ. ευρώ τους πέντε πρώτους μήνες του 2023, έναντι υποχώρησης κατά 2,0 δισεκ. ευρώ το πρώτο πεντάμηνο του 2022. Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου των επιχειρηματικών καταθέσεων ανά μήνα εξακολούθησε γενικά να επιβραδύνεται μέχρι το Φεβρουάριο του 2023, αλλά στη συνέχεια παρουσίασε μερική ανάκαμψη. Η εξέλιξη των επιχειρηματικών καταθέσεων αντανακλά σε μεγάλο βαθμό τη διατήρηση αξιόλογων ρυθμών πιστωτικής επέκτασης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (ΜΧΕ) μέχρι τους πρώτους μήνες του 2023, ενώ η αισθητή ανάκαμψη του κύκλου εργασιών και των ταξιδιωτικών εισπράξεων το προηγούμενο έτος, που διατηρήθηκε και κατά τη διάρκεια του 2023, ενίσχυσε τα ταμειακά διαθέσιμα των επιχειρήσεων.

Τα επιτόκια τραπεζικών δανείων προς ΜΧΕ διαμορφώθηκαν κατά μέσο όρο το πρώτο τετράμηνο του τρέχοντος έτους άνω των 200 μ.β. υψηλότερα έναντι του πρώτου τετραμήνου του 2022 στις περισσότερες κατηγορίες δανείων. Το μεσοσταθμικό επιτόκιο επιχειρηματικών δανείων ανήλθε κατά μέσο όρο το πρώτο τετράμηνο του 2023 σε 5,4%, έναντι μέσης τιμής 3% το πρώτο τετράμηνο του 2022. Τα επιτόκια τραπεζικών δανείων προς τα νοικοκυριά αυξήθηκαν περαιτέρω το 2023, αλλά συγκριτικά λιγότερο από ό,τι τα αντίστοιχα προς τις επιχειρήσεις. Το μεσοσταθμικό επιτόκιο των δανείων προς τα νοικοκυριά διαμορφώθηκε σε 5,8%, κατά 93 μ.β. υψηλότερα από τη μέση τιμή του πρώτου τετραμήνου του 2022. Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλαν πρωτίστως η γενικευμένη προς τα επάνω αναπροσαρμογή των επιτοκίων στεγαστικής πίστης και δευτερευόντως οι μικρότερες αυξήσεις των επιτοκίων καταναλωτικής πίστης.

Εξαιτίας της σταδιακής επιβράδυνσης της οικονομικής δραστηριότητας και της ανόδου των επιτοκίων, η καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις ΜΧΕ εμφανίζεται μειωμένη σε μηνιαία βάση κατά την περίοδο Ιανουαρίου-Μαΐου 2023 έναντι αυτής που καταγράφηκε την ίδια περίοδο το προηγούμενο έτος. Συγκεκριμένα, την περίοδο Ιανουαρίου-Μαΐου 2023, η μέση μη-



νιαία καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης προς ΜΧΕ έγινε αρνητική, -190 εκατ. ευρώ, έναντι 376 εκατ. ευρώ το ίδιο πεντάμηνο του 2022. Επισημαίνεται όμως ότι η χορήγηση τραπεζικής χρηματοδότησης κυρίως προς τις επιχειρήσεις εξακολουθεί να στηρίζεται από τα προγράμματα του ομίλου της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων (ΕΤΕπ) και της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας (ΕΑΤ), καθώς και από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF). Το υπόλοιπο των τραπεζικών πιστώσεων προς τα νοικοκυριά εξακολούθησε να συρρικνώνεται το πρώτο πεντάμηνο του 2023, με σχετικά εντονότερο ετήσιο ρυθμό μεταβολής έναντι του 2022, κυρίως ως αποτέλεσμα του ταχύτερου ρυθμού μείωσης των στεγαστικών δανείων (Μάιος: -3,9%), ενώ ο ρυθμός ανόδου των καταναλωτικών δανείων αρχικά ενισχύθηκε, αλλά στην συνέχεια επανήλθε στα επίπεδα του τέλους του 2022 (Μάιος 2023: 1,1%).

Κατά τα επόμενα έτη, η εξέλιξη αφενός της τραπεζικής πίστης προς τον ιδιωτικό τομέα και αφετέρου των ιδιωτικών καταθέσεων εκτιμάται ότι θα ακολουθήσει την πορεία της οικονομικής δραστηριότητας. Περιοριστική επίδραση στα πιστωτικά μεγέθη θα ασκήσει τυχόν συνέχιση της αύξησης των επιτοκίων χορηγήσεων, είτε λόγω περαιτέρω μετακύλισης των αυξήσεων των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ οι οποίες έχουν ήδη πραγματοποιηθεί είτε λόγω περαιτέρω αυστηροποίησης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού θα συμβάλει σε επιβράδυνση σε ονομαστικούς όρους της τραπεζικής χρηματοδότησης και των τραπεζικών καταθέσεων. Βέβαια, τυχόν συνακόλουθη άνοδος του πραγματικού επιτοκίου καταθέσεων ή του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών θα επιδράσει προς την αντίθετη κατεύθυνση, ενισχύοντας τη ζήτηση καταθέσεων.

#### **Τραπεζικό σύστημα: Ενίσχυση της κερδοφορίας, υποχώρηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων – ικανοποιητικοί δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας**

Η μείωση του αποθέματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων των ελληνικών τραπεζών επέφερε σημαντική μείωση των προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο το 2022, που συνεχίστηκε και το α' τρίμηνο του 2023, με αποτέλεσμα την ενίσχυση της κερδοφορίας τους. Στην ίδια εξέλιξη συνέβαλε και η αύξηση των καθαρών εσόδων από τόκους και προμήθειες σε ετήσια βάση. Το α' τρίμηνο του 2023 μειώθηκαν τα καθαρά έσοδα από χρηματοοικονομικές πράξεις και λοιπά έσοδα σε σχέση με το α' τρίμηνο του 2022, καθώς το προηγούμενο έτος είχαν επηρεαστεί από μη επαναλαμβανόμενα κέρδη.

Ο Δείκτης Κεφαλαίου Κοινών Μετοχών της Κατηγορίας 1 (Common Equity Tier 1 – CET1 ratio) σε ενοποιημένη βάση μειώθηκε στο 13,4% το Μάρτιο του 2023 (από 14,4% το Δεκέμβριο του 2022), όπως και ο Συνολικός Δείκτης Κεφαλαίου (Total Capital Ratio – TCR) στο 16,5% (από 17,4% το Δεκέμβριο του 2022), παραμένοντας αμφότεροι χαμηλότερα από τους αντίστοιχους μέσους όρους σε επίπεδο ευρωζώνης. Η μείωση του Συνολικού Δείκτη Κεφαλαίου οφείλεται κυρίως στην ενσωμάτωση της πλήρους επίδρασης του Διεθνούς Προτύπου Χρηματοοικονομικής Αναφοράς 9.

Το υπόλοιπο των ΜΕΔ μειώθηκε κατά 1,3%, αλλά ο λόγος των ΜΕΔ προς το σύνολο των δανείων αυξήθηκε οριακά (Μάρτιος 2023: 8,8%, Δεκέμβριος 2022: 8,7%), λόγω της μικρής μείωσης των υπολοίπων του συνόλου των δανείων. Η αξιοσημείωτη βελτίωση της ποιότητας ενεργητικού τα τελευταία έτη δεν θα πρέπει να οδηγεί σε εφησυχασμό, λαμβάνοντας υπόψη ότι ο δείκτης ΜΕΔ παραμένει σημαντικά υψηλότερος από το μέσο όρο των τραπεζών της ευρωζώνης. Επισημαίνεται ότι κατά τη διάρκεια του α' τριμήνου του 2023 παρατηρήθηκε καθαρή εισροή νέων ΜΕΔ σε όλα τα χαρτοφυλάκια δανείων, καθώς ο συνδυασμός αυξημένων επιτοκίων και πληθωρισμού φαίνεται ότι επηρέασε αρνητικά τη χρηματοοικονομική κατάσταση ορισμένων επιχειρήσεων και νοικοκυριών.

#### **2.5 Προβλέψεις: Επιτάχυνση της ανάκαμψης μετά το 2023, σταδιακή αποκλιμάκωση του πληθωρισμού**

Σύμφωνα με τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος, ο ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας το 2023 αναμένεται να διαμορφωθεί στο 2,2%, λόγω της αναμενόμενης κάμψης της

οικονομικής δραστηριότητας στην ευρωζώνη και της εξομάλυνσης του ρυθμού αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης. Άλλωστε, η νομισματική πολιτική αναμένεται να επιδράσει συστατικά στην οικονομική δραστηριότητα το 2023, ενώ η δημοσιονομική πολιτική αναμένεται να είναι ελαφρά επεκτατική, καθώς η απόσυρση των δημοσιονομικών μέτρων στήριξης συνοδεύεται από ισχυρή δημοσιονομική ώθηση από τις αυξημένες επενδυτικές δαπάνες στο πλαίσιο του NGEU.

Τα επόμενα έτη αναμένεται ότι η ελληνική οικονομία θα συνεχίσει να μεγεθύνεται με ρυθμούς υψηλότερους από αυτούς του δυνητικού προϊόντος, το επίπεδο του οποίου έχει ήδη υπερβεί. Πιο συγκεκριμένα, ο ρυθμός ανάπτυξης εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί στο 3,0% το 2024 και στο 2,7% το 2025. Οι επιδόσεις αυτές μπορούν να επιτευχθούν υπό την προϋπόθεση ότι στο εξωτερικό περιβάλλον η γεωπολιτική κρίση θα έχει αποκλιμακωθεί, θα έχουν μειωθεί οι τιμές της ενέργειας και η αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος θα έχει περιορισμένο αρνητικό αποτύπωμα στην οικονομία της ευρωζώνης. Επιπρόσθετα, οι προβλέψεις βασίζονται στην υπόθεση ότι η ελληνική οικονομία θα συνεχίσει να ενισχύεται σημαντικά από το διεθνή τουρισμό, την καλή πορεία υλοποίησης των επενδυτικών σχεδίων και την αναπτυξιακή πορεία της ευρωζώνης, που είναι ο μεγάλος εμπορικός εταίρος της χώρας.

Η σταδιακή αποκλιμάκωση της ανεργίας την περίοδο 2023-2025 θα υποστηριχθεί από την αναμενόμενη επίτευξη ικανοποιητικών ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης, από τα μέτρα που έχουν τεθεί σε εφαρμογή με σκοπό την ενίσχυση της απασχόλησης, αλλά και από τη συνέχιση των μεταρρυθμίσεων. Η συνολική απασχόληση αναμένεται να αυξηθεί κατά 1,5% το 2023, καθώς η ζήτηση στους τομείς του τουρισμού, του λιανικού εμπορίου, της βιομηχανίας και των κατασκευών αναμένεται ισχυρή. Επιπλέον, το ποσοστό ανεργίας προβλέπεται να μειωθεί στο 11,5%, περίπου μία ποσοστιαία μονάδα χαμηλότερο από το ποσοστό του 2022.

Ο πληθωρισμός, βάσει του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή, προβλέπεται να διαμορφωθεί στο 4,3%, δηλαδή σε αρκετά χαμηλότερο επίπεδο από εκείνο του 2022 (9,3%), κυρίως λόγω της καθοδικής πορείας των τιμών των ενεργειακών αγαθών. Αντιθέτως, τα είδη διατροφής, τα μη ενεργειακά βιομηχανικά αγαθά και οι υπηρεσίες αναμένεται ότι θα συμβάλουν αυξητικά στη δυναμική του πληθωρισμού, λόγω της ανελαστικότητας που εμφανίζουν οι τιμές σε αυτές τις κατηγορίες. Ο πληθωρισμός εκτός των τροφίμων και της ενέργειας προβλέπεται στο 6,1% το 2023 και εκτιμάται ότι θα παραμείνει υψηλός και το 2024, λόγω της ενσωμάτωσης έντονων πληθωριστικών πιέσεων από τις συνιστώσες των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών και των υπηρεσιών. Ο πληθωρισμός το 2024 αναμένεται στο 3,8% και για το 2025 στο 2,3%.

Το έλλειμμα του ΙΤΣ αναμένεται να περιοριστεί το 2023, εξαιτίας της μείωσης των διεθνών τιμών της ενέργειας, σε συνδυασμό με τις αυξητικές τάσεις των εξαγωγών αγαθών και των ταξιδιωτικών υπηρεσιών, καθώς και τις εισροές από τον RRF. Συγκεκριμένα, η αναμενόμενη μείωση των διεθνών τιμών των ενεργειακών αγαθών θα συμβάλει στον περιορισμό του ελλείμματος του ισοζυγίου καυσίμων, ενώ η επιβράδυνση της εγχώριας καταναλωτικής δαπάνης θα έχει ανασχετικό ρόλο στο ρυθμό αύξησης των εισαγωγών καταναλωτικών αγαθών. Ωστόσο, η ανάκαμψη των εγχώριων επενδύσεων, οι οποίες θα ενισχυθούν και από τα έργα που χρηματοδοτούνται από τον RRF, θα οδηγήσει στην αύξηση των εισαγωγών επενδυτικών αγαθών. Η συνεχιζόμενη ανάκαμψη –έστω και με επιβραδυνόμενο ρυθμό– της παγκόσμιας οικονομίας, σε συνδυασμό με τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας, θα έχει θετική επίδραση στις ελληνικές εξαγωγές αγαθών.

Όσον αφορά τα δημοσιονομικά μεγέθη, σύμφωνα με το Πρόγραμμα Σταθερότητας 2023 που κατατέθηκε στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή τον Απρίλιο, το 2023 προβλέπεται επίτευξη πρωτογενούς πλεονάσματος ύψους 1,1% του ΑΕΠ, μεγαλύτερου από αυτό που προβλεπόταν στον Προϋπολογισμό, και περαιτέρω μείωση του δημόσιου χρέους σε 162,6% του ΑΕΠ. Η βελτιωμένη πρόβλεψη για το πρωτογενές αποτέλεσμα του 2023 βασίζεται στη μεταφερόμενη από το 2022 θετική επίδραση στα φορολογικά έσοδα και στα έσοδα από ασφαλιστικές εισφορές, καθώς και στην προς τα πάνω αναθεώρηση των προσδοκιών για την οικονομική μεγέθυνση το 2023.

Η πρόβλεψη για το πρωτογενές αποτέλεσμα ενσωματώνει τις επιπλέον παρεμβάσεις που υιοθετήθηκαν στην αρχή του έτους και βασίζεται στην υπόθεση αμετάβλητων πολιτικών και στην εκτίμηση ότι τα μέτρα για την αντιμετώπιση της ενεργειακής κρίσης ύψους 1,2 δισεκ. ευρώ θα χρηματοδοτηθούν πλήρως από τους πόρους του Ταμείου Ενεργειακής Μετάβασης χωρίς να επιβαρύνουν τον κρατικό προϋπολογισμό. Το πρωτογενές πλεόνασμα αναμένεται να αυξηθεί σταδιακά στο 2,1% του ΑΕΠ το 2024, στο 2,3% του ΑΕΠ το 2025 και στο 2,5% του ΑΕΠ το 2026, ενώ παράλληλα προβλέπεται περαιτέρω αποκλιμάκωση του δημόσιου χρέους στο 135,2% του ΑΕΠ το 2026, υπό την προϋπόθεση ότι το Ελληνικό Δημόσιο θα ανακτήσει την επενδυτική βαθμίδα αξιολόγησης, γεγονός που θα επιτρέψει τη σταδιακή μείωση των υψηλών ταμειακών διαθεσίμων.

## 2.6 Κίνδυνοι και αβεβαιότητες: Κυριαρχούν οι καθοδικοί εξωγενείς κίνδυνοι

Οι κίνδυνοι που περιβάλλουν τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος για την ανάπτυξη είναι κυρίως καθοδικοί. Αναλυτικότερα, κινδύνους για τις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας αποτελούν: (α) η περαιτέρω επιδείνωση του εξωτερικού περιβάλλοντος, (β) ο υψηλότερος και πιο επίμονος πληθωρισμός, (γ) ο χαμηλότερος του αναμενομένου ρυθμός απορρόφησης των κονδυλίων του ΝΓΕΥ, (δ) τυχόν καθυστερήσεις στην υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων, με αρνητικές επιπτώσεις στην παραγωγικότητα και την ανταγωνιστικότητα, και (ε) η περαιτέρω άνοδος των επιτοκίων, η οποία θα μπορούσε να επιβραδύνει την ανάπτυξη και να οδηγήσει σε μια νέα γενιά ΜΕΔ. Τυχόν θετικότερη έκβαση σχετίζεται με την ταχύτερη αποκλιμάκωση του πληθωρισμού και την καλύτερη του αναμενομένου επίδοση του τουρισμού.

## 3 ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

### 3.1 Εξελίξεις και προοπτικές εκτός της ευρωζώνης: Επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας και σταδιακή υποχώρηση του πληθωρισμού

Η παγκόσμια οικονομία οδεύει προς επιβράδυνση το 2023, υπό το βάρος των επιπτώσεων της ενεργειακής κρίσης, του υψηλού πληθωρισμού και της ανόδου των επιτοκίων. Ειδικότερα, ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ προβλέπεται από το ΔΝΤ ότι θα επιβραδυνθεί στο 2,8% το 2023 από 3,4% το 2022, ενώ θα ανακάμψει ελαφρώς στο 3,0% το 2024. Η επιβράδυνση θα είναι εντονότερη στις προηγμένες οικονομίες από ό,τι στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες, καθώς η σημαντική ανάκαμψη της Κίνας θα αντισταθμίσει την προβλεπόμενη οικονομική επιβράδυνση της Ινδίας και των αναδυόμενων οικονομιών της Λατινικής Αμερικής και της Μέσης Ανατολής.

Το διεθνές εμπόριο, παρά την εξομάλυνση των προβλημάτων στις παγκόσμιες εφοδιαστικές αλυσίδες, επιβραδύνεται το 2023, ως αποτέλεσμα της ασθενέστερης διεθνούς ζήτησης, των γεωπολιτικών εντάσεων, των εμπορικών περιορισμών και του ισχυρού δολαρίου κατά το προηγούμενο έτος. Αναμένεται ωστόσο να ανακάμψει το 2024, καθώς η μεταπανδημική ανάκαμψη της οικονομίας της Κίνας θα ισχυροποιείται και η αβεβαιότητα θα υποχωρεί. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του ΔΝΤ, ο όγκος του διεθνούς εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών θα επιβραδυνθεί στο 2,4% το 2023, από 5,1% το 2022, εν μέσω κάμψης της παγκόσμιας ζήτησης.

Ο υψηλός πληθωρισμός αποδείχθηκε περισσότερο επίμονος σε σχέση με τις προσδοκίες των νομισματικών αρχών. Ο πληθωρισμός στις προηγμένες οικονομίες, αφού έφθασε το 2022 στο υψηλότερο επίπεδο από το 1982, εκτιμάται ότι θα υποχωρήσει το 2023 και το 2024 υπό την επίδραση της αυστηροποίησης της νομισματικής πολιτικής, της οικονομικής επιβράδυνσης και της πτώσης των διεθνών τιμών της ενέργειας και των τροφίμων. Το πρώτο πεντάμηνο του 2023 οι διεθνείς τιμές του πετρελαίου όλων των τύπων υποχώρησαν κατά 21,8% σε ετήσια βάση, συμβάλλοντας στην αποδυνάμωση των εισαγόμενων πληθωριστικών πιέσεων σε πολλές οικονομίες. Η μεγάλη υποχώρηση των διεθνών τιμών του αργού πετρελαίου και του φυσικού αερίου οφείλεται στην ασθενέστερη παγκόσμια ζήτηση, στον ήπιο χειμώνα, αλλά και σε σειρά σημαντικών πρωτοβουλιών των κρατών-μελών της ΕΕ για περιορισμό της εξάρτησης από τα ρωσικά ορυκτά καύσιμα. Αν και οι μεγαλύτερες κεντρικές τράπεζες αύξησαν γρήγορα, και σε

υψηλά επίπεδα, τα βασικά τους επιτόκια, ο πυρήνας του πληθωρισμού συνέχισε να ενισχύεται σε πολλές προηγμένες οικονομίες έως τις αρχές του 2023, καθώς αφενός παρατηρούνται δευτερογενείς επιδράσεις από τη μετακύλιση του αυξημένου κόστους ενέργειας σε αγαθά της μεταποίησης και στις υπηρεσίες και αφετέρου η αγορά εργασίας εμφανίζει στενότητα σε πολλές οικονομίες. Ανοδικό σπирάλ αυξήσεων ονομαστικών μισθών και τιμών δεν παρατηρείται επί του παρόντος, ωστόσο οι μισθολογικές πιέσεις εμφανίζονται αυξημένες για το 2023-24, ενώ το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας εκτιμάται ότι θα αυξηθεί σημαντικά τόσο στις ΗΠΑ όσο και στη ζώνη του ευρώ. Σύμφωνα με το ΔΝΤ, ο παγκόσμιος πληθωρισμός θα υποχωρήσει από 8,7% το 2022 σε 7,0% το 2023, με την αποκλιμάκωση να είναι ταχύτερη στις ανεπτυγμένες οικονομίες σε σχέση με τις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες. Σύμφωνα με το ΔΝΤ, η επιστροφή του πληθωρισμού στο στόχο για τις περισσότερες από τις χώρες που ακολουθούν στόχευση πληθωρισμού δεν θα γίνει πριν από το 2025.

### **3.2 Εξελίξεις και προοπτικές της ευρωζώνης: Μικρότερη του αναμενομένου επιβράδυνση – διατηρούνται οι πληθωριστικές πιέσεις στον πυρήνα του πληθωρισμού**

Η ζώνη του ευρώ βρέθηκε σε τεχνική ύφεση, καθώς το ΑΕΠ υποχώρησε οριακά, σε τριμηνιαία βάση, το δ' τρίμηνο του 2022 και το α' τρίμηνο του 2023, με τις εξελίξεις ανά χώρα να χαρακτηρίζονται από ετερογένεια. Η Ιταλία εξήλθε από την ύφεση του δ' τριμήνου του 2022, όμως η Γερμανία βρέθηκε σε ύφεση επί δεύτερο συνεχές τρίμηνο (τεχνική ύφεση). Τα μέτρα δημοσιονομικής πολιτικής έναντι της ενεργειακής κρίσης και του αυξημένου κόστους διαβίωσης συνέχισαν να στηρίζουν τα πραγματικά εισοδήματα, παράλληλα με την ανθεκτικότητα της αγοράς εργασίας. Η επάρκεια των ενεργειακών αποθεμάτων στην Ευρώπη και η σημαντική μείωση των διεθνών τιμών της ενέργειας από τα ιστορικά υψηλά επίπεδα του προηγούμενου έτους βελτίωσαν το οικονομικό κλίμα στη ζώνη του ευρώ. Η αισιοδοξία ωστόσο κάμφθηκε από τις διαταράξεις στο χρηματοπιστωτικό τομέα κυρίως στις ΗΠΑ και στην Ελβετία στις αρχές του έτους.

Το 2023 η αυστηροποίηση της πολιτικής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) και η σύσφιξη των όρων χρηματοδότησης, ο υψηλός πληθωρισμός, η σταδιακή απόσυρση της δημοσιονομικής στήριξης, αλλά και η αβεβαιότητα για τον ενεργειακό εφοδιασμό της Ευρώπης το χειμώνα 2023-2024, αναμένεται να μετριάσουν την οικονομική μεγέθυνση. Ωστόσο, η επιβράδυνση εκτιμάται ότι θα είναι ηπιότερη από ό,τι αναμενόταν προ εξαμήνου, καθώς η ευρωπαϊκή οικονομία κατόρθωσε να αντεπεξέλθει επιτυχώς στις προκλήσεις του υψηλού πληθωρισμού και της ενεργειακής επάρκειας χάρη σε σημαντικές αποφάσεις που ελήφθησαν σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ) για τη στρατηγική της αυτονομία. Πιο συγκεκριμένα, η αύξηση του ΑΕΠ το 2023 εκτιμάται ότι θα περιοριστεί στο 0,9% από 3,5% το 2022, σύμφωνα με τις προβλέψεις των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Ιούνιος 2023). Το 2024 η ανάπτυξη στη ζώνη του ευρώ αναμένεται στο 1,5%.

Ο πληθωρισμός στην ευρωζώνη βρίσκεται σε πτωτική πορεία από το Νοέμβριο του 2022, αντανακλώντας τη σημαντική μείωση των διεθνών τιμών της ενέργειας και την άμβλυνση των προβλημάτων από την πλευρά της προσφοράς, αν και η υποχώρηση είναι μικρότερη από την αναμενόμενη λόγω του επίμονου πυρήνα του πληθωρισμού, ο οποίος όμως μειώθηκε το Μάιο σε 5,3% μετά από μια μακρά περίοδο αυξήσεων. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Ιούνιος 2023), ο πληθωρισμός, μετρούμενος με τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ), θα μειωθεί στο 5,4% το 2023, από 8,4% το 2022, και περαιτέρω στο 3,0% το 2024 και στο 2,2% το 2025. Παρότι ο πληθωρισμός των ειδών διατροφής έφθασε σε ιστορικά υψηλό επίπεδο 17,9% το Μάρτιο του 2023, εκτιμάται ότι θα αποκλιμακωθεί κατά τη διάρκεια του έτους εξαιτίας των μειωμένων πιέσεων στις τιμές κατά μήκος της αλυσίδας παραγωγής. Ο πληθωρισμός χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής εκτιμάται ότι θα ξεπεράσει το συνολικό πληθωρισμό τους επόμενους μήνες και θα παραμείνει πάνω από αυτόν μέχρι τις αρχές του 2024, αν και ακολουθώντας πτωτική πορεία από το δεύτερο εξάμηνο του τρέχοντος έτους, καθώς οι έμμεσες επιπτώσεις από τις προηγούμενες αυξήσεις στις τιμές της ενέργειας σταδιακά ατονούν. Ωστόσο, το κόστος εργασίας θα διατηρήσει τον πυρήνα του πληθωρισμού σε υψηλά επίπεδα.



### 3.3 Κίνδυνοι και αβεβαιότητες: Αυξημένοι οι καθοδικοί κίνδυνοι – επιδείνωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών

Οι τρέχουσες προβλέψεις για την παγκόσμια και την ευρωπαϊκή οικονομία περιβάλλονται από υψηλή αβεβαιότητα και οι καθοδικοί κίνδυνοι, αν και έχουν υποχωρήσει κάπως σε σχέση με το 2022, παραμένουν αυξημένοι. Ο γεωοικονομικός κατακερματισμός στο διεθνές εμπόριο και τις διεθνείς χρηματοπιστωτικές συναλλαγές εντείνεται σταθερά και δύναται να κάμψει την εξωτερική ζήτηση και να ενισχύσει τον εισαγόμενο πληθωρισμό. Πιθανές ανοδικές πιέσεις στις τιμές των βασικών εμπορευμάτων λόγω της ενίσχυσης της ζήτησης στην Κίνα εν μέσω της μεταπανδημικής της ανάκαμψης θα μπορούσαν επίσης να χειροτερεύσουν τους όρους εμπορίου στη ζώνη του ευρώ και να κάμψουν τα εισοδήματα. Ταυτόχρονα, μία απότομη περαιτέρω επανεκτίμηση των χρηματοπιστωτικών κινδύνων ή επιδείνωση της δημοσιονομικής θέσης ευάλωτων οικονομιών ενδέχεται να εμποδίσουν μια πιο δυναμική ανάπτυξη και να επιδράσουν αρνητικά στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Η συνέχιση της αυστηροποίησης της νομισματικής πολιτικής που απαιτείται για τη συγκράτηση των πληθωριστικών προσδοκιών και την επιστροφή του πληθωρισμού στο μεσοπρόθεσμο στόχο είναι μια πρόσθετη πρόκληση που θα μπορούσε να παρατείνει την αναιμική ανάπτυξη. Τέλος, η ισχυρότερη αύξηση των μισθών και των επιχειρηματικών κερδών θα μπορούσε να διατηρήσει τον πυρήνα του πληθωρισμού υψηλότερο για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα, αυξάνοντας τον κίνδυνο αποσταθεροποίησης των πληθωριστικών προσδοκιών.

## 4 ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

### *Αυξήσεις επιτοκίων για τη διατηρήσιμη αποκλιμάκωση του πληθωρισμού*

Η συνολική εκτίμηση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ είναι ότι για μεγάλο χρονικό διάστημα ακόμη ο πληθωρισμός θα παραμείνει υψηλός. Ωστόσο, αναμένεται ότι τόσο ο γενικός πληθωρισμός όσο και ο πυρήνας του θα αποκλιμακωθούν σταδιακά, καθώς η συστατική επίδραση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στη συνολική ζήτηση θα έχει μεταδοθεί πληρέστερα, ενώ εκτιμάται ότι θα έχουν εκλείψει πλέον οι πληθωριστικές πιέσεις που συνδέονται με την επανεκκίνηση της οικονομίας μετά την πανδημία, την ενεργειακή κρίση και τα προβλήματα στις εφοδιαστικές αλυσίδες.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έχει σημειώσει επανειλημμένως ότι οι αποφάσεις για μεταβολή των επιτοκίων είναι σκόπιμο να λαμβάνονται με βάση τα εκάστοτε διαθέσιμα οικονομικά στοιχεία και με ορίζοντα την επόμενη συνεδρίασή του. Στο πλαίσιο αυτό, το Φεβρουάριο, το Μάρτιο, το Μάιο και τον Ιούνιο του 2023, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αύξησε τα βασικά επιτόκια σε ισάριθμες συνεδριάσεις για αποφάσεις νομισματικής πολιτικής, συνεχίζοντας τον κύκλο ανόδου που είχε ξεκινήσει τον Ιούλιο του 2022. Η αύξηση των βασικών επιτοκίων επιτυγχάνει εξασθένιση των πληθωριστικών πιέσεων, περιορίζοντας τη συνολική ζήτηση, και μειώνει τον κίνδυνο μόνιμης αναθεώρησης προς τα άνω των πληθωριστικών προσδοκιών. Πάντως, οι περισσότεροι δείκτες των πιο μακροπρόθεσμων πληθωριστικών προσδοκιών κυμαίνονται γύρω στο 2%.

Ως συνέπεια των αυξήσεων των βασικών επιτοκίων, ήδη από το 2022 αυξήθηκε το κόστος άντλησης ρευστών διαθεσίμων εκ μέρους των τραπεζών και παρατηρήθηκε συνακόλουθη αύξηση των δανειακών επιτοκίων των τραπεζών για τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά. Η χρονική υστέρηση με την οποία οι αυξήσεις των επιτοκίων θα επιδράσουν στην πραγματική οικονομία παραμένει αβέβαιη, όπως και η έκταση αυτών των επιδράσεων. Έχει ήδη όμως παρατηρηθεί ότι οι προηγούμενες αυξήσεις των επιτοκίων της ΕΚΤ μεταδίδονται δυναμικά στις συνθήκες χρηματοδότησης και σταδιακά επιδρούν σε όλους τους τομείς της οικονομίας.

Όταν στα τέλη του α' τριμήνου του 2023 εκδηλώθηκαν εντάσεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επισήμανε ότι ο τραπεζικός τομέας στη ζώνη του ευρώ χαρακτηρίζεται από ανθεκτικότητα, ισχυρή κεφαλαιακή βάση και ικανοποιητική ρευστότητα και υπενθύμισε ότι το Ευρωσύστημα έχει στο οπλοστάσιό του όλα τα κατάλληλα μέσα πολιτικής ώστε,

εάν παραστεί ανάγκη, να στηρίξει το χρηματοπιστωτικό σύστημα με ρευστά διαθέσιμα και να διατηρήσει απρόσκοπτη τη μετάδοση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής.

Τον Ιούνιο του 2023 το Διοικητικό Συμβούλιο ανακοίνωσε ότι τα βασικά επιτόκια θα πρέπει να αυξηθούν περαιτέρω ώστε να φθάσουν σε επαρκώς περιοριστικά επίπεδα, στα οποία και θα παραμείνουν για όσο χρειαστεί προκειμένου ο πληθωρισμός να επιστρέψει εντός εύλογου χρονικού διαστήματος στο μεσοπρόθεσμο στόχο του Ευρωσυστήματος. Το Διοικητικό Συμβούλιο θα προσδιορίσει, με βάση τα οικονομικά στοιχεία και τις πληροφορίες που συγκεντρώνει, τον κατάλληλο βαθμό και τη χρονική διάρκεια της αναγκαίας αυστηροποίησης της νομισματικής πολιτικής.

Υπενθυμίζεται ότι από το Μάρτιο του 2023 και εξής το χαρτοφυλάκιο το οποίο έχει αποκτήσει το Ευρωσύστημα μέσω του προγράμματος αγοράς τίτλων APP μειώνεται κατά 15 δισεκ. ευρώ κατά μέσο όρο ανά μήνα. Τον Ιούλιο του 2023 οι επανεπενδύσεις του προϊόντος της εξόφλησης των τίτλων σε αυτό το χαρτοφυλάκιο θα σταματήσουν. Σημειώνεται ότι η επανεπένδυση του προϊόντος της εξόφλησης των τίτλων που έχουν ήδη αποκτηθεί από το Ευρωσύστημα μέσω του πιο πρόσφατου έκτακτου προγράμματος αγοράς τίτλων λόγω πανδημίας, του PEPP (το οποίο θεσμοθετήθηκε με την έναρξη της πανδημίας), θα συνεχιστεί τουλάχιστον μέχρι το τέλος του 2024.

Μέχρι το τέλος του 2023 το Διοικητικό Συμβούλιο θα επαναξιολογήσει το λειτουργικό πλαίσιο της ενιαίας νομισματικής πολιτικής αποσαφηνίζοντας περαιτέρω το τελικό σημείο της ομαλοποίησης του ισολογισμού του Ευρωσυστήματος.

## 5 ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ

**Επενδυτική βαθμίδα:** Η βασικότερη πρόκληση για την οικονομική πολιτική είναι η απόκτηση της επενδυτικής βαθμίδας και, σε μεταγενέστερο στάδιο, η υπέρβασή της. Κάτι τέτοιο θα ενισχύσει την ανθεκτικότητα της ελληνικής οικονομίας σε εξωγενείς διαταραχές και επεισόδια μεταβλητότητας των διεθνών αγορών, θα περιορίσει το κόστος άντλησης κεφαλαίων για τον δημόσιο και τον ιδιωτικό τομέα, θα διευκολύνει τη διαχείριση του δημόσιου χρέους, την πραγματοποίηση επενδύσεων και την ενίσχυση της οικονομικής ανάπτυξης.

**Η διατηρήσιμη αποκλιμάκωση του πληθωρισμού:** Η αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής είναι αναγκαία προκειμένου να συνεχιστεί η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού στην ευρωζώνη και να καταστεί εφικτή η επιστροφή του στο στόχο του 2% μεσοπρόθεσμα. Για όσο διάστημα διαρκεί η αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ για την αντιμετώπιση των υψηλών πληθωριστικών πιέσεων, απαιτείται η διατήρηση της περιοριστικής κατεύθυνσης της δημοσιονομικής πολιτικής, έτσι ώστε να καταστεί ταχύτερη η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού. Σε αντίθετη περίπτωση, θα μπορούσε να καταστεί αναγκαία περαιτέρω αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής, με αρνητικές προεκτάσεις στη διάρκεια και την έκταση των αρνητικών συνεπειών της νομισματικής συστολής στην οικονομική δραστηριότητα. Παράλληλα, τόσο οι αυξήσεις των τιμών των αγαθών και των υπηρεσιών όσο και οι μισθολογικές αυξήσεις θα πρέπει να είναι συνεπείς με το μεσοπρόθεσμο στόχο του πληθωρισμού (2%), λαμβάνοντας υπόψη και το γεγονός ότι τα περιθώρια κέρδους των εταιριών παραμένουν υψηλά.

**Υψηλό δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ:** Το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ παραμένει το υψηλότερο της ΕΕ και το δεύτερο υψηλότερο διεθνώς. 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 του συσσωρευμένου χρέους προς τον επίσημο τομέα με όρους αγοράς θα αυξήσει την έκθεση του Ελληνικού Δημοσίου στον επιτοκιακό κίνδυνο και στον κίνδυνο αγοράς, γεγονός που εξαλείφει τα περιθώρια δημοσιονομικής χαλάρωσης των συμφωνημένων δημοσιονομικών

στόχων. Πρόσθετη πηγή αβεβαιότητας αποτελεί η κλιματική κρίση, που αναμένεται να έχει αρνητικές επιπτώσεις στη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους.

**Υψηλό έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών:** Σημαντική πρόκληση αποτελεί ο περιορισμός του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, παρά το ότι το υψηλό έλλειμμα που σημειώθηκε το 2022 (9,7% του ΑΕΠ) οφείλεται κατά 40% περίπου στις αυξημένες τιμές καυσίμων και αναμένεται υποχώρησή του στο 7% του ΑΕΠ το 2023. Μια οικονομία που βρίσκεται σε διαδικασία σύγκλισης προς το κατά κεφαλήν ΑΕΠ των εταίρων της και η οποία επιδιώκει να αυξήσει το ποσοστό των εθνικών επενδύσεων της (σήμερα 14% του ΑΕΠ) στο μέσο όρο της ΕΕ (22% του ΑΕΠ) και επίσης δαπανά για την εθνική της άμυνα ποσοστό του ΑΕΠ πολύ υψηλότερο από το μέσο όρο της ΕΕ, είναι αναπόφευκτο να έχει ελλειμματικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Ωστόσο, ένα έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών πάνω από 4% του ΑΕΠ που διατηρείται μεσοπρόθεσμα έρχεται σε σύγκρουση με τον έλεγχο των μακροοικονομικών ανισορροπιών (macroeconomic imbalances procedure) της ΕΕ, κυρίως όμως υποδηλώνει ότι η εθνική δαπάνη είναι σημαντικά και διαχρονικά μεγαλύτερη από την εγχώρια παραγωγή ή, ταυτόσημα, ότι οι επενδύσεις του ιδιωτικού και του δημόσιου τομέα είναι σημαντικά υψηλότερες από τις αντίστοιχες αποταμιεύσεις.

**Μη εξυπηρετούμενα δάνεια και υψηλό ιδιωτικό χρέος:** Ο δείκτης μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ), παρά την αξιοσημείωτη αποκλιμάκωσή του, παραμένει σημαντικά υψηλότερος από το μέσο όρο των τραπεζών της ευρωζώνης. Παράλληλα, συνολικά το ιδιωτικό χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ παραμένει σε πολύ υψηλά επίπεδα και επηρεάζει αρνητικά τη δυνατότητα νέου δανεισμού και υλοποίησης επενδυτικών δράσεων.

**Υψηλή ανεργία και αναντιστοιχία ζητούμενων και προσφερόμενων θέσεων εργασίας:** Παρά την αισθητή μείωση της ανεργίας τα τελευταία έτη, αρκετές στρεβλώσεις συνεχίζουν να υφίστανται, καθώς τα ποσοστά ανεργίας των γυναικών, των νέων και των μακροχρόνια ανέργων παραμένουν σημαντικά υψηλότερα του μέσου όρου της ΕΕ, οδηγώντας στην απαξίωση των δεξιοτήτων του εργατικού δυναμικού. Σημειώνεται ότι το φυσικό ποσοστό ανεργίας στην Ελλάδα εκτιμάται κοντά στο 13%, διπλάσιο από ό,τι σε πολλές χώρες της ΕΕ, γεγονός που αποτελεί ένδειξη ύπαρξης σοβαρών στρεβλώσεων και διαρθρωτικών προβλημάτων. Επιπλέον, παρατηρείται αναντιστοιχία μεταξύ ζητούμενων και προσφερόμενων θέσεων εργασίας, καθώς οι επιχειρήσεις σε ορισμένους κλάδους δυσκολεύονται να βρουν κατάλληλους εργαζόμενους για να καλύψουν τις ανάγκες τους. Ελλείψεις προσωπικού καταγράφονται ιδιαίτερα στον τουριστικό τομέα και στις κατασκευές. Σύμφωνα με έρευνα του Ινστιτούτου Τουριστικών Ερευνών και Προβλέψεων (ΙΤΕΠ), το 2022 καταγράφηκαν 60,2 χιλιάδες κενές θέσεις εργασίας στον ξενοδοχειακό κλάδο, οι οποίες αντιστοιχούσαν στο 23% των θέσεων εργασίας που προβλέπονταν από το οργανόγραμμα των ξενοδοχείων.

**Χρόνιες αδυναμίες:** Παρά τη βελτίωση που σημειώθηκε την τελευταία πενταετία, η ελληνική οικονομία εξακολουθεί να κατατάσσεται ακόμη σχετικά χαμηλά στους διεθνείς δείκτες διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας, λόγω χρόνιων εγγενών αδυναμιών. Τέτοιου είδους αδυναμίες που περιορίζουν την ανταγωνιστικότητα και δημιουργούν αντικίνητρα στην πραγματοποίηση επενδύσεων είναι μεταξύ άλλων οι καθυστερήσεις στην απονομή της δικαιοσύνης, η γραφειοκρατία και η αναποτελεσματικότητα που εξακολουθεί να υπάρχει σε ορισμένους τομείς του Δημοσίου (λ.χ. στις μεταβιβάσεις ακινήτων, στην εκπόνηση χωροταξικών σχεδίων, στην ολοκλήρωση του Εθνικού Κτηματολογίου, στην ψηφιοποίηση των δημόσιων υπηρεσιών), η υστέρηση σε βασικές υποδομές, η ανεπαρκής καταπολέμηση της εκτεταμένης φοροδιαφυγής, οι οιοινεί ολιγοπωλιακές συνθήκες σε συγκεκριμένες αγορές αγαθών και υπηρεσιών και οι στρεβλώσεις στην αγορά ενέργειας. Πρόσθετα παραδείγματα εγγενών αδυναμιών αποτελούν η μικρή συμμετοχή των γυναικών και των νέων στην αγορά εργασίας σε συνδυασμό με τη δυσμενή εξέλιξη του δημογραφικού, ο αυξημένος κίνδυνος φτώχειας και κοινωνικού αποκλεισμού, οι σημαντικές περιφερειακές ανισότητες, οι ελλείψεις στο λεγόμενο “τρίγωνο της γνώσης” (παιδεία – έρευνα – καινοτομία) και η υψηλή εξάρτηση της ελληνικής οικονομίας από ορυκτά καύσιμα.

**Χαμηλό κατά κεφαλήν ΑΕΠ:** Το κατά κεφαλήν ΑΕΠ της Ελλάδος αντιστοιχεί περίπου στο 55% του κατά κεφαλήν ΑΕΠ των χωρών της ευρωζώνης, έναντι περίπου 70% πριν από την κρίση χρέους. Για να καλυφθεί το χαμένο έδαφος, απαιτείται η διατήρηση ρυθμών ανάπτυξης που να υπερβαίνουν κατά πολύ το μέσο ρυθμό της ευρωζώνης. Σε διαφορετική περίπτωση, μπορεί να χρειαστεί πάνω από μια δεκαετία για να επανέλθει η ελληνική οικονομία στο επίπεδο όπου βρισκόταν σε σχέση με την ευρωζώνη πριν από την κρίση χρέους. Αυτή η αναγκαία διαρκής διαδικασία σύγκλισης προϋποθέτει την υλοποίηση σημαντικών επενδύσεων, οι οποίες είτε θα πρέπει να χρηματοδοτηθούν από εθνικές αποταμιεύσεις είτε θα πρέπει να καλυφθούν από εισροές κεφαλαίων από το εξωτερικό. Όμως, για την ενίσχυση των επενδύσεων και ιδίως για την προσέλκυση ξένων κεφαλαίων θα πρέπει να δημιουργηθούν οι κατάλληλες προϋποθέσεις, δηλαδή φιλικό επιχειρηματικό περιβάλλον, προσωπικό που διαθέτει υψηλή εξειδίκευση και τεχνικές δεξιότητες και υψηλού επιπέδου υποδομές και δίκτυα. Αναπόφευκτα η διαδικασία σύγκλισης, στο βαθμό που οι επενδύσεις δεν μπορούν να καλυφθούν από τις εγχώριες αποταμιεύσεις, συνεπάγεται αύξηση του ελλείμματος στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών που πρέπει να καλυφθεί με εισροές κεφαλαίων από τον RRF και με ξένες άμεσες επενδύσεις. Η διαδικασία σύγκλισης τείνει να οδηγεί και σε άνοδο του πληθωρισμού, αλλά εφόσον το δυνητικό ΑΕΠ συμβαδίζει με την άνοδο του πραγματικού ΑΕΠ η επίδραση στον πληθωρισμό δεν θα είναι σημαντική. Παρ' όλα αυτά, η μη αντιμετώπιση των διαρθρωτικών αδυναμιών της ελληνικής οικονομίας την καθιστά ευάλωτη σε εξωγενείς διαταραχές που δύνανται να ανακόψουν εκ νέου τη διαδικασία σύγκλισης που έχει δρομολογηθεί τα τελευταία χρόνια.

## 6 ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Λαμβάνοντας υπόψη τις αβεβαιότητες και τους κινδύνους που συνδέονται με το διεθνές οικονομικό περιβάλλον, τις νέες και τις προϋπάρχουσες προκλήσεις που αντιμετωπίζει η ελληνική οικονομία, καθώς και την ανάγκη να επιταχυνθεί η πραγματική σύγκλιση του κατά κεφαλήν ΑΕΠ της Ελλάδος με το μέσο όρο της ΕΕ, προτείνονται τα ακόλουθα:

**1<sup>ο</sup> Η υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων που περιλαμβάνονται στο Εθνικό Σχέδιο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας** ώστε να ενισχυθεί η συνολική παραγωγικότητα, ο ρυθμός αύξησης του δυνητικού προϊόντος και η διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα και να αυξηθεί έτσι η δυνατότητα της οικονομίας για μεγαλύτερες δαπάνες (κυρίως επενδυτικές) χωρίς επιδείνωση του εξωτερικού ισοζυγίου. Έμφαση θα πρέπει να δοθεί κυρίως σε τομείς που μπορούν να επηρεάσουν άμεσα το δυνητικό ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας, όπως π.χ. σε δράσεις που αφορούν τη διεύρυνση της συμμετοχής των νέων και των γυναικών (αγορά εργασίας) ή την ταχεία απονομή της δικαιοσύνης (θεσμοί και διακυβέρνηση) και την ταχεία υλοποίηση των επενδυτικών πρωτοβουλιών του ιδιωτικού τομέα (επενδυτικό περιβάλλον και γραφειοκρατία).

**2<sup>ο</sup> Η αποτελεσματική και ταχεία αξιοποίηση των πόρων από τα Διαρθρωτικά Ταμεία της ΕΕ και από τον Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας** για την τόνωση των δημόσιων και ιδιωτικών επενδύσεων και τον περιορισμό του επενδυτικού κενού. Η διεύρυνση των επενδύσεων θα πρέπει να στηριχθεί και στην άνοδο της εγχώριας αποταμίευσης, χωρίς τη συμβολή της οποίας υπάρχει ανισορροπία μεταξύ εθνικών αποταμιεύσεων και επενδύσεων, η οποία και επηρεάζει αρνητικά το ισοζύγιο πληρωμών. Σε αυτή τη κατεύθυνση θα συμβάλει θετικά και η παραγωγική αξιοποίηση των ήδη αυξημένων ροών ξένων άμεσων επενδύσεων. Το ζητούμενο είναι η αύξηση του ποσοστού των ξένων άμεσων επενδύσεων που κατευθύνονται στον παραγωγικό τομέα της οικονομίας και διευρύνουν το παραγωγικό της δυναμικό (greenfield investments).

**3<sup>ο</sup> Η αντιμετώπιση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών μέσω της ενίσχυσης της ανταγωνιστικότητας και της εξωστρέφειας της οικονομίας.** Προϋποθέσεις για τη μείωση του ελλείμματος του ΙΤΣ είναι η περαιτέρω αύξηση των εξαγωγών, η υποκατάσταση των εισαγωγών και η προώθηση της ενεργειακής αυτονομίας ώστε να περιοριστούν οι ανάγκες εισαγωγών ενέργειας.



**4<sup>ον</sup> Η περαιτέρω μείωση του λόγου δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ.** Αυτό απαιτεί τη συστηματική επιστροφή σε πρωτογενή, κυκλικά διορθωμένα, δημοσιονομικά πλεονάσματα της τάξης του 2% του ΑΕΠ. Κάτι τέτοιο είναι απαραίτητο μεσοπρόθεσμα, καθώς η αύξηση του κόστους δανεισμού και η υποχώρηση των ρυθμών ανάπτυξης και του πληθωρισμού περιορίζουν τη μειωτική συμβολή της διαφοράς έμμεσου επιτοκίου-ονομαστικού ρυθμού ανάπτυξης στη δυναμική του χρέους. Κατά συνέπεια, αποδυναμώνεται σταδιακά η αρχικά ευεργετική επίδραση του πληθωρισμού στη μείωση του λόγου χρέους/ΑΕΠ, και άρα απαιτείται η δημιουργία διατηρήσιμων πρωτογενών πλεονασμάτων ώστε να μην υπονομευθεί η συνεχής πτωτική πορεία του δημόσιου χρέους.

Επισημαίνεται ότι η εισαγωγή νέων δημοσιονομικών κανόνων στην ΕΕ το επόμενο έτος θα οδηγήσει σε σημαντική αλλαγή του μεσοπρόθεσμου δημοσιονομικού σχεδιασμού, με περιορισμούς ως προς τη λήψη πρόσθετων δημοσιονομικών μέτρων. Στον πυρήνα των νέων κανόνων θα είναι η μείωση του δημόσιου χρέους και ο μετριασμός των κινδύνων μη βιωσιμότητάς του μεσομακροπρόθεσμα, μέσω του ελέγχου του ρυθμού αύξησης των δημοσίων δαπανών. Αυτό σημαίνει ότι η συμμόρφωση με τους νέους κανόνες θα αφορά όχι μόνο τη διαμόρφωση του δημοσιονομικού ελλείμματος κάτω από το 3% του ΑΕΠ, αλλά και την αύξηση των δημοσίων δαπανών με ρυθμό χαμηλότερο από το μεσοπρόθεσμο δυναμικό ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ. Κατ' επέκταση, 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. Σε ένα τέτοιο περιβάλλον δημοσιονομικών περιορισμών, θα πρέπει να τεθούν ξεκάθαρες προτεραιότητες κατά τη λήψη πιθανών νέων στοχευμένων μέτρων στήριξης προς τις πιο ευάλωτες εισοδηματικές ομάδες.

**5<sup>ον</sup> Η διασφάλιση της περαιτέρω αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού.** Κάτι τέτοιο προϋποθέτει: Πρώτον, ότι οι μισθολογικές αυξήσεις θα αντιστοιχούν στις πραγματικές δυνατότητες της οικονομίας, όπως αυτές προσδιορίζονται κυρίως από τις μεταβολές της παραγωγικότητας, και ότι θα αποφευχθεί μία φάση δευτερογενών πληθωριστικών πιέσεων, τροφοδοτούμενων από την άνοδο των μισθών. Δεύτερον, ότι θα υπάρξουν παρεμβάσεις και έλεγχοι στις αγορές αγαθών και υπηρεσιών ώστε να αποφευχθούν υπερβολικές, δηλαδή μη συνεπείς με το μεσοπρόθεσμο στόχο του πληθωρισμού, αυξήσεις στις τιμές, λαμβάνοντας μάλιστα υπόψη τα ήδη υψηλά περιθώρια κέρδους σε αρκετούς κλάδους της οικονομίας. Σε βάθος χρόνου απαιτείται βελτίωση των συνθηκών ανταγωνισμού στις εν λόγω αγορές με άρση εμποδίων και στρεβλώσεων για να περιοριστούν οι ολιγοπωλιακές πρακτικές.

**6<sup>ον</sup> Η περαιτέρω υποχώρηση του ποσοστού ανεργίας και αντιμετώπιση του προβλήματος της αναντιστοιχίας μεταξύ ζητούμενων και προσφερόμενων θέσεων εργασίας.** Η σημαντική ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας και η υλοποίηση μεταρρυθμίσεων έχουν συμβάλει στην αύξηση της συνολικής απασχόλησης, στη μείωση του ποσοστού ανεργίας, καθώς και στη βελτίωση του ποσοστού συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό. Ωστόσο, τα ποσοστά ανεργίας των γυναικών, των νέων και των μακροχρόνια ανέργων παραμένουν σημαντικά υψηλότερα του μέσου όρου της ΕΕ, ενώ αρκετές επιχειρήσεις δηλώνουν ότι δυσκολεύονται να βρουν κατάλληλους εργαζόμενους για να καλύψουν τις ανάγκες τους. Συνεπώς, απαιτείται αναβάθμιση της τεχνικής και τεχνολογικής εκπαίδευσης και υλοποίηση στοχευμένων προγραμμάτων κατάρτισης του εργατικού δυναμικού. Εξίσου αναγκαίες είναι παρεμβάσεις για να ενισχυθεί το πλέγμα εναρμομόνισης της οικογενειακής και επαγγελματικής ζωής, για την ένταξη και παραμονή στην αγορά εργασίας του μη οικονομικά ενεργού πληθυσμού, με έμφαση στις γυναίκες και στους νέους. Θεσμικές παρεμβάσεις για τη μείωση των ασφαλιστικών εισφορών ή επιδότησή τους θα μειώσουν το μη μισθολογικό κόστος και θα συμβάλουν, σε συνδυασμό με την αύξηση των ελέγχων και ιδιαίτερα σε κλάδους με αυξημένη παραβατικότητα, στον περιορισμό της αδήλωτης ή υποδηλωμένης εργασίας. Συνολικά, η τάση βελτίωσης της αγοράς εργασίας προβλέπεται να συνεχιστεί μεσοπρόθεσμα, καθώς αναμένεται να υπάρξει επιπρόσθετη θετική επίδραση από την υλοποίηση του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας "Ελλάδα 2.0" μέσω της αύξησης

των ιδιωτικών επενδύσεων, η οποία θα οδηγήσει στη δημιουργία νέων και καλύτερα αμειβόμενων θέσεων εργασίας.

#### **7<sup>ον</sup> Η επιτάχυνση της ενεργειακής μετάβασης και της απεξάρτησης από τα ορυκτά καύσιμα.**

Η ενίσχυση των ανανεώσιμων πηγών ενέργειας στο ενεργειακό μίγμα προϋποθέτει, εκτός από νέες επενδύσεις, και αύξηση των δυνατοτήτων αποθήκευσης ενέργειας. Στο πλαίσιο αυτό, κρίσιμη είναι η αξιοποίηση των πόρων του REPowerEU για τη βελτίωση της ενεργειακής αποδοτικότητας και την επιτάχυνση της πράσινης μετάβασης. Παράλληλα, επισημαίνεται ότι η μετάβαση προς την πράσινη ενέργεια και τον ψηφιακό μετασχηματισμό της οικονομίας προϋποθέτει, πέρα από την υλοποίηση νέων επενδύσεων, και την ύπαρξη κατάλληλα εκπαιδευμένου προσωπικού στις νέες τεχνολογίες.

**8<sup>ον</sup> Η περαιτέρω ενδυνάμωση του τραπεζικού συστήματος.** Ο ελληνικός τραπεζικός τομέας έχει σημειώσει αξιόλογο πρόοδο τα τελευταία χρόνια και είναι και πάλι σε θέση να συνεχίσει με επιτυχία το διαμεσολαβητικό του ρόλο και να επωφεληθεί από τις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας και την αναμενόμενη επαναφορά του Ελληνικού Δημοσίου στην επενδυτική βαθμίδα αξιολόγησης. Ωστόσο, εξακολουθούν να υφίστανται προκλήσεις οι οποίες σχετίζονται με την ανάγκη διατήρησης ισχυρής κερδοφορίας και περαιτέρω μείωσης των μη εξυπηρετούμενων δανείων, ενώ οι αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις (DTC) εξακολουθούν να αποτελούν μεγάλο μέρος των κεφαλαίων των τραπεζών. Επιβλητικά στην κερδοφορία των τραπεζών δρουν η αύξηση των επιτοκίων, η ανθεκτικότητα των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων σε παρατηρούμενες αναταράξεις και η προοπτική για πιστωτική επέκταση με αξιοποίηση των πόρων του RRF.

Ταυτόχρονα όμως, η άνοδος των επιτοκίων και οι διαταράξεις στον τραπεζικό τομέα, κυρίως των ΗΠΑ, επιδρούν αυξητικά στις δαπάνες για τόκους των δανειοληπτών και δύνανται να περιορίσουν τη ζήτηση νέων δανείων που δεν σχετίζονται με τον RRF. Το περιβάλλον υψηλών επιτοκίων καθίσταται σημαντικός κίνδυνος, καθώς θα συνεχίζονται οι εκδόσεις ομολόγων των ελληνικών τραπεζών με σκοπό την κάλυψη της Ελάχιστης Απαιτήσης Ιδίων Κεφαλαίων και Επιλέξιμων Υποχρεώσεων (MREL). Σε αυτό το περιβάλλον, η αναβάθμιση του Ελληνικού Δημοσίου στην επενδυτική κατηγορία θα αποτελούσε σημαντική εξέλιξη και για τις τράπεζες, καθώς αναμένεται να συνοδευθεί από αναβαθμίσεις των πιστοληπτικών αξιολογήσεων των ελληνικών τραπεζών και κατ' επέκταση συγκράτηση του κόστους δανεισμού τους από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές.

Παράλληλα, η αξιοσημείωτη βελτίωση της ποιότητας ενεργητικού τα τελευταία έτη δεν θα πρέπει να οδηγεί σε εφησυχασμό, λαμβάνοντας υπόψη ότι ο δείκτης ΜΕΔ παραμένει σημαντικά υψηλότερος από το μέσο όρο των τραπεζών της ευρωζώνης. Επισημαίνεται ότι κατά το α' τρίμηνο του 2023 παρατηρήθηκε καθαρή εισροή νέων ΜΕΔ σε όλα τα χαρτοφυλάκια δανείων, καθώς ο συνδυασμός αυξημένων επιτοκίων και πληθωρισμού φαίνεται ότι επηρέασε τη χρηματοοικονομική κατάσταση ορισμένων επιχειρήσεων και νοικοκυριών. Επιπλέον, ενδεχόμενη επιδείνωση της οικονομικής δραστηριότητας δύναται να ασκήσει αυξητικές πιέσεις στο κόστος πιστωτικού κινδύνου μελλοντικά.

Επισημαίνεται ότι η κατάρρευση ορισμένων μεσαίου μεγέθους τραπεζών στις ΗΠΑ και η εξαγορά της Credit Suisse από την UBS ανέδειξε τις αδυναμίες του τραπεζικού συστήματος εν μέσω της αυστηροποίησης της νομισματικής πολιτικής. Ταυτόχρονα, τόνισε τη σημασία των συνετών πρακτικών διαχείρισης κινδύνων εντός των πιστωτικών ιδρυμάτων και της ισχυρής εποπτείας από τις αρμόδιες αρχές. Είναι όμως σημαντικό να τονιστεί ότι οι ελληνικές τράπεζες δεν έχουν τις αδυναμίες που εντοπίζονται στις ΗΠΑ, καθώς οι περισσότερες από τις καταθέσεις τους είναι ασφαλισμένες, έχουν διαφορετική δομή ενεργητικού με περισσότερα δάνεια στον ισολογισμό τους, διαθέτουν άφθονα ρευστά περιουσιακά στοιχεία υψηλής ποιότητας, έχουν ισχυρά συστήματα εσωτερικού ελέγχου και διαχείρισης κινδύνων, και βρίσκονται υπό την αυστηρή εποπτεία της ΕΚΤ και της Τράπεζας της Ελλάδος.

Παρ' όλα αυτά, η πρόσφατη αναταραχή στις διεθνείς κεφαλαιαγορές ανέδειξε την αναγκαιότητα ολοκλήρωσης της Τραπεζικής Ένωσης και τη βελτίωση του Πλαισίου Διαχείρισης Κρίσεων και Ευρωπαϊκού Συστήματος Εγγύησης Καταθέσεων. Σε αυτή την κατεύθυνση, τον Απρίλιο του 2023, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσίευσε τις προτάσεις της για την αναθεώρηση του πλαισίου για τη διαχείριση κρίσεων και την εγγύηση των καταθέσεων. Τα κύρια σημεία της αναθεώρησης περιλαμβάνουν: (α) την επέκταση της εφαρμογής μέτρων εξυγίανσης σε μικρά και μεσαία μεγέθους πιστωτικά ιδρύματα, (β) την ενίσχυση του ρόλου των εθνικών Ταμείων Εγγύησης Καταθέσεων με τη δυνατότητα συμμετοχής τους στη χρηματοδότηση μέτρων πρόληψης κρίσεων, εξυγίανσης ή εκκαθάρισης των πιστωτικών ιδρυμάτων, (γ) άλλες τροποποιήσεις, όπως π.χ. βελτιώσεις των μέτρων έγκαιρης παρέμβασης και του πλαισίου συνεργασίας μεταξύ των αρχών εποπτείας και εξυγίανσης.

Οι προτάσεις που έχουν υποβληθεί από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή είναι προς τη σωστή κατεύθυνση για τη διασφάλιση της ομαλής διαχείρισης κρίσεων στον τραπεζικό τομέα και την προστασία των καταθετών και είναι σημαντικό να υπάρχει η αναγκαία συνεννόηση μεταξύ των κρατών-μελών της ΕΕ ώστε να εφαρμοστούν άμεσα. Επισημαίνεται όμως η ανάγκη για πρόσθετες αλλαγές που θα αφορούν, μεταξύ άλλων, τη διασφάλιση της αποτελεσματικότητας του πλαισίου σε περίπτωση μιας γενικευμένης συστημικής κρίσης, καθώς το υφιστάμενο πλαίσιο είναι σχεδιασμένο για την επίλυση κρίσης σε ένα μεμονωμένο πιστωτικό ίδρυμα. Προς την κατεύθυνση αυτή κρίνεται πρωτίστως απαραίτητη η υιοθέτηση ενός κοινού ευρωπαϊκού ταμείου ασφάλισης καταθέσεων σε επίπεδο Τραπεζικής Ένωσης για την εμπέδωση της εμπιστοσύνης των καταθετών, ιδίως σε περίπτωση διασυννοριακών διαταραχών και συστημικών κρίσεων.

\*\*\*

Η ελληνική οικονομία έχει σημειώσει σημαντική πρόοδο μετά τη μεγάλη κρίση χρέους της προηγούμενης δεκαετίας, στην οποία την οδήγησαν η έλλειψη δημοσιονομικής σύνεσης και η απώλεια ανταγωνιστικότητας. Αυτή η πρόοδος και η ενίσχυση της αξιοπιστίας της οικονομικής πολιτικής, που διαπιστώνεται σήμερα και αντανακλάται κυρίως στα χαμηλά περιθώρια επιτοκίων των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου, αλλά και σε πολλούς άλλους δείκτες της πραγματικής οικονομίας, των δημόσιων οικονομικών, των εξαγωγών και του χρηματοπιστωτικού τομέα, είναι αποτέλεσμα μιας σειράς παραγόντων. Κυρίως όμως είναι το αποτέλεσμα της επίτονης δημοσιονομικής προσαρμογής, της ευρείας αναχρηματοδότησης και ριζικής αναδιάρθρωσης του δημόσιου χρέους με πολύ ευνοϊκούς όρους, των εκτεταμένων και δύσκολων μεταρρυθμίσεων στην αγορά εργασίας, στις αγορές αγαθών και υπηρεσιών, στο ασφαλιστικό σύστημα, στο φορολογικό σύστημα, καθώς και της εκτεταμένης αναδιάρθρωσης και κεφαλαιακής ενίσχυσης του τραπεζικού τομέα. Ως αποτέλεσμα αυτής της πρόοδος, έχει αρχίσει και πάλι η πραγματική σύγκλιση του κατά κεφαλήν ΑΕΠ της Ελλάδος με το μέσο όρο της ΕΕ, παρατηρείται πολύ σημαντική αποκλιμάκωση του λόγου του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ, με περιορισμένους κινδύνους βιωσιμότητας μεσοπρόθεσμα λόγω των ευνοϊκών χαρακτηριστικών της δομής του δανειακού χαρτοφυλακίου, ενώ τα ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου βρίσκονται, αυτή τη στιγμή, μόλις ένα σκαλοπάτι κάτω από την επενδυτική βαθμίδα, η οποία σηματοδοτεί και πιστοποιεί την επιστροφή στην κανονικότητα.

Καθώς οι προκλήσεις για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα παγκοσμίως παραμένουν μεγάλες, με διαδοχικές κρίσεις καθώς και διάχυτη και αυξημένη αβεβαιότητα, ο μεγαλύτερος κίνδυνος για τις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας θα ήταν η απώλεια της αξιοπιστίας της ασκούμενης οικονομικής πολιτικής, που τόσο δύσκολα έχει ανακτηθεί, η παράβαση των δεσμεύσεων που έχουν αναληφθεί και η επιστροφή σε πρακτικές του παρελθόντος. Απαιτείται υπευθυνότητα και δέσμευση των υπευθύνων χάραξης της οικονομικής πολιτικής ώστε να διαφυλαχθούν οι θυσίες της προηγούμενης δεκαετίας και να συνεχιστεί η πρόοδος που έχει επιτευχθεί.

Ενδεικτικά, επισημαίνεται ότι τα υφιστάμενα ευνοϊκά χαρακτηριστικά του συσσωρευμένου δημόσιου χρέους δεν είναι μόνιμα, αλλά απλώς παρέχουν ένα σημαντικό παράθυρο ευκαιρίας, το

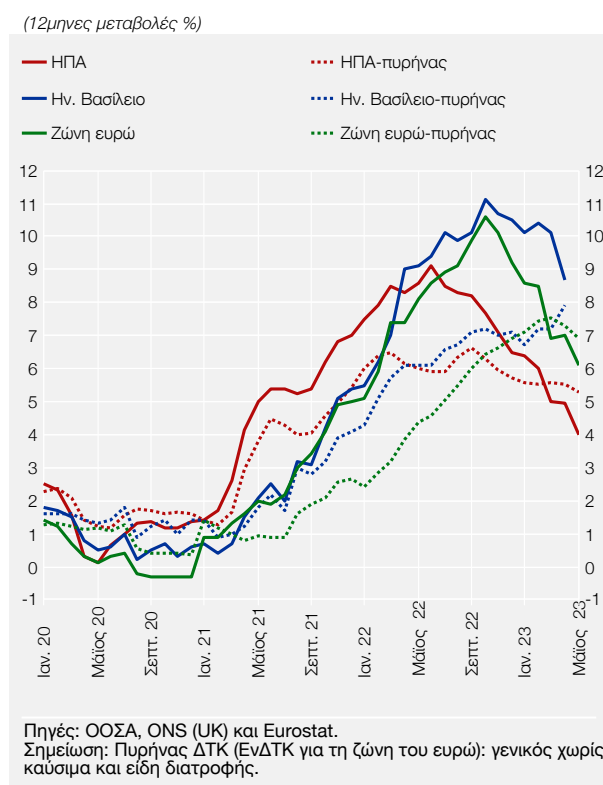
οποίο πρέπει να αξιοποιηθεί για τη δημιουργία των προϋποθέσεων ώστε το δημόσιο χρέος να παραμείνει βιώσιμο και μετά την επερχόμενη σταδιακή λήξη και αντικατάσταση των ευνοϊκών δανείων που χορηγήθηκαν στο πλαίσιο των μνημονίων με νέο δανεισμό με όρους αγοράς. Κάτι τέτοιο απαιτεί την άσκηση συνετής οικονομικής πολιτικής που θα αποσκοπεί στην επίτευξη κυκλικά διορθωμένων πρωτογενών πλεονασμάτων της τάξης του 2% του ΑΕΠ, στη συνέχιση των μεταρρυθμιστικών προσπαθειών, στη μείωση του αποθέματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων, στην αποτελεσματική καταπολέμηση της εκτεταμένης φοροδιαφυγής και την αποτελεσματική και έγκαιρη αξιοποίηση των διαθέσιμων πόρων του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας για την ενίσχυση των επενδύσεων σε ανθρώπινο κεφάλαιο, πράσινη ενέργεια και ψηφιακές τεχνολογίες. Οι πολιτικές αυτές θα εδραιώσουν την αξιοπιστία της Ελλάδος έναντι της διεθνούς επενδυτικής κοινότητας, με αποτέλεσμα την απόκτηση της επενδυτικής βαθμίδας και, σε μεταγενέστερο στάδιο, την υπέρβασή της, ώστε να ενισχυθεί η ανθεκτικότητα της ελληνικής οικονομίας σε εξωγενείς διαταραχές και σε επεισόδια μεταβλητότητας των διεθνών αγορών, να περιοριστεί το κόστος άντλησης κεφαλαίων για τον δημόσιο και τον ιδιωτικό τομέα και να διευκολυνθούν η πραγματοποίηση επενδύσεων, η επιτάχυνση της οικονομικής ανάπτυξης, η πραγματική σύγκλιση και η κοινωνική συνοχή.



# ΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Η παγκόσμια οικονομία, επιβαρυνόμενη από τις συνέπειες του πολέμου στην Ουκρανία, τον υψηλό πληθωρισμό και τα υψηλότερα βασικά επιτόκια για την αντιμετώπισή του, οδεύει προς επιβράδυνση το 2023. Η επιβράδυνση θα είναι εντονότερη στις προηγμένες οικονομίες από ό,τι στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες, ενώ αντιθέτως η οικονομία της Κίνας εκτιμάται ότι θα επιταχυνθεί. Η υποχώρηση των τιμών της ενέργειας σε επίπεδα που επικρατούσαν προ του πολέμου έκαμψε τελικά τον γενικό πληθωρισμό στις προηγμένες οικονομίες ήδη από τα τέλη του 2022. Ωστόσο, ο υποκείμενος πληθωρισμός, έως και τον Απρίλιο του 2023, αποδεικνύεται ανθεκτικότερος (βλ. Διάγραμμα II.1), καθώς παρατηρούνται δευτερογενείς επιδράσεις στη μεταποίηση και τις υπηρεσίες, ενώ σημειώνεται στενότητα στην αγορά εργασίας σε πολλές μεγάλες οικονομίες. Ενώ η μείωση των πραγματικών μισθών το 2022 και η αυστηρότερη νομισματική πολιτική έχουν αποδυναμώσει τις πληθωριστικές πιέσεις, εντούτοις οι κίνδυνοι για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα και τις πιο ευάλωτες επιχειρήσεις έχουν αυξηθεί. Επιπλέον, βασικοί κίνδυνοι για τη διεθνή οικονομία παραμένουν η δημοσιονομική διαχείριση σε περιβάλλον υψηλού χρέους και αυξανόμενων πραγματικών επιτοκίων, καθώς και οι γεωπολιτικές εντάσεις και οι επιπτώσεις του γεωοικονομικού κατακερματισμού στο διεθνές εμπόριο και στις επενδύσεις (βλ. Πλαίσιο II.1).

Διάγραμμα II.1 Πληθωρισμός προηγμένων οικονομιών: γενικός και πυρήνας



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

Η παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα κατέγραψε γενικευμένη σημαντική επιβράδυνση το τελευταίο τρίμηνο του 2022, ενώ το α' τρίμηνο του 2023 εμφάνισε μία ανάμεικτη εικόνα, με την οικονομία των ΗΠΑ να επιβραδύνεται, της Κίνας να επιταχύνεται και της ΕΕ-27 να αναπτύσσεται οριακά μετά από την πτώση του ΑΕΠ το δ' τρίμηνο του 2022. Το διεθνές εμπόριο, παρά την εξομάλυνση των προβλημάτων στις παγκόσμιες εφοδιαστικές αλυσίδες,<sup>2</sup> επιβραδύνεται το 2023, ως αποτέλεσμα της ασθενέστερης διεθνούς ζήτησης, των γεωπολιτικών εντάσεων, των εμπορικών περιορισμών και του ισχυρού δολαρίου ΗΠΑ κατά το προηγούμενο έτος. Αναμένεται ωστόσο να ανακάμψει το 2024, καθώς η μεταπανδημική ανάκαμψη της οικονομίας της Κίνας θα ισχυροποιείται και η αβεβαιότητα θα υποχωρεί.

<sup>1</sup> Η ανάλυση βασίζεται σε πληροφορίες και στοιχεία διαθέσιμα έως τις 16.6.2023.

<sup>2</sup> Ο σχετικός δείκτης πιέσεων στις διεθνείς εφοδιαστικές αλυσίδες που καταρτίζει η Ομοσπονδιακή Τράπεζα της Νέας Υόρκης υποχώρησε σταθερά εντός του 2022 και ήδη από το Φεβρουάριο του 2023 κινείται κάτω από τα προπανδημικά του επίπεδα. <https://www.newyorkfed.org/research/policy/gscpi#/overview>

Ο υψηλός πληθωρισμός αποδείχθηκε περισσότερο επίμονος σε σχέση με τις προσδοκίες των νομισματικών αρχών. Ο πληθωρισμός στις προηγμένες οικονομίες, αφού έφθασε το 2022 στο υψηλότερο επίπεδο από το 1982, εκτιμάται ότι θα υποχωρήσει το 2023 και το 2024 υπό την επίδραση της οικονομικής επιβράδυνσης και της πτώσης των διεθνών τιμών της ενέργειας. Το πρώτο τετράμηνο του 2023 οι διεθνείς τιμές του αργού πετρελαίου υποχωρούσαν κατά 18,7% σε ετήσια βάση, συμβάλλοντας στην αποδυνάμωση των εισαγόμενων πληθωριστικών πιέσεων σε πολλές οικονομίες. Η μεγάλη υποχώρηση των διεθνών τιμών του αργού πετρελαίου και του φυσικού αερίου οφείλεται στην ασθενέστερη παγκόσμια ζήτηση, στον ήπιο χειμώνα, αλλά και σε σειρά σημαντικών πρωτοβουλιών των κρατών-μελών της ΕΕ<sup>3</sup> για περιορισμό της εξάρτησης από τα ρωσικά ορυκτά καύσιμα.

Η δημοσιονομική προσαρμογή των προηγμένων οικονομιών αναμένεται ότι θα επιβραδυνθεί το 2023 υπό το βάρος της οικονομικής επιβράδυνσης και της ανόδου των πραγματικών επιτοκίων. Η αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής συνεχίστηκε το πρώτο εξάμηνο του 2023 με ηπιότερο ρυθμό στις περισσότερες οικονομίες λόγω του μειούμενου πληθωρισμού, αλλά και των διαταράξεων στον τραπεζικό τομέα κυρίως στις ΗΠΑ και την Ελβετία. Το βασικό επιτόκιο της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ βρίσκεται πλέον στο υψηλότερο επίπεδο από το 2006, ενώ εκείνο της ΕΚΤ από το 2001.

Η ζώνη του ευρώ βρέθηκε σε τεχνική ύφεση καθώς το ΑΕΠ υποχώρησε οριακά, σε τριμηνιαία βάση, το δ' τρίμηνο του 2022 και το α' τρίμηνο του 2023, με τις εξελίξεις ανά χώρα να χαρακτηρίζονται από ετερογένεια. Η Ιταλία εξήλθε από την ύφεση του δ' τριμήνου του 2022, όμως η Γερμανία βρέθηκε σε ύφεση επί δεύτερο συνεχές τρίμηνο (τεχνική ύφεση). Για το 2023 συνολικά στη ζώνη του ευρώ αναμένεται επιβράδυνση, ως συνέπεια της ενεργειακής κρίσης, ωστόσο εκτιμάται ότι θα είναι ηπιότερη από ό,τι αναμενόταν προ εξαμήνου, καθώς η ευρωπαϊκή οικονομία κατόρθωσε να αντεπεξέλθει επιτυχώς στις προκλήσεις του υψηλού πληθωρισμού και της ενεργειακής επάρκειας χάρη σε σημαντικές αποφάσεις που ελήφθησαν σε επίπεδο ΕΕ για τη στρατηγική της αυτονομία (βλ. Πλαίσιο II.1 και τμήμα 2.3 πιο κάτω).

Για τις οικονομίες των Δυτικών Βαλκανίων και της Τουρκίας αναμένεται επίσης επιβράδυνση το 2023 και ανάκαμψη το 2024, ενώ ο πληθωρισμός, αν και υποχωρεί, παραμένει ακόμη υψηλός. Τα τραπεζικά συστήματα των χωρών της περιοχής συνεχίζουν να επιδεικνύουν υψηλή ανθεκτικότητα, με τους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας και μη εξυπηρετούμενων δανείων να παραμένουν σε ικανοποιητικά επίπεδα.

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

### 2.1 Παγκόσμια οικονομία

Ο τριμηνιαίος ρυθμός ανόδου του παγκόσμιου ΑΕΠ υποδιπλασιάστηκε το δ' τρίμηνο του 2022 στο 0,7%. Οι επιδόσεις των μεγάλων οικονομιών το α' τρίμηνο του 2023 σημείωσαν διαφοροποίηση, γενικά όμως αποφεύχθηκε η αναμενόμενη πριν λίγους μήνες ύφεση. Οι βραχυχρόνιοι δείκτες τους πρώτους μήνες του 2023 παραπέμπουν πλέον σε μικρή αλλά επιταχυνόμενη ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας, εντοπισμένη κυρίως στις αναδυόμενες οικονομίες, αλλά και στον τομέα των υπηρεσιών. Ο σύνθετος δείκτης υπεύθυνων προμηθειών της παγκόσμιας οικονομίας (PMI) δείχνει θετική μεταβολή του ΑΕΠ, καθώς υπερβαίνει την τιμή 50 συνεχώς από το Φεβρουάριο, ενώ και το Μάιο αυξήθηκε περαιτέρω στο 54,4. Ο υποδείκτης των υπηρεσιών βρέθηκε το Μάιο στο υψηλότερο επίπεδο από το Νοέμβριο του 2021.

Το Μάρτιο του 2023 η απροσδόκητη κατάρρευση δύο εξειδικευμένων περιφερειακών τραπεζών στις ΗΠΑ, καθώς και η σχετική απώλεια εμπιστοσύνης και στη συνέχεια η συντονισμένη πα-

3 Βλ. αναλυτικά το Πλαίσιο II.3, Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2022, Απρίλιος 2023.

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	3,4	2,8	3,0	8,7	7,0	4,9	-	-	-	92,1	93,3	94,6	1,0	0,5	0,6
1. Προηγμένες οικονομίες	41	41,7	2,7	1,3	1,4	7,3	4,7	2,6	-5,4	-5,6	-5,3	112,5	112,4	113,6	-0,4	0,0	0,3
ΗΠΑ		37,3	2,1	1,6	1,1	7,0	3,8	2,2	-5,5	-6,3	-6,8	121,7	122,2	125,8	-3,6	-2,7	-2,5
Ιαπωνία		9,0	1,1	1,3	1,0	2,5	2,7	2,2	-7,8	-6,4	-4,0	261,3	258,2	256,3	2,1	3,0	4,0
Ην. Βασίλειο		5,4	4,1	0,3	1,0	9,1	6,9	2,0	-5,2	-4,0	-3,5	101,0	102,5	103,8	-3,8	-3,9	-3,7
Ζώνη του ευρώ	20	28,8	3,5	0,9	1,5	8,4	5,4	3,0	-3,6	-3,2	-2,6	93,2	90,8	89,9	0,6	2,1	2,4
2. Αναδύομες και αναπτυσσόμενες οικονομίες	155	58,3	4,0	3,9	4,2	9,8	8,6	6,5	-5,2	-5,8	-5,3	56,2	57,3	57,7	1,4	0,3	0,0
Κίνα		31,7	3,0	5,2	4,5	1,9	2,0	2,2	-7,5	-6,9	-6,4	77,1	82,4	87,2	2,3	1,4	1,1
Ρωσία		5,0	-2,1	0,7	1,3	13,8	7	4,6	-2,2	-6,2	-2,8	19,6	24,9	25,3	10,3	3,6	3,2

Πηγές: IMF, *World Economic Outlook* και *Fiscal Monitor*, April 2023, European Commission, *European Economic Forecast*, Spring 2023, May 2023 και ECB, *Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area*, June 2023. Για το Ηνωμένο Βασίλειο: OECD, *Economic Outlook*, Preliminary version, June 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.

ρέμβαση για τη διάσωση της Credit Suisse, της δεύτερης μεγαλύτερης τράπεζας της Ελβετίας, πυροδότησαν αύξηση της αβεβαιότητας και πρόσκαιρη μόνο μεταβλητότητα στις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Οι εξελίξεις αυτές πάντως οδήγησαν σε επανεκτίμηση των επενδυτικών κινδύνων και ανέδειξαν τους κινδύνους των περιοριστικότερων χρηματοπιστωτικών συνθηκών για τις περισσότερο ευάλωτες επιχειρήσεις του χρηματοπιστωτικού και μη τομέα.

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του **παγκόσμιου ΑΕΠ**, υπό το βάρος των επιπτώσεων της διεθνούς ενεργειακής κρίσης, του υψηλού πληθωρισμού και της ανόδου των επιτοκίων, προβλέπεται από το ΔΝΤ (Απρίλιος 2023) ότι θα επιβραδυνθεί σε 2,8% από 3,4% το 2022, ενώ θα ανακάμψει ελαφρώς στο 3,0% το 2024. Στις **προηγμένες οικονομίες** ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα επιβραδυνθεί σημαντικά, σε 1,3% το 2023, από 2,7% το 2022. Μεταξύ των προηγμένων οικονομιών, υψηλότεροι ρυθμοί το 2023 αναμένονται στις ΗΠΑ και τον Καναδά, χαμηλότερος στη ζώνη του ευρώ, ενώ το ΑΕΠ στο Ηνωμένο Βασίλειο προβλέπεται ότι παραμένει σχεδόν στάσιμο.

Στις **ΗΠΑ** ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ επιβραδύνθηκε σε 1,3% το α' τρίμηνο του 2023, έναντι 2,6% το προηγούμενο τρίμηνο (σε ετησιοποιημένη βάση). Η ιδιωτική κατανάλωση ανέκαμψε ισχυρά, ενώ πτώση σημείωσαν οι ακαθάριστες ιδιωτικές επενδύσεις, κυρίως σε κατοικίες λόγω της συνεχιζόμενης ανόδου του κόστους στεγαστικής πίστης και της μείωσης των αποτιμήσεων στην αγορά ακινήτων. Οι δημοσιονομικές δαπάνες αυξήθηκαν περαιτέρω επί τρίτο συναπτό τρίμηνο, ενώ βελτιώθηκαν οι καθαρές εξαγωγές. Το ποσοστό ανεργίας παρέμεινε χαμηλό στο 3,4% τον Απρίλιο (από 3,6% προ 12μήνου), αντανάκλωντας τη συνεχιζόμενη στενότητα στην αγορά εργασίας. Ο ετήσιος πληθωρισμός με βάση τον ΔΤΚ εξακολούθησε να αποκλιμακώνεται και διαμορφώθηκε σε 4,0% το Μάιο. Ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ, σύμφωνα με το ΔΝΤ, προβλέπεται ότι θα επιβραδυνθεί σε 1,6% το 2023 και 1,1% το 2024.

Στο **Ηνωμένο Βασίλειο** το ΑΕΠ πλήττεται σημαντικά από την ενεργειακή κρίση και την πτώση του πραγματικού εισοδήματος. Το ΑΕΠ της χώρας εκτιμάται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή ότι θα μειωθεί κατά 0,2% το 2023, έναντι αύξησης κατά 4,1% το 2022. Νεότερες ωστόσο εκτιμήσεις του ΟΟΣΑ προβλέπουν οριακή ανάπτυξη κατά 0,3% το 2023. Η ιδιωτική κατανάλωση και οι επενδύσεις εκτιμάται ότι θα μειωθούν σε πραγματικούς όρους, ενώ η ταχύτερη πτώση των ει-

σαγωγών έναντι των εξαγωγών θα αποτελέσει τη μόνη θετική συνιστώσα του ΑΕΠ το τρέχον έτος. Ο γενικός πληθωρισμός φαίνεται ότι άρχισε να υποχωρεί, όμως ο πυρήνας του, χωρίς την ενέργεια και τα τρόφιμα, συνεχίζει να αυξάνεται (βλ. Διάγραμμα ΙΙ.1).

Στις **αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες** ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα επιβραδυνθεί οριακά σε 3,9% το 2023, από 4,0% το 2022, καθώς η σημαντική ανάκαμψη της Κίνας θα αντισταθμίσει την προβλεπόμενη οικονομική επιβράδυνση της Ινδίας και των αναδυόμενων οικονομιών της Λατινικής Αμερικής και της Μέσης Ανατολής. Στην εμπόλεμη Ρωσία το ΔΝΤ προβλέπει αύξηση του ΑΕΠ κατά 0,7% το 2023, έναντι πτώσης κατά 2,1% το 2022.

Ο **πληθωρισμός** άρχισε να υποχωρεί στις προηγμένες οικονομίες ήδη από τα τέλη του 2022, καθώς οι τιμές των τροφίμων και της ενέργειας άρχισαν να υποχωρούν. Αν και οι μεγαλύτερες κεντρικές τράπεζες αύξησαν γρήγορα και σε μεγάλο βαθμό συγχρονισμένα τα βασικά τους επιτόκια, ο πυρήνας του πληθωρισμού συνέχισε να ενισχύεται σε πολλές προηγμένες οικονομίες έως τις αρχές του 2023, καθώς αφενός παρατηρούνται δευτερογενείς επιδράσεις από τη μετακύλιση του αυξημένου κόστους ενέργειας σε αγαθά της μεταποίησης και στις υπηρεσίες και αφετέρου η αγορά εργασίας εμφανίζει στενότητα σε πολλές οικονομίες. Ανοδικό σπιράλ αυξήσεων ονομαστικών μισθών και τιμών δεν παρατηρείται επί του παρόντος, ωστόσο ο κίνδυνος αυτός είναι αυξημένος για το 2023-24, ενώ το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας εκτιμάται ότι θα αυξηθεί σημαντικά και στις ΗΠΑ και στη ζώνη του ευρώ.

Οι τρέχουσες προβλέψεις για την παγκόσμια οικονομία περιβάλλονται από υψηλή αβεβαιότητα και οι **καθοδικοί κίνδυνοι**, αν και έχουν υποχωρήσει κάπως σε σχέση με το 2022, **παραμένουν αυξημένοι**. Μια πιθανή κλιμάκωση των γεωπολιτικών εντάσεων ή του πολέμου στην Ουκρανία, η ενδεχόμενη εμμονή του υποκείμενου πληθωρισμού σε υψηλά επίπεδα για μεγαλύτερο διάστημα, η επιδείνωση των τάσεων γεωπολιτικού κατακερματισμού οι οποίες παρατηρούνται στις διεθνείς οικονομικές σχέσεις, μία απότομη περαιτέρω επανεκτίμηση των χρηματοπιστωτικών κινδύνων ή επιδείνωση της δημοσιονομικής θέσης ευάλωτων οικονομιών αποτελούν σημαντικούς **καθοδικούς** κινδύνους για την παγκόσμια οικονομία.

Στις αρχές του 2023 η μεγέθυνση του **διεθνούς εμπορίου** παρέμεινε υποτονική, ως αποτέλεσμα της ασθενέστερης παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας, καθώς και της σχετικής ενίσχυσης της ζήτησης υπηρεσιών έναντι αγαθών. Το 2023 αρνητική επίδραση αναμένεται να ασκήσουν στο διεθνές εμπόριο η ισχυρή ανατίμηση του δολαρίου ΗΠΑ κατά το προηγούμενο έτος, με δεδομένη τη συνολολόγηση μεγάλου μέρους των εμπορικών συναλλαγών σε δολάρια, η συνεχιζόμενη γεωπολιτική αβεβαιότητα και οι αυξανόμενοι εμπορικοί περιορισμοί. Αντίθετα, η μεταπανδημική ανάκαμψη της οικονομίας της Κίνας και η εξομάλυνση των προβλημάτων στις παγκόσμιες εφοδιαστικές αλυσίδες θα στηρίξουν το διεθνές εμπόριο. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του ΔΝΤ (Απρίλιος 2023), ο **όγκος του διεθνούς εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών** θα επιβραδυνθεί σε 2,4% το 2023, από 5,1% το 2022, εν μέσω κάμψης της παγκόσμιας ζήτησης. Μεσοπρόθεσμα, οι κίνδυνοι για τις προοπτικές του διεθνούς εμπορίου συνδέονται μεταξύ άλλων με την περιφερειοποίηση των διεθνών εμπορευματικών ροών, αντανακλώντας και τη συνεχιζόμενη εμπορική διαμάχη ΗΠΑ-Κίνας (βλ. Πλαίσιο ΙΙ.1).

Η επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας, εν μέσω πληθωριστικών πιέσεων και αύξησης των επιτοκίων των κεντρικών τραπεζών, αποδυνάμωσε τη ζήτηση πετρελαιοειδών και συνακόλουθα τις διεθνείς τιμές της ενέργειας. Το Μάρτιο του 2023 η αναταραχή στον τραπεζικό τομέα με αφορμή την κατάρρευση της Silicon Valley Bank στις ΗΠΑ πυροδότησε ανησυχίες για μεγαλύτερη της αναμενόμενης επιβράδυνση της ζήτησης, οδηγώντας τη μέση διεθνή **τιμή του αργού πετρελαίου** όλων των τύπων κοντά στα 76 δολ. ΗΠΑ ανά βαρέλι, το χαμηλότερο επίπεδο από το Δεκέμβριο του 2021. Από την πλευρά της προσφοράς, η εφαρμογή οικονομικών κυρώσεων κατά της Ρωσίας συνέβαλε στη μείωση της παραγωγής ρωσικού πετρελαίου, ενώ τον Απρίλιο του 2023 οι χώρες του ΟΠΕΚ και η Ρωσία μείωσαν τους στόχους παραγωγής, μετριάζοντας τις καθοδικές πιέσεις στην τιμή του πετρελαίου. Την περίοδο Ιανουαρίου-Μαΐου 2023



η μέση τιμή του πετρελαίου όλων των τύπων έφθασε περίπου τα 78,1 δολ. ΗΠΑ ανά βαρέλι, υποχωρώντας κατά 21,8% σε σχέση με το αντίστοιχο πεντάμηνο του 2022. Σύμφωνα με εκτιμήσεις του ΔΝΤ (Απρίλιος 2023) για το σύνολο του 2023, η μέση τιμή του πετρελαίου θα διαμορφωθεί στα 73,1 δολ. ΗΠΑ ανά βαρέλι, έναντι 96,4 δολ. ΗΠΑ το 2022, δηλαδή θα μειωθεί κατά 24,1% σε μέσα επίπεδα έτους. Ο κίνδυνος διαμόρφωσης υψηλότερων τιμών πετρελαίου παραμένει σημαντικός και συνδέεται με πιθανές νέες διαταραχές από την πλευρά της προσφοράς. Οι επιπτώσεις της ενεργειακής μετάβασης και η πορεία της οικονομίας της Κίνας εντείνουν την αβεβαιότητα γύρω από τη μεσοπρόθεσμη εξέλιξη των τιμών της ενέργειας.

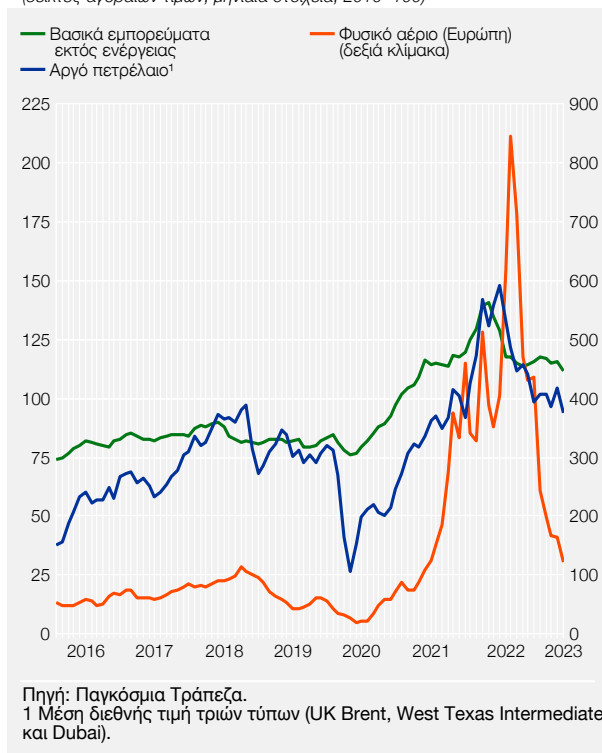
Η υποχώρηση της αβεβαιότητας για την επάρκεια των ενεργειακών αποθεμάτων της Ευρώπης, ο σχετικά ήπιος χειμώνας και η κάμψη της ενεργειακής ζήτησης εξαιτίας της χαμηλότερης οικονομικής μεγέθυνσης μείωσαν σταδιακά την τιμή του **φυσικού αερίου όλων των τύπων**, η οποία έφθασε το Μάιο του 2023 στα χαμηλότερα επίπεδα της τελευταίας διετίας. Παράλληλα, η μέση τιμή του φυσικού αερίου στην Ευρώπη μειώθηκε κατά 72% το Μάιο έναντι του Δεκεμβρίου 2022 και κατά 85,6% σε σύγκριση με τα ιστορικά υψηλά επίπεδα του Αυγούστου 2022 (βλ. Διάγραμμα ΙΙ.2). Αντίθετα, η σχετικά μεγαλύτερη ζήτηση υγροποιημένου φυσικού αερίου (LNG) συγκράτησε την πτώση της τιμής του, η οποία διολίσθησε κατά 31,8% το Μάιο έναντι του Δεκεμβρίου 2022. Ο κίνδυνος για εκ νέου αύξηση της τιμής του φυσικού αερίου παραμένει ωστόσο σημαντικός και συνδέεται με την πιθανή μειωμένη επάρκεια φυσικού αερίου στην Ευρώπη τον επόμενο χειμώνα.

Τον Ιανουάριο του 2023 οι τιμές των **μετάλλων** ενισχύθηκαν πρόσκαιρα στο υψηλότερο επίπεδο από τον Ιούνιο του 2022, ωθούμενες από τη μεταπανδημική ανάκαμψη της οικονομίας της Κίνας, στην οποία αντιστοιχεί περίπου το ήμισυ της παγκόσμιας κατανάλωσης μετάλλων, καθώς και από τις προσδοκίες για επιβράδυνση της ομαλοποίησης της νομισματικής πολιτικής στις ΗΠΑ. Στη συνέχεια, οι διαταράξεις στο χρηματοπιστωτικό τομέα και οι ανησυχίες για τις επιπτώσεις τους στην παγκόσμια οικονομία έκαμψαν σταδιακά τις τιμές των μετάλλων, οι οποίες μειώθηκαν το Μάιο του 2023 κατά 11,5% έναντι του Ιανουαρίου. Ταυτόχρονα, τους πρώτους μήνες του 2023 οι **διεθνείς τιμές των τροφίμων** σημείωσαν μικρή μεταβλητότητα σε μέσα μηνιαία επίπεδα και παρέμειναν αυξημένες τον Απρίλιο του 2023 κατά 1,7% έναντι του Δεκεμβρίου 2022, ενώ μειώθηκαν εκ νέου το Μάιο. Σε ετήσια βάση, οι τιμές των τροφίμων μειώθηκαν κατά 16,2%, αντανakλώντας τη σχετική εξομάλυνση στην παραγωγή και τα αποθέματα, την κάμψη της ζήτησης, καθώς και την επίδραση της μείωσης των διεθνών τιμών της ενέργειας στις τιμές των λιπασμάτων. Σύμφωνα με το ΔΝΤ, η **μέση τιμή των βασικών εμπορευμάτων πλην των καυσίμων** εκτιμάται ότι θα μειωθεί κατά 2,8% το 2023 (σε δολ. ΗΠΑ), έναντι αύξησης κατά 7,4% το 2022, ενώ αναμένεται να υποχωρήσει κατά 1,0% το 2024.

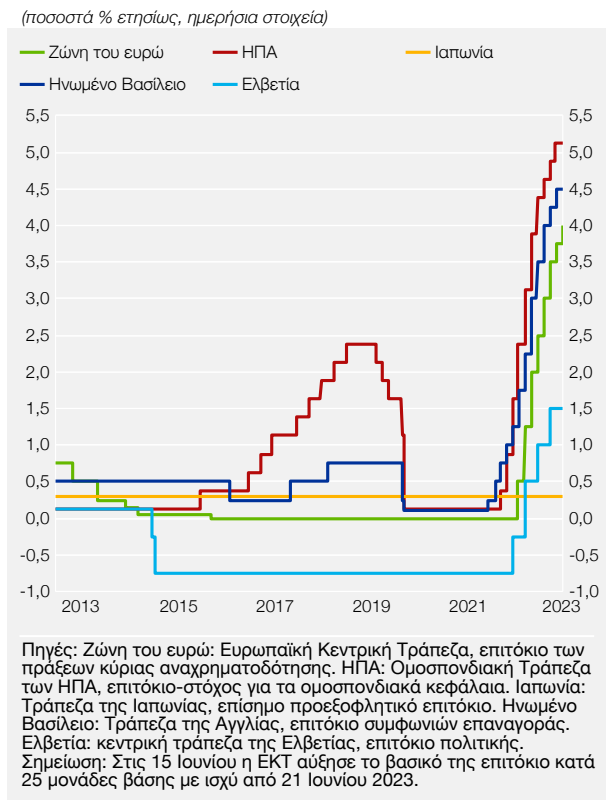
Η **δημοσιονομική πολιτική** έχει εισέλθει σε περίοδο ομαλοποίησης, με τα δημοσιονομικά μεγέθη ως ποσοστό του ΑΕΠ να αποκλιμακώνονται από τα υψηλά επίπεδα του 2020 σε όλες σχεδόν τις οικονομίες. Το 2023 εκτιμάται γενικά επιβράδυνση της δημοσιονομικής προσαρμογής, ή ακόμη και δημοσιονομική επέκταση στις ΗΠΑ, οι οποίες έχουν εξαγγείλει σημαντικές φο-

**Διάγραμμα ΙΙ.2 Διεθνείς τιμές βασικών εμπορευμάτων (Ιανουάριος 2016 - Μάιος 2023)**

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



**Διάγραμμα II.3 Βασικά επιτόκια κεντρικών τραπεζών (1 Ιανουαρίου 2013 - 21 Ιουνίου 2023)**



ρολογικές ελαφρύνσεις και κρατικές ενισχύσεις για πράσινες επενδύσεις. Η προβλεπόμενη χαμηλότερη ανάπτυξη σε συνδυασμό με τα υψηλότερα ονομαστικά και πραγματικά επιτόκια και τις λιγότερο ευνοϊκές χρηματοπιστωτικές συνθήκες αναμένεται να επιδράσουν αυξητικά στο λόγο του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ στις προηγμένες και στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες, αντιστρέφοντας τη διορθωτική τάση του 2021-22 και διατηρώντας το χρέος της γενικής κυβέρνησης ως ποσοστό του ΑΕΠ σε υψηλότερα από τα προπανδημικά επίπεδα. Μεσοπρόθεσμα, στόχος της δημοσιονομικής πολιτικής παραμένει η διασφάλιση της βιωσιμότητας του χρέους και η δημιουργία δημοσιονομικού χώρου, με ταυτόχρονη στήριξη των πιο ευάλωτων ομάδων, σε ένα περιβάλλον συνεχιζόμενης οικονομικής και γεωπολιτικής αβεβαιότητας. Ο συντονισμός της δημοσιονομικής και της νομισματικής πολιτικής θα διευκολύνει την προσπάθεια αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού, περιορίζοντας την ανάγκη για μεγάλες αυξήσεις των επιτοκίων και υποστηρίζοντας έτσι και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Τέλος, θετική ήταν για την αμερικανική και την παγκόσμια οικονομία και τις αγορές η συμφωνία, μετά από πολύμηνες διαπραγματεύσεις, για την αύξηση του ορίου του δημόσιου χρέους

των ΗΠΑ έως το 2025, που εξάλειψε τον κίνδυνο στάσης πληρωμών από το αμερικανικό ομοσπονδιακό κράτος.

Η αυστηροποίηση της **νομισματικής πολιτικής** συνεχίστηκε το πρώτο εξάμηνο του 2023 με ηπιότερο ρυθμό στις περισσότερες οικονομίες, λόγω του μειούμενου πληθωρισμού, αλλά και των χρηματοοικονομικών διαταράξεων που προκάλεσαν οι τραπεζικές εξελίξεις κυρίως στις ΗΠΑ αλλά και την Ελβετία. Από την αρχή του έτους η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ έχει αυξήσει το εύρος-στόχο του βασικού της επιτοκίου τρεις φορές, κατά 25 μ.β. τη φορά, σε 5,00%-5,25%, ενώ η Τράπεζα της Αγγλίας έχει διαμορφώσει το βασικό της επιτόκιο σε 4,5%, επίσης μετά από τρεις διαδοχικές αποφάσεις. Στην ευρωζώνη, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αύξησε το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης κατά 50 μ.β. το Φεβρουάριο και κατά 25 μ.β. το Μάρτιο, το Μάιο και τον Ιούνιο του 2023, καθορίζοντάς το σε 4,00%, και ταυτόχρονα επιβεβαίωσε ότι θα τερματίσει τις επανεπενδύσεις σε τίτλους στο πλαίσιο του προγράμματος APP από τον Ιούλιο του 2023 (βλ. Διάγραμμα II.3). Στην παρούσα συγκυρία οι κεντρικές τράπεζες αντιμετωπίζουν πολλαπλές προκλήσεις στη χάραξη της νομισματικής πολιτικής τους, όπως επίμονες υποκείμενες πληθωριστικές πιέσεις από την πλευρά τόσο της ζήτησης όσο και της προσφοράς, κίνδυνο για οικονομική επιβράδυνση μεγαλύτερη της αναμενόμενης, καθώς και υψηλή μεταβλητότητα και αβεβαιότητα στις χρηματοπιστωτικές αγορές που θα μπορούσε να οδηγήσει σε χρηματοπιστωτική αστάθεια. Τα παραπάνω απαιτούν μεθοδική ανάλυση των εισερχόμενων δεδομένων, επαγρύπνηση και σαφή επικοινωνία από τις νομισματικές αρχές για τους στόχους της νομισματικής πολιτικής και τα διαθέσιμα εργαλεία (βλ. επίσης Πλαίσιο II.2 σχετικά με την καμπύλη Phillips).

## 2.2 Ζώνη του ευρώ

Στις αρχές του 2023 η οικονομία της ευρωζώνης χαρακτηρίστηκε από υποτονική οικονομική δραστηριότητα και επίμονες πληθωριστικές πιέσεις, αν και οι οικονομικές προοπτικές βελτιώ-

θηκαν σε σύγκριση με προγενέστερες προσδοκίες για μεγαλύτερη ύφεση στο δ' τρίμηνο του 2022 και στο α' τρίμηνο του 2023. Τα μέτρα δημοσιονομικής πολιτικής έναντι της ενεργειακής κρίσης και του αυξημένου κόστους διαβίωσης συνέχισαν να στηρίζουν τα πραγματικά εισοδήματα, παράλληλα με την ανθεκτικότητα της αγοράς εργασίας. Η επάρκεια των ενεργειακών αποθεμάτων στην Ευρώπη και η σημαντική μείωση των διεθνών τιμών της ενέργειας από τα ιστορικά υψηλά επίπεδα του προηγούμενου έτους βελτίωσαν το οικονομικό κλίμα στη ζώνη του ευρώ. Η αισιοδοξία ωστόσο κάμφθηκε από τις διαταράξεις στο χρηματοπιστωτικό τομέα κυρίως στις ΗΠΑ στις αρχές του έτους.

Το α' τρίμηνο του 2023, όπως και το δ' τρίμηνο του 2022, το **ΑΕΠ** μειώθηκε κατά 0,1% σε τριμηνιαία βάση, επιβεβαιώνοντας τις προσδοκίες για ασθενή ανάπτυξη το τρέχον έτος. Για το β' τρίμηνο, οι δείκτες οικονομικού κλίματος υποδηλώνουν ανάκαμψη, με τις υπηρεσίες να ξεπερνούν τον τομέα της μεταποίησης και με την εμπιστοσύνη των καταναλωτών να συνεχίζει τη βελτίωσή της από το ιστορικό χαμηλό του Σεπτεμβρίου του 2022. Στο σύνολο του 2023, η ομαλοποίηση της πολιτικής της ΕΚΤ και η αυστηροποίηση των όρων χρηματοδότησης, ο υψηλός πληθωρισμός, η σταδιακή απόσυρση της δημοσιονομικής στήριξης, αλλά και η αβεβαιότητα για τον ενεργειακό εφοδιασμό της Ευρώπης το χειμώνα 2023-24, αναμένεται να μετριάσουν την οικονομική μεγέθυνση. Πιο συγκεκριμένα, η αύξηση του ΑΕΠ το 2023 εκτιμάται ότι θα περιοριστεί στο 0,9% από 3,5% το 2022, σύμφωνα με τις προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Ιούνιος 2023). Το 2024 η ανάπτυξη στη ζώνη του ευρώ αναμένεται στο 1,5%.

Παρά τη σταδιακή μείωση του πληθωρισμού ενέργειας το 2023, οι τιμές των τροφίμων αλλά και ο πυρήνας του πληθωρισμού παρέμειναν σε υψηλά επίπεδα, πλήττοντας τα πραγματικά εισοδήματα και την αγοραστική δύναμη των νοικοκυριών. Παράλληλα, η αυστηροποίηση των όρων για νέο δανεισμό και η αύξηση του κόστους εξυπηρέτησης υφιστάμενων δανείων, εξαιτίας της αύξησης των επιτοκίων στα πλαίσια της ομαλοποίησης της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ, περιόρισαν την καταναλωτική δαπάνη. Αντίθετα, οι συσσωρευμένες αποταμιεύσεις κατά την πανδημία και η μείωση της αβεβαιότητας για τα ενεργειακά αποθέματα στην Ευρώπη ενίσχυσαν την καταναλωτική εμπιστοσύνη. Στο σύνολο του 2023, η **ιδιωτική κατανάλωση** εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 0,2% το 2023, έναντι 4,4% το 2022. Το 2024 προβλέπεται μεγέθυνση της κατανάλωσης μόλις κατά 1,9%, εν μέρει ως συνέπεια της μείωσης του πληθωρισμού και της ανθεκτικής αγοράς εργασίας. Από την άλλη πλευρά, η άρση των μέτρων δημοσιονομικής στήριξης εκτιμάται ότι θα διατηρήσει σταθερή τη **δημόσια κατανάλωση** το 2023, έναντι αύξησης 1,4% το 2022, ενώ η δημόσια κατανάλωση θα ανακάμψει κατά 1,1% το 2024.

Το α' τρίμηνο του 2023 η επενδυτική δαπάνη στη ζώνη του ευρώ σημείωσε μικρή αύξηση κατά 0,6% σε σύγκριση με το προηγούμενο τρίμηνο, λόγω της συνεχιζόμενης γεωπολιτικής αβεβαιότητας, της ασθενούς ζήτησης, καθώς και της ανόδου των επιτοκίων και της επιδείνωσης των χρηματοπιστωτικών συνθηκών. Η μείωση των πραγματικών εισοδημάτων και η υιοθέτηση πιο αυστηρών κριτηρίων για τη χορήγηση νέων στεγαστικών δανείων εκτιμάται ότι θα κάμψουν τις επενδύσεις σε κατοικίες. Αντίθετα, οι πόροι από το ευρωπαϊκό μέσο ανάκαμψης NextGenerationEU για τον ψηφιακό μετασχηματισμό, την πράσινη μετάβαση κ.λπ., καθώς και η αύξηση των περιθωρίων κέρδους το προηγούμενο έτος, θα στηρίξουν τις δημόσιες και ιδιωτικές επενδύσεις. Το 2023 οι **συνολικές ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου** στη ζώνη του ευρώ αναμένεται ότι θα παραμείνουν αναιμικές, σημειώνοντας αύξηση κατά 1,5%, έναντι 3,8% το 2022, ενώ για το 2024 προβλέπεται αύξηση κατά 1,1%.

Η εξομάλυνση των προβλημάτων στις παγκόσμιες αλυσίδες αξίας και η μείωση των διεθνών τιμών της ενέργειας συνεπάγονται τη βελτίωση των όρων εμπορίου για τη ζώνη του ευρώ, η οποία αναμένεται να στηρίξει τις διεθνείς εμπορικές συναλλαγές. Αντίθετα, η ανατίμηση του ευρώ και η συνεχιζόμενη γεωπολιτική αβεβαιότητα θα επιδράσουν ανασταλτικά. Σύμφωνα με τις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Ιούνιος 2023), οι **συνολικές εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών** της ζώνης του ευρώ εκτιμάται ότι θα αυξηθούν σε πραγματικούς όρους κατά 2,7% το 2023 και 3,4% το 2024, έναντι 7,4% το 2022, εν μέσω

αυξημένης εξωτερικής ζήτησης λόγω της ανάκαμψης της Κίνας και της αύξησης των εξαγωγών ταξιδιωτικών υπηρεσιών. Από την άλλη πλευρά, η μειωμένη εγχώρια ζήτηση αναμένεται να συγκρατήσει το ρυθμό αύξησης των εισαγωγών, με αποτέλεσμα η συνολική συμβολή των καθαρών εξαγωγών στο ΑΕΠ να προβλέπεται θετική το 2023 και το 2024.

Παρά την υποτονική οικονομική δραστηριότητα στις αρχές του 2023, η βελτίωση των συνθηκών στην **αγορά εργασίας** συνεχίστηκε. Η απασχόληση στην ευρωζώνη αυξήθηκε κατά 0,6% το α' τρίμηνο του 2023, ενώ η ανεργία παρέμεινε σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα με συνεχιζόμενες τις ελλείψεις σε εργατικό δυναμικό για ορισμένους κλάδους. Η συνολική απασχόληση εκτιμάται ότι θα συνεχίσει να αυξάνεται με χαμηλότερους ρυθμούς, κατά 1,3% το 2023 και 0,5% το 2024, έναντι 2,3% το 2022, δηλαδή με ρυθμούς συμβατούς με την πορεία της οικονομικής δραστηριότητας. Παράλληλα, η ανεργία ως ποσοστό του εργατικού δυναμικού διατήρησε την πτωτική της πορεία στις αρχές του 2023, αν και με φθίνοντα ρυθμό, και έφθασε στο 6,5% τον Απρίλιο, έναντι 6,7% τον Απρίλιο του 2022. Το ποσοστό ανεργίας στις επιμέρους χώρες-μέλη, σύμφωνα με τα πιο πρόσφατα μηνιαία στοιχεία (Απρίλιος 2023), κυμάνθηκε από 2,9% στη Γερμανία έως 11,2% στην Ελλάδα και 12,7% στην Ισπανία. Στο σύνολο του 2023, το ποσοστό ανεργίας εκτιμάται ότι θα σημειώσει οριακή πτώση στο 6,5% από 6,7% το 2022, αντανάκλωντας την αυξημένη στενότητα στην αγορά εργασίας, ενώ θα παραμείνει κοντά σε αυτό το επίπεδο και τα επόμενα χρόνια.

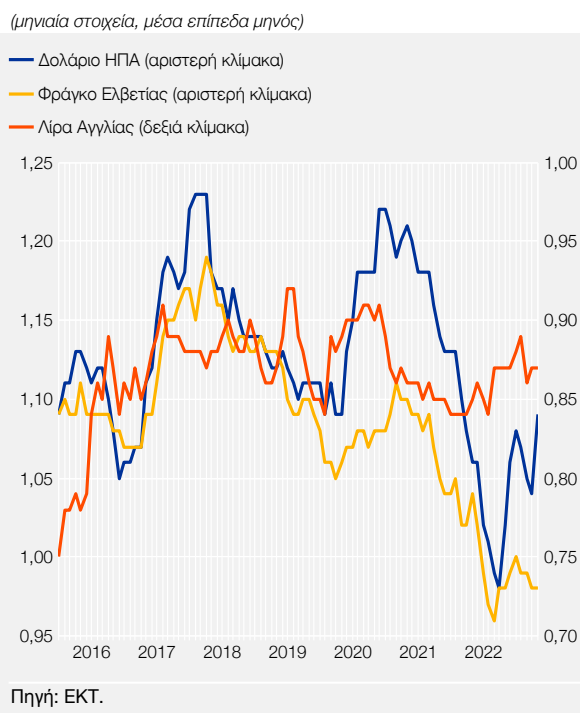
Από το Φεβρουάριο του 2023 η μείωση του πληθωρισμού της ενέργειας υπήρξε ταχύτερη από την αναμενόμενη, λόγω της σημαντικής μείωσης των διεθνών τιμών της ενέργειας και της αποκλιμάκωσης των προβλημάτων από την πλευρά της προσφοράς. Ως εκ τούτου, ο πληθωρισμός στην ευρωζώνη βρίσκεται σε πτωτική πορεία από το Νοέμβριο του 2022 φθάνοντας στο 6,1% το Μάιο του 2023, αλλά ο πυρήνας του πληθωρισμού παραμένει σε υψηλά επίπεδα. Μετά από μακρά περίοδο συνεχών αυξήσεων, ο πυρήνας του πληθωρισμού μειώθηκε οριακά τον Απρίλιο και έφθασε στο 5,3% το Μάιο από 5,7% το Μάρτιο. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Ιούνιος 2023), ο **πληθωρισμός**, μετρούμενος με τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ), θα μειωθεί στο 5,4% το 2023, από 8,4% το 2022, και περαιτέρω στο 3,0% το 2024. Παρότι ο πληθωρισμός τροφίμων έφθασε σε ιστορικά υψηλό επίπεδο στο 17,9% το Μάρτιο του 2023, εκτιμάται ότι θα αποκλιμακωθεί κατά τη διάρκεια του έτους εξαιτίας των μειωμένων πιέσεων στις τιμές κατά μήκος της αλυσίδας παραγωγής. Ο πληθωρισμός χωρίς την ενέργεια και τα είδη διατροφής εκτιμάται ότι θα εξακολουθήσει να αυξάνεται, φθάνοντας στο 5,1% το 2023, από 3,9% το 2022, εξαιτίας της αύξησης των ονομαστικών μισθών και, σε μικρότερο βαθμό, των περιθωρίων κέρδους. Μεσοπρόθεσμα, ο πυρήνας του πληθωρισμού στην ευρωζώνη προβλέπεται ότι θα βρίσκεται σε επίπεδα οριακά υψηλότερα από εκείνα του συνολικού πληθωρισμού.

Το 2023 ο **ρυθμός χρηματοδότησης της οικονομίας** της ευρωζώνης επιβραδύνθηκε, εν μέσω συρρίκνωσης της ζήτησης, επίμονου πληθωρισμού και αυξανόμενου κόστους δανεισμού. Ο ρυθμός αύξησης των τραπεζικών χορηγήσεων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις περιορίστηκε στο 4,6% τον Απρίλιο από 5,2% το Μάρτιο, που είναι ο χαμηλότερος από το Μάρτιο του 2022 και από τον μέσο ρυθμό 6,3% για το σύνολο του 2022. Επιπλέον, ο ρυθμός αύξησης των δανείων προς τα νοικοκυριά συρρίκνώθηκε στο 2,5% τον Απρίλιο από 2,9% το Μάρτιο, ο χαμηλότερος από τον Απρίλιο του 2017 και έναντι μέσου ρυθμού 3,8% για το σύνολο του 2022. Σύμφωνα με την Έρευνα Τραπεζικών Χορηγήσεων της ΕΚΤ για το α' τρίμηνο του 2023, τα κριτήρια χορήγησης πιστώσεων προς τις επιχειρήσεις αυστηροποιήθηκαν περαιτέρω, αντανάκλωντας κυρίως κινδύνους που σχετίζονται με τις οικονομικές προοπτικές και δευτερευόντως τη μειωμένη ανάληψη κινδύνου από τις τράπεζες. Ο ρυθμός της αυστηροποίησης κατά τα δύο τελευταία τρίμηνα είναι ο μεγαλύτερος που έχει καταγραφεί από την κρίση χρέους στην ευρωζώνη, ενώ και η ζήτηση επιχειρηματικών δανείων ήταν η μικρότερη από την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση και οφείλεται στην άνοδο των επιτοκίων. Τα κριτήρια χορήγησης στεγαστικών δανείων επίσης αυστηροποιήθηκαν, λόγω της αύξησης του βαθμού ανάληψης πιστωτικού κινδύνου από τις τράπεζες, ενώ έγιναν πιο ελαστικά για τα καταναλωτικά δάνεια.



Παρά τη μείωση των διεθνών τιμών της ενέργειας, σημαντικό μέρος των δημοσιονομικών δαπανών για τη στήριξη των εισοδημάτων έναντι της ενεργειακής κρίσης και του υψηλού κόστους διαβίωσης παρέμεινε και το 2023, καθώς περίπου το ήμισυ των εν λόγω δαπανών, όπως η μείωση του ΦΠΑ, δεν συνδέονται άμεσα με τις τιμές της ενέργειας. Το **δημοσιονομικό έλλειμμα** συνολικά στην ευρωζώνη εκτιμάται ότι θα μειωθεί στο 3,2% του ΑΕΠ το 2023 από 3,6% το 2022 υπό τις αντίρροπες επιδράσεις αφενός της άρσης των δημοσιονομικών μέτρων στήριξης έναντι της πανδημίας και αφετέρου της διατήρησης μέρους των έκτακτων μέτρων πολιτικής έναντι της ενεργειακής κρίσης το 2023. Αντίστοιχα, το δημόσιο χρέος αναμένεται να αποκλιμακωθεί, αν και με επιβραδυνόμενο ρυθμό, περίπου στο 89% του ΑΕΠ το 2023, έναντι 91% το 2022, κυρίως εξαιτίας της ευνοϊκής διαφοράς επιτοκίου δανεισμού και ρυθμού αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ, η οποία υπεραντισταθμίζει τα επίμονα πρωτογενή ελλείμματα. Μεσοπρόθεσμα ωστόσο, το δημοσιονομικό έλλειμμα και το δημόσιο χρέος προβλέπεται ότι θα παραμείνουν σε υψηλότερα από τα προπανδημικά επίπεδα. Το 2023 η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο αναμένεται ουδέτερη, εξαιτίας της παράτασης μέρους των έκτακτων δημοσιονομικών μέτρων για την αντιμετώπιση της ενεργειακής κρίσης κατά το τρέχον έτος.

**Διάγραμμα ΙΙ.4** Ισοτιμίες δολαρίου ΗΠΑ, λίρας Αγγλίας και φράγκου Ελβετίας έναντι του ευρώ (Ιανουάριος 2016 - Μάιος 2023)



Η θετικότερη της αναμενόμενης πορεία της οικονομίας της ευρωζώνης και η πιο συστατική νομισματική πολιτική της ΕΚΤ οδήγησαν στην ανατίμηση της **ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας** του ευρώ (έναντι 41 εμπορικών εταίρων) κατά 2,1% το Μάιο του 2023 σε σχέση με το Δεκέμβριο του 2022 σε μέσα μηνιαία επίπεδα και κατά 4,6% σε ετήσια βάση. Το Μάιο το ευρώ ανατιμήθηκε επίσης κατά 2,6% και 1,0% έναντι του δολαρίου ΗΠΑ και της λίρας Αγγλίας αντίστοιχα σε σύγκριση με το μέσο μηνιαίο επίπεδο του Δεκεμβρίου του 2022, ενώ η ισοτιμία του υποτιμήθηκε κατά 1,2% έναντι του ελβετικού φράγκου την ίδια περίοδο (βλ. Διάγραμμα ΙΙ.4). Οι εξελίξεις αυτές αντανakλούν την επίδραση της αναταραχής σε περιφερειακές τράπεζες των ΗΠΑ το Μάρτιο, καθώς και τις προσδοκίες των επενδυτών για σύντομο τερματισμό των αυξήσεων των επιτοκίων εκ μέρους της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ.

Οι προοπτικές για την οικονομική δραστηριότητα και τον πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ υπόκεινται σε σημαντικούς **κινδύνους**. Ο γεωοικονομικός κατακερματισμός στο διεθνές εμπόριο και τις διεθνείς χρηματοπιστωτικές συναλλαγές εντείνεται σταθερά και δύναται να κάμψει την εξωτερική ζήτηση και να ενισχύσει τον εισαγόμενο πληθωρισμό. Πιθανές ανοδικές πιέσεις στις τιμές των βασικών εμπορευμάτων λόγω της ενίσχυσης της ζήτησης στην Κίνα εν μέσω της μεταπανδημικής της ανάκαμψης θα μπορούσαν επίσης να χειροτερεύσουν τους όρους εμπορίου στη ζώνη του ευρώ και να κάμψουν τα εισοδήματα. Ταυτόχρονα, μια απότομη ανατιμολόγηση των κινδύνων από τις χρηματοπιστωτικές αγορές, εν μέσω της πρόσφατης αναταραχής σε τράπεζες κυρίως των ΗΠΑ, ενδέχεται να εμποδίσει μια πιο δυναμική ανάπτυξη και να επιδράσει αρνητικά στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Η συνέχιση της αυστηροποίησης της νομισματικής πολιτικής για την επαναφορά του πληθωρισμού κοντά στο στόχο είναι μια πρόσθετη πρόκληση που θα μπορούσε να παρατείνει την αναιμική ανάπτυξη. Τέλος, μια ισχυρότερη αύξηση των μισθών και των επιχειρηματικών κερδών θα μπορούσε να διατηρήσει τον πυρήνα του πλη-

θωρισμού υψηλότερο για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα, αυξάνοντας τον κίνδυνο τροφοδότησης διαδοχικών αυξήσεων σε μισθούς και τιμές.

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

#### *Τραπεζική Ένωση: μεταρρύθμιση του πλαισίου διαχείρισης τραπεζικών κρίσεων και ασφάλισης των καταθέσεων*

Τον Απρίλιο του 2023 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσίευσε νομοθετική πρόταση με σκοπό την ενίσχυση του πλαισίου της ΕΕ για τη διαχείριση τραπεζικών κρίσεων και την ασφάλιση των καταθέσεων, με έμφαση στις μεσαίου μεγέθους και μικρότερες τράπεζες. Η πρόταση επιτρέπει στις αρμόδιες αρχές να οργανώσουν την ομαλή έξοδο από την αγορά για μια προβληματική τράπεζα οποιουδήποτε μεγέθους και επιχειρηματικού μοντέλου, με ένα ευρύ φάσμα εργαλείων. Ειδικότερα, διευκολύνει τη χρήση πλεγμάτων ασφαλείας (safety nets) που χρηματοδοτούνται από τον τραπεζικό κλάδο (όπως των συστημάτων εγγύησης των καταθέσεων και των ταμείων εξυγίανσης) για την προστασία των καταθετών σε περίπτωση τραπεζικών κρίσεων, π.χ. με τη μεταφορά των καταθετών από μια προβληματική τράπεζα σε μια υγιή. Αυτή η χρήση πλεγμάτων ασφαλείας πρέπει να αποτελεί μόνο συμπλήρωμα της εσωτερικής ικανότητας απορρόφησης ζημιών των τραπεζών, η οποία παραμένει η πρώτη γραμμή άμυνας. Το επίπεδο κάλυψης των 100.000 ευρώ ανά καταθέτη και τράπεζα παραμένει για όλους τους επιλέξιμους καταθέτες της ΕΕ, αλλά η πρόταση επεκτείνει την προστασία των καταθετών και σε δημόσιους φορείς. Συνολικά, η υπό συζήτηση πρόταση επιδιώκει να διαφυλάξει περαιτέρω τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, να προστατεύσει τους φορολογουμένους και τους καταθέτες και να στηρίξει την πραγματική οικονομία και την ανταγωνιστικότητά της.<sup>4</sup>

#### *Αναθεώρηση των κανόνων οικονομικής διακυβέρνησης της ΕΕ*

Τον Απρίλιο του 2023 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, μετά από ευρεία διαβούλευση, παρουσίασε νομοθετικές προτάσεις για τους νέους κανόνες οικονομικής διακυβέρνησης. Στόχος είναι η ενίσχυση της βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους και η συμπεριληπτική ανάπτυξη μέσω μεταρρυθμίσεων και επενδύσεων. Οι χώρες θα υποβάλουν μεσοπρόθεσμα δημοσιονομικά-διαρθρωτικά σχέδια, σε βάθος τετραετίας, που θα εγκρίνονται βάσει κοινών κριτηρίων της ΕΕ. Τα σχέδια θα διατυπώνονται σε όρους πολυετών στόχων δαπανών, οι οποίοι θα αποτελέσουν τον ενιαίο επιχειρησιακό δείκτη για τη δημοσιονομική εποπτεία, απλουστεύοντας έτσι τους δημοσιονομικούς κανόνες. Επίσης προβλέπονται κοινές διασφαλίσεις για τη δημοσιονομική προσαρμογή,<sup>5</sup> αλλά και γενικές και ειδικές ανά χώρα ρήτρες διαφυγής από τους στόχους δαπανών σε περίπτωση σοβαρής οικονομικής επιβράδυνσης στην ΕΕ ή στην ευρωζώνη ή εξαιρετικών περιστάσεων με σημαντικό αντίκτυπο στα δημόσια οικονομικά.

#### *Στρατηγική αυτονομία της ΕΕ*

Στο πλαίσιο του Βιομηχανικού Σχεδίου για την Πράσινη Συμφωνία (Green Deal Industrial Plan), η Ευρωπαϊκή Επιτροπή πρότεινε το Μάρτιο του 2023 δύο νομοθετικές πράξεις για τη βιομηχανία μηδενικών καθαρών εκπομπών και για τις κρίσιμες πρώτες ύλες, ώστε να ενισχυθεί η ανταγωνιστικότητα της ευρωπαϊκής πράσινης βιομηχανίας και να στηριχθεί η ταχεία μετάβαση προς την κλιματική ουδετερότητα. Για να επιταχυνθεί και να απλουστευθεί η χορήγηση χρηματοδότησης, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή θα εξετάσει μαζί με τα κράτη-μέλη ένα τροποποιημένο “προσωρινό πλαίσιο κρίσης και μετάβασης για τις κρατικές ενισχύσεις”. Επίσης, τον Απρίλιο του 2023 εγκρίθηκε Κανονισμός για την ενίσχυση του οικοσυστήματος ημιαγωγών της Ευρώπης (Chips Act), που προβλέπει διπλασιασμό του μεριδίου της ΕΕ στην παγκόσμια αγορά ημιαγωγών από 10% σε τουλάχιστον 20% έως το 2030.

4 Βλ., Τράπεζα της Ελλάδος, *Έκθεση Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας Μάιος 2023*, Πλαίσιο III.3 “Πρόταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την αναθεώρηση του πλαισίου διαχείρισης κρίσεων πιστωτικών ιδρυμάτων”.

5 Σύμφωνα με την πρόταση, ο λόγος του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ θα πρέπει να είναι χαμηλότερος στο τέλος της περιόδου την οποία καλύπτει το σχέδιο από ό,τι στην αρχή της. Επίσης, θα πρέπει να εφαρμόζεται ελάχιστη δημοσιονομική προσαρμογή 0,5% του ΑΕΠ ετησίως ως επίπεδο αναφοράς όσο το έλλειμμα παραμένει πάνω από το 3% του ΑΕΠ.

### 3 ΟΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΕΣ ΤΗΣ ΝΟΤΙΟΑΝΑΤΟΛΙΚΗΣ (ΝΑ) ΕΥΡΩΠΗΣ<sup>6</sup>

Το 2022 οι οικονομίες της Νοτιοανατολικής (ΝΑ) Ευρώπης κατέγραψαν σημαντική επιβράδυνση σε σχέση με την ισχυρή μεταπανδημική ανάπτυξη του 2021. Ο μέσος ρυθμός ανόδου του **πραγματικού ΑΕΠ** το 2022 υποδιπλασιάστηκε στο 4,1%, από 8,8% το 2021. Σημαντικότερη επιβράδυνση αντιμετώπισαν η Σερβία, με ρυθμό ανάπτυξης 2,3% το 2022 έναντι 7,5% το 2021, και το Μαυροβούνιο, με ρυθμό ανάπτυξης 6,1% το 2022 έναντι 13,0% το 2021. Οι παραπάνω εξελίξεις αντανακλούν κυρίως τις επιπτώσεις της ρωσικής εισβολής στην Ουκρανία. Οι στενές ιστορικοπολιτικές και οικονομικές σχέσεις των χωρών της περιοχής με τις εμπόλεμες χώρες (κυρίως τη Ρωσία), σε συνδυασμό με την υποχώρηση των ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης στους βασικούς εμπορικούς τους εταίρους (χώρες της ΕΕ), οδηγούν σε προβλέψεις για περαιτέρω επιβράδυνση το 2023 και το 2024, με το μέσο ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης να διαμορφώνεται στο 2,4% και 3,1% αντίστοιχα (βλ. Πίνακα ΙΙ.2).<sup>7</sup> Πέρα από την επίπτωση που είχε η εξασθένηση της εξωτερικής ζήτησης στην οικονομική ανάπτυξη των χωρών της περιοχής, η εν λόγω επιβράδυνση οφείλεται και στην υποχώρηση της εγχώριας ζήτησης, κυρίως ως αποτέλεσμα του υψηλού πληθωρισμού και της μείωσης της αγοραστικής δύναμης. Επιπρόσθετα, αρνητικά επέδρασε το γεγονός ότι το 2022 ήταν ένα έτος μεγάλης ξηρασίας, κάτι που οδήγησε σε μείωση της αγροτικής παραγωγής και της παραγωγής υδροηλεκτρικής ενέργειας.

Ο μέσος ρυθμός **πληθωρισμού** στην περιοχή, χωρίς την Τουρκία,<sup>8</sup> τετραπλασιάστηκε στο 12,0% το 2022, έναντι μόλις 3,0% το προηγούμενο έτος, κυρίως λόγω της αύξησης των τιμών του φυσικού αερίου και του πετρελαίου και της απότομης ανόδου των τιμών των βασικών εμπορευμάτων και των τροφίμων. Για το 2023-24 αναμένεται σταδιακή εξασθένηση των πληθωριστικών πιέσεων. Την προσπάθεια αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού στηρίζουν άμεσα οι κεντρικές τράπεζες των χωρών της περιοχής, οι οποίες, με εξαίρεση την κεντρική τράπεζα της Τουρκίας, εφαρμόζουν περιοριστική νομισματική πολιτική.<sup>9</sup>

Στις 31 Ιανουαρίου 2023 η **Τουρκία** κατέθεσε στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή το πρόγραμμα οικονομικής μεταρρύθμισης (ERP) της περιόδου 2023-25, το οποίο προβλέπει αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ της τάξεως του 5% για όλη την περίοδο (συντηρητικότερη από τις εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (βλ. Πίνακα ΙΙ.2), με τον ιδιαίτερα φιλόδοξο στόχο της σταθεροποίησης του ετήσιου πληθωρισμού στο 24,5% από το τέλος του 2023. Βέβαια, αυτές οι εκτιμήσεις διαμορφώθηκαν προ των καταστροφικών σεισμών της 6ης Φεβρουαρίου 2023. Οι άμεσες οικονομικές ζημιές, που προκλήθηκαν από τους δύο καταστροφικούς σεισμούς, ξεπερνούν τα 100 δισεκ. δολ. ΗΠΑ, δηλ. το 12% του ΑΕΠ. Η κεντρική τράπεζα της Τουρκίας, σε συνθήκες υπερπληθωρισμού και διαρκούς υποτίμησης του εγχώριου νομίσματος, συνέχιζε έως και το Μάιο να εφαρμόζει την δική της “ανορθόδοξη” επεκτατική νομισματική πολιτική, μειώνοντας κατά επιπλέον 50 μ.β. το βασικό της επιτόκιο στο 8,5% το Μάρτιο του 2023. Το α’ τρίμηνο του 2023 ενίσχυσε περαιτέρω τη στρατηγική “λιροποίησης” της τουρκικής οικονομίας, μηδενίζοντας το συντελεστή ελάχιστων υποχρεωτικών διαθεσίμων στις προθεσμιακές καταθέσεις σε τουρκικές λίρες με διάρκεια μεγαλύτερη των τριών μηνών. Η τουρκική λίρα συνεχίζει την καθοδική της πορεία, διολισθαίνοντας επιπλέον κατά 3,5% έναντι του δολαρίου ΗΠΑ το πρώτο τετράμηνο του 2023. Τέλος, το 2023 και το 2024, λόγω των σεισμών αλλά και των πρόσφατων εκλογών, η δημοσιονομική πολιτική αναμένεται σχετικά χαλαρή, με το έλλειμμα του προϋπολογισμού να αυξάνεται στο 4,0% και 3,5% αντίστοιχα. Ο διορισμός νέας διοίκησης στην κεντρική τράπεζα της Τουρκίας από τη νέα κυβέρνηση ενδεχομένως να σηματοδοτεί αναθεώρηση της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής της Τουρκίας.

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

7 Εξαιτίας της επίπτωσης κοινών εξωτερικών διαταραχών, όπως η πανδημία, ο πόλεμος στην Ουκρανία και ο εισαγόμενος πληθωρισμός (στην ενέργεια, στα εμπορεύματα και στα τρόφιμα) στις οικονομίες των χωρών της περιοχής, περιορίστηκε σημαντικά η διαφοροποίηση των ρυθμών ανάπτυξης μεταξύ τους.

8 Αποτελεί ακραία περίπτωση, με τον επίσημο ετήσιο πληθωρισμό να φθάνει στο 72,3% το 2022.

9 Στα μέσα Ιουνίου 2023 τα βασικά επιτόκια διαμορφώνονταν σε 2,96% στη Βουλγαρία, 3,00% στην Αλβανία, 5,75% στη Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας, 6,25% στη Σερβία και 7,0% στη Ρουμανία.

Πίνακας II.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 <sup>2</sup>	2021	2022 <sup>2</sup>	2021	2022 <sup>2</sup>
Αλβανία	4,8	2,9	3,8	6,7	4,6	3,1	-6,0	-5,9	-5,8	-3,3	-2,2	-2,2	6,9	11,2	18,1	16,9	5,7	5,0
Βοσνία-Ερζεγοβίνη	3,9	1,5	2,3	14,0	5,0	2,1	-5,2	-4,1	-3,9	-1,0	0,1	0,9	1,7	4,2	19,2	19,6	5,8	4,5
Βουλγαρία <sup>1</sup>	3,4	1,5	2,4	13,0	9,4	4,2	-0,4	0,1	0,2	-2,8	-4,8	-4,8	11,9	12,0	22,9	20,5	6,0	3,2
Μαυροβούνιο	6,1	3,0	2,9	11,9	8,0	4,9	-13,3	-9,3	-10,1	-5,2	-4,3	-3,2	6,6	6,1	18,5	19,2	6,2	5,7
Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας	2,1	2,0	3,1	14,1	7,9	4,0	-6,0	-4,8	-3,6	-4,5	-4,4	-3,3	5,8	9,6	17,3	17,7	3,1	2,9
Ρουμανία <sup>1</sup>	4,7	3,2	3,5	12,0	9,7	4,6	-8,8	-7,6	-7,4	-6,2	-4,7	-4,4	16,1	12,8	22,3	21,8	3,4	2,7
Σερβία	2,3	1,9	3,0	12,0	10,6	5,6	-6,9	-7,8	-6,5	-3,1	-3,4	-2,8	9,1	10,9	20,8	20,2	3,6	3,0
Τουρκία	5,6	3,5	4,0	72,3	45,1	32,8	-5,5	-3,3	-2,6	-3,5	-4,0	-3,5	22,7	56,0	17,8	17,1	3,1	2,1
Μέσος όρος	4,1	2,4	3,1	12,0	7,9	4,1	-6,5	-5,3	-5,0	-3,7	-3,5	-2,9	8,3	9,5	19,6	19,1	4,6	3,7

Πηγές: European Economic Forecast, Spring 2023, Institutional Paper 200, May 2023, World Bank, *Western Balkans Regular Economic Report, Testing Resilience, No 23*, Spring 2023, OECD, *Economic Outlook*, March 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).

Στη **Βουλγαρία**, παρά την αλματώδη αύξηση του πληθωρισμού (13% το 2022, από 2,8% το 2021), ο πραγματικός ρυθμός οικονομικής μεγέθυνσης παρέμεινε σχετικά υψηλός (3,4%), στηριζόμενος κυρίως από τις εξαγωγές και τη θετική (αντισταθμιστική) επίδραση των αυξήσεων σε μισθούς και κοινωνικές παροχές, που διατήρησαν ισχυρή την καταναλωτική δαπάνη. Η προσαρμογή στις νέες συνθήκες αναμένεται να ενταθεί το 2023-24, με περαιτέρω επιβράδυνση των ρυθμών ανάπτυξης στο 1,5% και 2,4% αντίστοιχα. Παρά τον εκτιμώμενο υψηλό πληθωρισμό για το 2023 (9,4%), αναμένεται σημαντική αποκλιμάκωση το 2024 (4,2%). Η εκρηκτική άνοδος των διεθνών τιμών σε κατασκευαστικά υλικά και βιομηχανικό εξοπλισμό, που ξεκίνησε το β' εξάμηνο του 2021 ως αποτέλεσμα κυρίως της διατάραξης των παγκόσμιων εφοδιαστικών αλυσίδων και κορυφώθηκε με την εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία, οδήγησε σε αναστολή ή και ακύρωση πολλών επιχειρηματικών επενδυτικών σχεδίων το 2022. Η αποτελεσματική αξιοποίηση των ευρωπαϊκών κονδυλίων, κυρίως δε των πόρων του ευρωπαϊκού Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF), τη διετία 2023-24, αναμένεται να βοηθήσει στην αντιστροφή της τάσης.

Στη **Ρουμανία**, η μεταπανδημική οικονομική ανάκαμψη διατηρήθηκε ισχυρή και το 2022, με το ρυθμό οικονομικής μεγέθυνσης να διαμορφώνεται στο 4,7%. Όμως, ο υψηλός πληθωρισμός (12,0% το 2022, εκτιμάται σε 9,7% το 2023), τα υψηλά επιτόκια και η περιοριστική πιστωτική πολιτική, σε συνδυασμό με τη σημαντική επιβράδυνση της εξωτερικής ζήτησης εκ μέρους των βασικών εμπορικών εταίρων (χώρες ΕΕ), αναμένεται να οδηγήσουν σε επιβράδυνση του ΑΕΠ σε 3,2% το 2023 και 3,5% το 2024. Όπως και στην περίπτωση της Βουλγαρίας, τα ευρωπαϊκά κονδύλια και κυρίως οι πόροι του RRF, τη διετία 2023-24, αναμένεται να διαδραματίσουν σημαντικό ρόλο στην ενίσχυση του επιχειρηματικού κλίματος και της επενδυτικής δαπάνης στην οικονομία της Ρουμανίας.

Ευεργετικά στα **δημοσιονομικά** μεγέθη των χωρών της ΝΑ Ευρώπης το 2022 επέδρασε η υψηλή αύξηση του πραγματικού και ονομαστικού ΑΕΠ. Με εξαίρεση το Μαυροβούνιο, όλες οι χώρες βελτίωσαν το δημοσιονομικό τους έλλειμμα, λόγω της σημαντικής αύξησης των εσόδων του προϋπολογισμού, ενώ και το δημόσιο χρέος τους μειώθηκε ως ποσοστό του εθνικού εισοδήματος, λόγω της μεγάλης αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ.

Τα **τραπεζικά συστήματα** των χωρών της περιοχής συνεχίζουν να επιδεικνύουν υψηλή ανθεκτικότητα, με τους βασικούς δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας και μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ) να παραμένουν σε ικανοποιητικά επίπεδα. Κατά μέσο όρο το 2022 ο δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας μειώθηκε ελαφρώς στο 19,1%, από 19,6% το 2021, ενώ ο δείκτης ΜΕΔ βελτιώθηκε στο 3,7%, έναντι 4,6% το 2021 (βλ. Πίνακα ΙΙ.2). Βέβαια οι πιστωτικοί κίνδυνοι ελλοχεύουν, ιδιαίτερα σε κατηγορίες δραστηριότητας και οικονομικές μεταβλητές ευαίσθητες στις διακυμάνσεις των επιτοκίων, όπως στην αγορά ακινήτων, την καταναλωτική και στεγαστική πίστη και το δημόσιο χρέος.

### Πλαίσιο ΙΙ.1

## ΓΕΩΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΚΑΤΑΚΕΡΜΑΤΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΑΥΤΟΝΟΜΙΑ: ΔΥΝΗΤΙΚΑ ΟΦΕΛΗ ΚΑΙ ΚΟΣΤΗ

Τα τελευταία έτη οι γεωπολιτικοί παράγοντες διαδραματίζουν ολοένα μεγαλύτερο ρόλο στις διεθνείς οικονομικές σχέσεις, προκαλώντας αναθεώρηση των υφιστάμενων προσεγγίσεων σε αυτές, αλλά και θέτοντας νέα διλήμματα πολιτικής οικονομίας για τα κράτη και τους διεθνείς οργανισμούς.

Ο ρόλος των γεωπολιτικών παραγόντων, σημαντικός κατά την περίοδο του Ψυχρού Πολέμου, είχε υποχωρήσει σταδιακά μετά την κατάρρευση του ανατολικού πολιτικοοικονομικού μπλοκ το 1989-1990. Η παγκοσμιοποίηση των αγορών επιταχύνθηκε έκτοτε, βοηθούμενη από την ένταξη της Ινδίας (1995) και της Κίνας (2001) στον Παγκόσμιο Οργανισμό Εμπορίου (ΠΟΕ), αλλά και από την τεχνολογική πρόοδο. Η έξαρση αυτή της παγκοσμιοποίησης, ιδίως τη δεκαετία του 2000 κατά την οποία έφθασε στο απόγειό της είχε γενικώς, παρά την κριτική που της ασκήθηκε, θετικά αποτελέσματα διεθνώς, καθώς η μείωση των δασμολογικών και μη εμποδίων ώθησε το παγκόσμιο εμπόριο, δημιουργώντας θέσεις απασχόλησης, ενισχύοντας την καινοτομία και την ανάπτυξη και μειώνοντας το εισοδηματικό και τεχνολογικό κενό μεταξύ προηγμένων και αναδυόμενων οικονομιών.<sup>1</sup> Η διεθνοποίηση της παραγωγής και των εφοδιαστικών αλυσίδων αύξησε την ευημερία τόσο στις αναπτυσσόμενες οικονομίες χαμηλού κόστους, κυρίως σε όρους εισοδήματος, όσο και στις προηγμένες σε όρους τιμών και κόστους.

Μία σειρά γεγονότων, όπως η απόφαση για αποχώρηση του Ηνωμένου Βασιλείου από την Ευρωπαϊκή Ένωση (Brexit) το 2016, ο εμπορικός πόλεμος ΗΠΑ-Κίνας, η πανδημία του κορωνοϊού το 2020 και οι δυσχέρειες στις εφοδιαστικές αλυσίδες και, τέλος, ο πόλεμος μετά την εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία το 2022, αναβίωσαν τις γεωπολιτικές εντάσεις και αύξησαν τις ανησυχίες για την οικονομική ασφάλεια των κρατών. Ακόμη και η αντιμετώπιση της κλιματικής αλλαγής κινδυνεύει να προσεγγιστεί με εθνικιστικά κριτήρια, καθώς για παράδειγμα συγκεκριμένοι όροι σε εθνικές πολιτικές πράσινων επιδοτήσεων παραβιάζουν τους κανόνες του Παγκόσμιου Οργανισμού Εμπορίου. Τα μέτρα που λαμβάνονται πλέον σε διεθνές και ευρωπαϊκό επίπεδο για την ενεργειακή και εφοδιαστική ασφάλεια των κρατών και τη στρατηγική τους αυτονομία, αν και αναγκαία σε πολλές περιπτώσεις, οδηγούν σε έναν διεθνή οικονομικό και χρηματοπιστωτικό κατακερματισμό με βάση γεωπολιτικά κριτήρια, δηλ. σε έναν γεωοικονομικό κατακερματισμό.

Ο γεωοικονομικός κατακερματισμός, ως μια σύνθετη διαδικασία αναστροφής της οικονομικής ενοποίησης (dis-integration) και αποτέλεσμα επιλογών πολιτικής κρατών και επιχειρήσεων, περιλαμβάνει πρωτοβουλίες, μεταξύ άλλων, για επαναπατρισμό οικονομικών δραστηριοτήτων (reshoring), ανακατεύθυνση των ροών εμπορίου και κεφαλαίων σε γεωπολιτικά φιλικές χώρες (friend-shoring) και αυστηρότερα κριτήρια για την πραγματοποίηση ξένων άμεσων επενδύσεων (FDI screening).

Ο γεωοικονομικός κατακερματισμός, όσο σημαντικός και αν είναι για την εθνική και οικονομική ασφάλεια και τη διατήρηση τεχνολογικών πλεονεκτημάτων, ενέχει αναπόφευκτα κόσθη και επιπτώσεις (βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες) για το εισόδημα, τον πληθωρισμό, τις ροές κεφαλαίων και το τραπεζικό σύστημα.

1 Οι γενικώς ευνοϊκές επιδράσεις τεκμαίρονται και από την αύξηση των κρατών-μελών του Παγκόσμιου Οργανισμού Εμπορίου σε 164, έναντι 23 κρατών που συμμετείχαν στην GATT.



Στο παρόν πλαίσιο εξετάζονται συνοπτικά τα χαρακτηριστικά του γεωοικονομικού κατακερματισμού. Παρατίθεται η οπτική της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ) και συνοψίζονται οι πρωτοβουλίες με στόχο τη στρατηγική της αυτονομία. Τέλος, παρατίθενται εκτιμήσεις του δυνητικού κόστους των πρωτοβουλιών κρατών και επιχειρήσεων που οδηγούν στον γεωοικονομικό κατακερματισμό.

### Επιβράδυνση της παγκοσμιοποίησης και γεωπολιτικές εντάσεις

Η παγκοσμιοποίηση ως διαδικασία συνεχούς αύξησης του διεθνούς εμπορίου και των ξένων άμεσων επενδύσεων (ΞΑΕ) δεν έχει αντιστραφεί (δεν υπάρχει δηλ. “deglobalisation”), ωστόσο φαίνεται ότι έχει επιβραδυνθεί (“slowbalisation”).<sup>2</sup> Η υποχώρηση των ΞΑΕ ως ποσοστού του ΑΕΠ παρατηρείται ήδη μετά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση. Παγκοσμίως το ύψος των ακαθάριστων ροών ΞΑΕ ως ποσοστό του ΑΕΠ υποχώρησε από 3,3% τη δεκαετία του 2000 σε 1,3% την περίοδο 2018-2022.<sup>3</sup> Αντιστοίχως, το παγκόσμιο εμπόριο (εισαγωγές και εξαγωγές) ως προς το παγκόσμιο ΑΕΠ, από 30% το 1980, έφθασε το 41% το 1997 και το 61% το 2008. Έκτοτε υποχώρησε ελαφρώς, αλλά μετά την πανδημία ανακάμπτει, φθάνοντας το 57% το 2021 και το 61% το 2022 (βλ. Διάγραμμα Α).

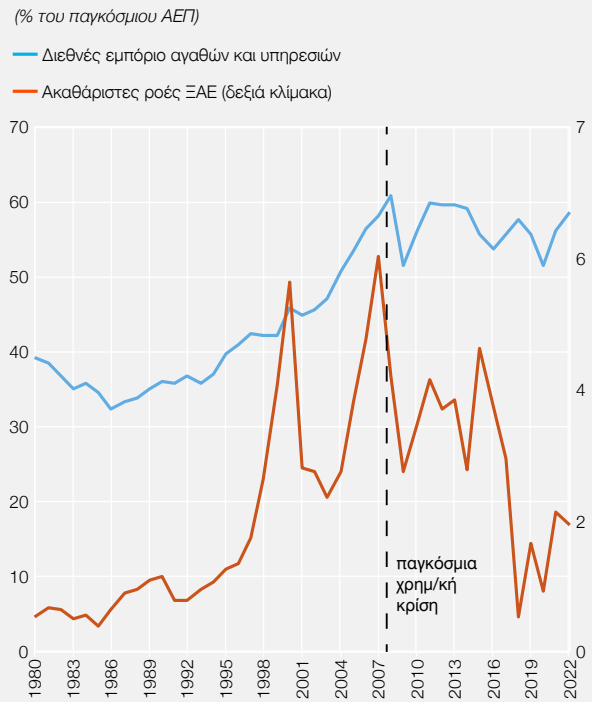
Οι γεωπολιτικοί κίνδυνοι, όπως μετρούνται με διάφορους δείκτες, έχουν αυξηθεί διεθνώς, ιδίως μετά την εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία. Την τελευταία δεκαετία οι στρατιωτικές συγκρούσεις παγκοσμίως τριπλασιάστηκαν, ενώ οι διαφωνίες μεταξύ ΗΠΑ και Κίνας στα ψηφίσματα του ΟΗΕ έχουν αυξηθεί.<sup>4</sup>

Από το 2017, η έμφαση της εξωτερικής πολιτικής των ΗΠΑ στο σύνθημα “Πρώτα η Αμερική” επανεισήγαγε στο δημόσιο διάλογο τη γεωπολιτική και τα γεωοικονομικά.

Οι ΗΠΑ αρχικά τον Ιούλιο του 2018 επέβαλαν δασμούς στο σίδηρο και στο αλουμίνιο, αλλά και απαγόρευση εισαγωγής προϊόντων τεχνολογίας από την Κίνα, επιδιώκοντας τη μείωση της εξάρτησης από αυτήν. Ο εμπορικός πόλεμος που ακολούθησε, με τη σχεδόν άμεση αντίστοιχη αντίδραση της Κίνας, και σειρά άλλων μέτρων και αντιμέτρων από τις δύο πλευρές έως και την υπογραφή της συμφωνίας “Phase One” τον Ιανουάριο του 2020,<sup>5</sup> έπληξαν το διεθνές εμπόριο.

Με την πανδημία της COVID-19 και τα σοβαρά προβλήματα που παρατηρήθηκαν στις εφοδιαστικές αλυσίδες λόγω της μεγάλης εξάρτησής τους από την Κίνα ξεκίνησε εκ νέου η συζήτηση για τα οφέλη και τις ζημιές από την ενσωμάτωση των οικονομιών στις διεθνείς αλυσίδες αξίας (global value chains – GVCs). Πρόσφατη βιβλιογραφία αναδεικνύει ότι η αλληλεξάρτηση αυτή δύναται μεν να μειώνει τα κόστη παραγωγής, ωστόσο μεταδίδει και εντείνει τις διαταράξεις.<sup>6</sup> Στη διάρκεια της πανδημικής κρίσης έγινε κατανοητό στις προηγμένες οικονομίες και ιδίως

Διάγραμμα Α Επιβραδυνόμενη παγκοσμιοποίηση (“slowbalisation”)



Πηγή: ΔΝΤ, *World Economic Outlook*, Απρίλιος 2023.

2 Panetta, F. (2023), “United we stand: European integration as a response to global fragmentation”, ομιλία στο “Integration, multilateralism and sovereignty: building a Europe fit for new global dynamics”, Bruegel, Βρυξέλλες, 24 Απριλίου.  
 3 IMF (2023α), *World Economic Outlook*, Chapter 4, “Geoeconomic fragmentation and FDI”, April.  
 4 IMF (2023β), *Global Financial Stability Report*, Chapter 3, “Geopolitics and financial fragmentation: implications for macro-financial stability”, April.  
 5 Για ένα αναλυτικό χρονολόγιο των αποφάσεων των ΗΠΑ και της Κίνας για τον μεταξύ τους εμπορικό πόλεμο, βλ. IMF (2023α), Box 4.1.  
 6 BIS, *Quarterly Review*, March 2023, “Global supply chain interdependence and shock amplification – evidence from Covid lockdowns” και Caldara, D. et al. (2023), “Do Geopolitical Risks Raise or Lower Inflation?”, 15.2.2023.

στην ΕΕ ότι η διεθνής αλληλεξάρτηση σε ορισμένους κρίσιμους τομείς μπορεί να μετατραπεί και σε **πηγή ευαλωτότητας ή και αδυναμίας**. Η άλλη όψη του νομίσματος του ελεύθερου εμπορίου είναι η **αλληλεξάρτηση**. Η υπερβολική εξάρτηση της οικονομικής ανάπτυξης από τις εξαγωγές ή εισαγωγές μπορεί να μετατραπεί σε αδυναμία, καθώς δίνει τη δυνατότητα σε άλλα μεγάλα κράτη να την εργαλειοποιήσουν (weaponise).

Ως απόρροια των εξελίξεων αυτών, η Γαλλία άρχισε να προωθεί τη στρατηγική “Made in Europe”, ενώ οι θεσμοί της ΕΕ καταστρώνουν την ευρωπαϊκή απάντηση στην πολιτική επιδοτήσεων της εγχώριας βιομηχανίας των ΗΠΑ μέσω του αμερικανικού νόμου US Inflation Reduction Act. Ως προς τους ημιαγωγούς, οι ΗΠΑ προτείνουν τη Συμμαχία Chip 4 με τρεις ασιατικές οικονομίες για το σχηματισμό εφοδιαστικής αλυσίδας ημιαγωγών ανεξάρτητης από την Κίνα. Αντιστοίχως η ΕΕ προτείνει το “European Chips Act” με επενδύσεις ύψους 43 δισεκ. ευρώ που στοχεύουν στην ενίσχυση της βιομηχανίας ημιαγωγών ώστε μέχρι το 2030 η σχετική ευρωπαϊκή παραγωγή να φθάσει το 20% της παγκόσμιας παραγωγικής δυνατότητας.

### Στρατηγική αυτονομία στην Ευρωπαϊκή Ένωση

Ο όρος Στρατηγική Αυτονομία (ΣΑ – strategic autonomy) αναφέρεται στην ικανότητα της ΕΕ να δρα αυτόνομα, χωρίς να εξαρτάται από τρίτες χώρες, σε στρατηγικής σημασίας ζητήματα, όπως είναι η άμυνα και η οικονομία. Ο όρος εμφανίζεται για πρώτη φορά σε επίσημο έγγραφο της ΕΕ το Δεκέμβριο του 2013 στα συμπεράσματα του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου στο πλαίσιο της συζήτησης για την κοινή πολιτική άμυνας και ασφάλειας.

Η συζήτηση περί ΣΑ στην ΕΕ διήλθε διάφορες φάσεις. Την περίοδο 2013-2016 αναφερόταν κυρίως σε θέματα άμυνας και ασφάλειας. Την περίοδο 2017-2019 η ΣΑ έλαβε τη μορφή της αντίδρασης της ΕΕ για υπεράσπιση των συμφερόντων της απέναντι σε ένα μάλλον εχθρικό γεωπολιτικό περιβάλλον, που χαρακτηριζόταν από την απόφαση αποχώρησης του Ηνωμένου Βασιλείου από την ΕΕ, τη στάση της Προεδρίας Τραμπ προς την ΕΕ και την ολοένα αυξανόμενη οικονομική ισχύ της Κίνας. Το 2020 η πανδημία μετατόπισε το επίκεντρο της συζήτησης για τη ΣΑ στην αντιμετώπιση των συνεπειών της αυξημένης εξάρτησης της ΕΕ από τις εφοδιαστικές αλυσίδες εκτός αυτής. Ήδη τον Οκτώβριο του 2020 οι αρχηγοί κρατών ή κυβερνήσεων της ΕΕ είχαν τονίσει ότι η επίτευξη ΣΑ με παράλληλη διατήρηση μιας ανοικτής οικονομίας αποτελεί βασικό στόχο της Ένωσης. Ο πρόεδρος του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Charles Michel, σε διάφορες ομιλίες του από το 2020, έχει αναφερθεί στην ανάγκη στρατηγικής αυτονομίας της ΕΕ ως προς την πρόσβασή της σε κρίσιμους πόρους όπως τα ιατροφαρμακευτικά προϊόντα, οι σπάνιες γαίες, οι μικροεπεξεργαστές, το διάστημα και η κυβερνοασφάλεια, αναδεικνύοντας τη ΣΑ ως το νέο κοινό στόχο της ΕΕ για τον αιώνα που διανύουμε. Από το 2021 η έννοια της ΣΑ απέκτησε ευρύτερες διαστάσεις, περιλαμβάνοντας σχεδόν όλους τους τομείς πολιτικής της ΕΕ, ακόμη και τις θεμελιώδεις αξίες, την προάσπιση των ανθρωπίνων δικαιωμάτων και των δημοκρατικών αρχών.<sup>7</sup>

**Η αλματώδης αύξηση της τιμής του φυσικού αερίου από τα μέσα του 2021 και η εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία το Φεβρουάριο του 2022 υπήρξαν καταλύτες εξελίξεων στην ΕΕ.** Με τη διακήρυξη των Βερσαλλιών, που υιοθετήθηκε στην άτυπη σύνοδο των αρχηγών κρατών ή κυβερνήσεων της ΕΕ στις 10-11 Μαρτίου 2022, αποφασίστηκαν ο περιορισμός της εξάρτησης της ΕΕ από τα ρωσικά ορυκτά καύσιμα, με γνώμονα και τους κλιματικούς στόχους της ΕΕ για το 2050, η ενίσχυση των αμυντικών δυνατοτήτων της Ένωσης και η οικοδόμηση μιας πιο ισχυρής οικονομικής-βιομηχανικής βάσης. Συμφωνήθηκε τα κράτη-μέλη να μειώσουν σταδιακά τις εισαγωγές καυσίμων από τη Ρωσία, διαφοροποιώντας τον ενεργειακό εφοδιασμό και τις οδούς εφοδιασμού, συμπεριλαμβανομένου του υγροποιημένου φυσικού αερίου (LNG), επιταχύνοντας την ανάπτυξη των ανανεώσιμων πηγών ενέργειας και του υδρογόνου, βελτιώνοντας τις διασυνδέσεις μεταξύ των ενεργειακών δικτύων της ΕΕ και αυξάνοντας την ενεργειακή απόδοση.<sup>8</sup>

Ο περιορισμός της εξάρτησης της ΕΕ από τα ρωσικά καύσιμα έχει κομβική σημασία για την ενίσχυση της **ενεργειακής ανθεκτικότητας** και αυτονομίας της ΕΕ, ιδίως σε περίπτωση ενεργειακών ελλείψεων, και αποτελεί επίσης ευκαιρία για να επιταχυνθεί η στροφή προς τις ανανεώσιμες πηγές ενέργειας.

7 European Parliamentary Research Service – EPRS (2022), “EU Strategic Autonomy 2013-2023, From Concept to Capacity”, EU Strategic Autonomy Monitor, July.

8 <https://www.consilium.europa.eu/media/54801/20220311-versailles-declaration-el.pdf>.

Ανταποκρινόμενη στην έκκληση των ηγετών για ένα σχέδιο που θα θέσει σε εφαρμογή την απόφασή τους για τις ρωσικές εισαγωγές, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή παρουσίασε το **σχέδιο REPowerEU** το Μάιο του 2022. Βάσει του σχεδίου, η ΕΕ συνέστησε εθελοντική ενεργειακή πλατφόρμα, η οποία στηρίζει τις συντονισμένες από κοινού αγορές ενέργειας για όλες τις χώρες της ΕΕ και για ορισμένους Ευρωπαίους εταίρους. Παράλληλα προωθήθηκε η επιτάχυνση της πράσινης μετάβασης. Οι χώρες της ΕΕ έχουν δεσμευθεί να επιτύχουν τους στόχους **της Ευρωπαϊκής Πράσινης Συμφωνίας** για μείωση των εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου στην ΕΕ και της κλιματικής ουδετερότητας στην ΕΕ έως το 2050. Το Μάρτιο του 2023 το Συμβούλιο της ΕΕ προώθησε σειρά προτάσεων της **δέσμης προσαρμογής στον στόχο του 55%**, η οποία αποσκοπεί στη μείωση των καθαρών εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου κατά τουλάχιστον 55% έως το 2030.

Η σύνθετη στρατηγική που χαράζει η ΕΕ στο πλαίσιο του νέου γεωοικονομικού περιβάλλοντος περιγράφεται συνοπτικά και στην πρόσφατη έκθεση του Προέδρου Charles Michel προς την Ολομέλεια του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου (29.3.2023):<sup>9</sup> “Το διεθνές εμπόριο επηρεάζεται από τις γεωπολιτικές εξελίξεις και, ως εκ τούτου, πρέπει να διαχειριστούμε τις εμπορικές μας σχέσεις σε αυτό το πολύπλοκο τοπίο. Όσον αφορά τις ΗΠΑ, είμαστε στενοί και στρατηγικοί σύμμαχοι. Τους τελευταίους μήνες συζητήσαμε την οικονομική μας συνεργασία, ιδίως τον νόμο των ΗΠΑ για τη μείωση του πληθωρισμού (Inflation Reduction Act) και τη μεταρρύθμιση του ΠΟΕ. Συνεργαζόμαστε με τις Ηνωμένες Πολιτείες για την εξεύρεση λύσης στα ζητήματα που έθεσε ο εν λόγω νόμος. Όσον αφορά την Κίνα, βρισκόμαστε αντιμέτωποι με την πραγματικότητα όπως έχει σήμερα. Η Κίνα είναι σημαντικός εμπορικός εταίρος και έχει καταστεί πιο δυναμική και απαιτητική. Ως εκ τούτου, πρέπει να είμαστε σαφείς ως προς τον στόχο μας: θέλουμε να ελαχιστοποιήσουμε τους κινδύνους και όχι να αποσυνδεθούμε”.

### Κίνδυνοι και κόστος κατακερματισμού

Η στρατηγική επιλογή λιγότερης διεθνούς οικονομικής ενοποίησης πλήττει την ευημερία κυρίως των περισσότερο ανοικτών και εξωστρεφών οικονομιών όπως η ΕΕ. Η ΕΕ μεταπολεμικά πρωτοστάτησε για το ελεύθερο εμπόριο διεθνώς. Η ζώνη του ευρώ συνεχίζει να είναι ο μεγαλύτερος εξαγωγέας στον κόσμο, με μερίδιο 26% του συνόλου, έναντι 12,8% της Κίνας και 9,1% των ΗΠΑ, οι οποίες είναι μεγαλύτερες οικονομίες με βάση το ΑΕΠ (στοιχεία ΔΝΤ για το 2021).

Ως προς το διεθνές εμπόριο, ο γεωοικονομικός κατακερματισμός εκτιμάται ότι αποτελεί μία κατάσταση όπου ζημιώνονται όλοι (lose-lose), με το μέγεθος του κόστους σε όρους υψηλότερων τιμών και χαμηλότερης ευημερίας να εξαρτάται από την ένταση εφαρμογής του. Παράλληλα, το μέγεθος των επιπτώσεων παρουσιάζει σημαντική ετερογένεια μεταξύ των οικονομιών, ενώ μάλλον υποχωρεί σε μεγαλύτερο χρονικό ορίζοντα καθώς συντελείται η ανακατανομή και ανακατεύθυνση πόρων.

Σε πρόσφατη μελέτη υπολογίστηκε ότι το κόστος από τον κατακερματισμό των GVCs σε όρους υψηλότερου επιπέδου τιμών παγκοσμίως δύναται να κυμανθεί από 4,8% βραχυπρόθεσμα έως 0,9% μακροπρόθεσμα.<sup>10</sup> Στις ΗΠΑ η επίπτωση είναι 4,9% και 1,7% αντιστοίχως, ενώ στη ζώνη του ευρώ ελαφρώς μικρότερη, 3,9% έως 0,7%, λόγω ανεκμετάλλεωτων ακόμη δυνατοτήτων μετεγκατάστασης στο εσωτερικό της. Σε όρους εισοδήματος οι δυνητικές απώλειες είναι μικρές για τις μεγάλες οικονομίες των ΗΠΑ και της Κίνας (περί το 1%), μεγαλύτερες για τη ζώνη του ευρώ (μεταξύ 1% και 2,3%) και πολύ σημαντικές για οικονομίες βαθύτερα ενταγμένες στις παγκόσμιες εφοδιαστικές αλυσίδες, όπως η Σιγκαπούρη, το Βιετνάμ και η Νότιος Κορέα (από 2% έως και 11%).

Μελέτη για την ΕΕ εκτιμά ότι η βραχυπρόθεσμη επίπτωση της μεταβολής βασικών προμηθευτών λόγω επιδίωξης της στρατηγικής της αυτονομίας ενδέχεται να κυμανθεί από 0,08 έως 0,15% του ΑΕΠ της ΕΕ-27. Σύμφωνα με τη μελέτη, οι μακροπρόθεσμες επιπτώσεις, οι οποίες σχετίζονται με πρόσθετες απώλειες παραγωγικότητας και καινοτομίας, ενδέχεται να είναι πολύ σημαντικότερες, με το εισόδημα να μειώνεται κατά 0,5% έως και 0,75%. Στις

9 Έκθεση του Προέδρου Charles Michel προς την Ολομέλεια του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου – Consilium (europa.eu).

10 Attinasi, M.-G., L. Boeckelmann, and B. Meunier (2023), “Friend-shoring global value chains: a model-based assessment”, ECB, *Economic Bulletin*, Issue 2/2023.

επιπτώσεις αυτές εκτιμάται μεγάλος βαθμός ασυμμετρίας, με τις μεγάλες χώρες όπως η Γαλλία και η Γερμανία να αντιμετωπίζουν πολύ μικρότερες επιπτώσεις σε σχέση με άλλες, όπως η Ιρλανδία ή οι Βαλτικές χώρες.<sup>11</sup>

Ο γεωοικονομικός κατακερματισμός επιδρά σε πολλούς τομείς, ακόμη και στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής.<sup>12</sup> Η ενεργειακή κρίση απέδειξε ότι γεωπολιτικές διαταράξεις ενδέχεται να πυροδοτήσουν αβεβαιότητα και μέσω πολλαπλών διαύλων διάχυσης, υψηλή διακύμανση του μεγέθους του παραγόμενου προϊόντος και επίμονα υψηλό πληθωρισμό. Επιπλέον, ο κατακερματισμός δύναται να επηρεάζει το ύψος του φυσικού επιτοκίου και του κόστους χρηματοδότησης. Η προσπάθεια διαφοροποίησης των εισαγωγών με λιγότερη έκθεση σε συγκεκριμένα κράτη ενδέχεται να μειώσει αφενός την παραγωγικότητα και αφετέρου τη ζήτηση για ασφαλή περιουσιακά στοιχεία από τα κράτη αυτά τα οποία διαθέτουν υψηλή εθνική αποταμίευση, ωθώντας ανοδικά τα επιτόκια.<sup>13</sup>

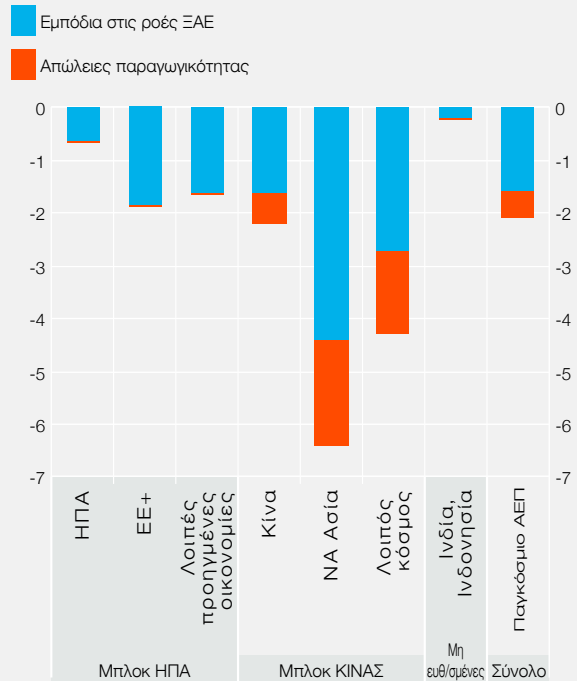
Παράλληλα, η σταδιακή απομάκρυνση της παραγωγής από τις χώρες χαμηλού κόστους προς άλλες με ακριβότερα μεν αλλά “ασφαλέστερα” ενδιάμεσα αγαθά και πρώτες ύλες ενδέχεται να επηρεάσει τη διεθνή κατανομή εργασίας, με αποτέλεσμα μεταξύ άλλων την αύξηση της διαπραγματευτικής δύναμης της εργασίας στις προηγμένες οικονομίες και άρα τη μεταβολή της δυναμικής των μισθολογικών αυξήσεων και τελικώς του γενικού πληθωρισμού τιμών.<sup>14</sup>

Η επίπτωση του κατακερματισμού των αγορών στις ΞΑΕ, σύμφωνα με διάφορα σενάρια που εξέτασε το ΔΝΤ (βλ. IMF ό.π.), εκτιμάται ότι μπορεί να ανέλθει στο 2% του παγκόσμιου ΑΕΠ μακροχρόνια, με τα αποτελέσματα να διαμοιράζονται ασύμμετρα εις βάρος περισσότερο των αναδυόμενων και αναπτυσσόμενων οικονομιών, οι οποίες αντιμετωπίζουν μεγαλύτερες δυσκολίες στην πρόσβασή τους σε χρηματοδότηση από τις προηγμένες οικονομίες (βλ. Διάγραμμα Β).

Η αύξηση των γεωπολιτικών εντάσεων και ο κατακερματισμός στο χρηματοπιστωτικό τομέα γενικότερα επίσης ενδέχεται να έχει σημαντικές συνέπειες στην ανθεκτικότητα κρατών και επιχειρήσεων, εφόσον μειώνει τις δυνατότητες διαφοροποίησης των πηγών χρηματοδότησης και επιμερισμού των κινδύνων. Ο κατακερματισμός αυτός αυξάνει τους χρηματοπιστωτικούς κινδύνους, καθώς αυξάνει το κόστος χρηματοδότησης, μειώνει την κερδοφορία των τραπεζικών ιδρυμάτων και το ύψος των παρεχόμενων πιστώσεων. Ο γεωοικονομικός κατακερματισμός πλήττει επίσης σημαντικά τη βέλτιστη διεθνή κατανομή κινδύνων στα τραπεζικά χαρτοφυλάκια, αλλά και τις διασυνοριακές ροές κεφαλαίων, ενώ μια απότομη επιδείνωσή τους ενδέχεται να επιφέρει αιφνίδια αντιστροφή ροών που θα έπληττε κυρίως αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες.<sup>15</sup>

Διάγραμμα Β Επίπτωση στο ΑΕΠ από εμπόδια στις ροές ΞΑΕ

(% απόκλιση από το βασικό σενάριο)



Πηγή: Υπολογισμοί ΔΝΤ (WEO, Απρίλιος 2023) σεναρίου εμποδίων στις ΞΑΕ, τα οποία προκαλούν μείωση κατά 50% των εισροών επενδυτικών κεφαλαίων μεταξύ των οικονομικών μπλοκ Κίνας και ΗΠΑ, με χαμηλή ελαστικότητα υποκατάστασης μεταξύ διαφορετικών πηγών εισροών ΞΑΕ.

11 Bauer, M. (2022), “The Impacts of EU Strategy Autonomy Policies – A Primer for Member States”, European Centre for International Political Economy (ECIPE), Policy Brief, No. 09/2022.

12 Βλ. ECB (2023), “Central banks in a fragmenting world”, Ομιλία της Προέδρου της ΕΚΤ Christine Lagarde, στο Council on Foreign Relations, 17.4.2023.

13 Panetta, F. (2023), ό.π.

14 ECB (2023), International Relations Committee, Work stream on Open Strategic Autonomy, “The EU’s Open Strategic Autonomy from a central banking perspective – challenges to the monetary policy landscape from a changing geopolitical environment”, ECB, Occasional Paper Series, No 311, March.

15 IMF (2023β), ό.π.

### Συμπεράσματα

Η αρχή της πολυμερούς οικονομικής συνεργασίας που υιοθετήθηκε μετά το Β΄ Παγκόσμιο Πόλεμο σήμερα δέχεται ισχυρό πλήγμα, καθώς νέες προκλήσεις οδηγούν σε τάσεις κατακερματισμού στο διεθνές εμπόριο και τις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές. Κατά τις προηγούμενες δεκαετίες οι διεθνείς οικονομικές σχέσεις είχαν ως προτεραιότητα την εξοικονόμηση κόστους με βάση το βέλτιστο διεθνώς καταμερισμό εργασίας και η παγκόσμια ανάπτυξη βασίστηκε στην αλματώδη αύξηση της εξωχώριας δραστηριότητας σε οικονομίες χαμηλού κόστους. Μετά την πανδημική και ενεργειακή κρίση όμως, η στρατηγική αυτονομία, ως η δυνατότητα αυξημένης εξασφάλισης τροφίμων, καυσίμων και κρίσιμων πρώτων υλών, και η προστασία της εθνικής ασφάλειας έχουν αναδειχθεί ως εξίσου σοβαρές προτεραιότητες.

Γενικά, η διαδικασία ανακατεύθυνσης εμπορίου και δραστηριοτήτων ή επαναπατρισμού επενδύσεων ενδέχεται να αυξήσει τον πληθωρισμό και να μειώσει την ευημερία βραχυπρόθεσμα, ενώ καθιστά πιο ευάλωτες τις ασθενέστερες οικονομίες, καθώς ενέχει μείωση της διαφοροποίησης και επιμερισμού των κινδύνων.

Τα βραχυπρόθεσμα κόστη του υπό εξέλιξη γεωοικονομικού κατακερματισμού, σε όρους εισοδήματος, πληθωρισμού και επιτοκίων, πρέπει να συγκριθούν με τα μεσομακροπρόθεσμα οφέλη μιας περισσότερο ισορροπημένης διεθνούς αλληλεξάρτησης και συνεπώς μιας αυξημένης ανθεκτικότητας σε εξωτερικές διαταράξεις. Το κόστος από την προτεραιοποίηση της ενεργειακής, διατροφικής και εν γένει εφοδιαστικής ασφάλειας συνιστά ένα ασφάλιστρο κινδύνου κρατών και κοινωνιών έναντι ενός πιθανού υψηλού μελλοντικού κόστους από μια σοβαρή εξωτερική διαταραχή ή ενδεχόμενη εργαλειοποίηση των εμπορικών και χρηματοπιστωτικών σχέσεων από ένα κράτος.

Η ΕΕ, ως ο μεγαλύτερος εξαγωγέας στον κόσμο και πυλώνας του διεθνούς πολυμερούς οικονομικού συστήματος, θα πρέπει να συνεχίσει να υποστηρίζει τις ανοικτές οικονομίες, επιλέγοντας μεγαλύτερη διαφοροποίηση των πηγών εφοδιασμού της, μεγαλύτερη αξιοποίηση και εμπάθυνση της κοινής αγοράς της, χωρίς όμως περιττές εμπορικές προστριβές οι οποίες θα οδηγήσουν σε απώλεια ευημερίας.

### Πλαίσιο II.2

#### ΝΕΑ ΔΙΕΘΝΗ ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΕΥΡΗΜΑΤΑ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΗΝ ΚΛΙΣΗ ΤΗΣ ΚΑΜΠΥΛΗΣ PHILLIPS

Οι κεντρικές τράπεζες παρακολουθούν στενά τη σχέση μεταξύ οικονομικής δραστηριότητας και πληθωρισμού, στο πλαίσιο της διαμόρφωσης της νομισματικής πολιτικής. Είναι γνωστό ότι χαμηλότερος ρυθμός ανάπτυξης, ή –ισοδύναμα– υψηλότερο ποσοστό ανεργίας, συσχετίζεται με χαμηλότερο πληθωρισμό, καθώς αμβλύνονται οι πιέσεις για αυξήσεις μισθών. Η αρνητική συσχέτιση μεταξύ του ποσοστού ανεργίας και του πληθωρισμού είναι γνωστή στην οικονομική βιβλιογραφία ως καμπύλη Phillips. Κατά τις τελευταίες δεκαετίες είχε παρατηρηθεί ότι ο βαθμός ευαισθησίας του πληθωρισμού σε μεταβολές της ανεργίας, δηλαδή η κλίση της καμπύλης Phillips, είχε μειωθεί διεθνώς. Με άλλα λόγια, διαφαινόταν ότι μπορούσε να επιτευχθεί μείωση του ποσοστού ανεργίας με μικρότερη αύξηση του πληθωρισμού από εκείνη που θα ήταν απαραίτητη για να επιτευχθεί το ίδιο αποτέλεσμα στο παρελθόν. Για τη μεταβολή αυτή έχει προταθεί μια σειρά από πιθανές ερμηνείες. Σημαντική αιτία της μειωμένης ευαισθησίας του πληθωρισμού θεωρείται η αυξανόμενη βαρύτητα της κινεζικής οικονομίας στο διεθνές εμπόριο κατά τις τελευταίες δεκαετίες, καθώς οι πολύ χαμηλοί μισθοί και η αυξημένη προσφορά εργασίας που επικρατούσαν για χρόνια στην Κίνα επέτρεπαν στην κινεζική οικονομία να ανταποκρίνεται σε τυχόν αυξήσεις της διεθνούς ζήτησης χωρίς να αυξάνει το μέσο μισθό και συνεπώς τις τιμές των παραγόμενων προϊόντων της. Παράλληλα, η διεθνοποίηση των αλυσίδων παραγωγής και η συνακόλουθη αποδυνάμωση των συνδικάτων επέτειναν τη μείωση της συσχέτισης μεταξύ του οικονομικού κύκλου και των μεταβολών στους μισθούς στις ανεπτυγμένες οικονομίες κατά τις τελευταίες δεκαετίες. Τέλος, σημαντικό ρόλο θεωρείται ότι διαδραμάτισε και η ενίσχυση της αξιοπιστίας των κεντρικών τραπεζών που, μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 1990, είχαν στην πλειοψηφία τους ορίσει ως πρωταρχικό σκοπό της νομισματικής πολιτικής τους τη διασφάλιση της σταθερότητας των τιμών, συμβάλλοντας έτσι στην άμβλυνση των διακυμάνσεων του πληθωρισμού κατά τη διάρκεια του οικονομικού



κύκλου. Ωστόσο, δεδομένης της ραγδαίας αύξησης του πληθωρισμού τα τελευταία χρόνια, είναι σκόπιμη η εκ νέου διερεύνηση του βαθμού ευαισθησίας του πληθωρισμού στις μεταβολές της οικονομικής δραστηριότητας, για όσο το δυνατόν μεγαλύτερο δείγμα χωρών.

### Εκτίμηση της καμπύλης Phillips

Στο παρόν πλαίσιο εκτιμάται η καμπύλη Phillips για ένα δείγμα 11 ανεπτυγμένων οικονομιών, αποτελούμενο από τις επτά πιο προηγμένες οικονομίες (G7), δηλ. τις ΗΠΑ, τον Καναδά, το Ην. Βασίλειο, τη Γερμανία, τη Γαλλία, την Ιταλία και την Ιαπωνία, καθώς και τέσσερις χώρες της περιφέρειας της ευρωζώνης, δηλ. την Ελλάδα, την Ισπανία, την Πορτογαλία και την Ιρλανδία. Το υπόδειγμα που χρησιμοποιείται βασίζεται σε εκείνο των Chan et al. (2016), εμπειριέχει ωστόσο σημαντικές καινοτομίες.<sup>1</sup> Πρόκειται για ένα διμεταβλητό υπόδειγμα αποτελούμενο από δύο εξισώσεις, οι οποίες εξειδικεύουν την πορεία του πληθωρισμού και της ανεργίας αντίστοιχα και τη μεταξύ τους αλληλεξάρτηση. Οι ανεξάρτητες μεταβλητές εισέρχονται στο υπόδειγμα ως αποκλίσεις: η μια μεταβλητή είναι η απόκλιση του πληθωρισμού από τις προσδοκίες για τον πληθωρισμό και η δεύτερη είναι η απόκλιση της ανεργίας από το μακροχρόνιο επίπεδο ισορροπίας NAIRU (non-accelerating inflation rate of unemployment), δηλαδή το επίπεδο της ανεργίας κάτω από το οποίο παρατηρείται αύξηση του πληθωρισμού. Το δε προσδοκώμενο επίπεδο πληθωρισμού εκτιμάται και αυτό ως συνάρτηση της εκτιμώμενης μακροχρόνιας τάσης του πληθωρισμού. Τόσο ο πληθωρισμός όσο και το προσδοκώμενο επίπεδο πληθωρισμού επηρεάζονται από διαταραχές που ακολουθούν στοχαστική διακύμανση. Η εξίσωση για τον πληθωρισμό είναι μια μορφή της καμπύλης Phillips, η εκτιμώμενη κλίση της οποίας αποτυπώνει την ευαισθησία του πληθωρισμού στο επίπεδο ανεργίας. Το υπόδειγμα είναι ιδιαίτερος ευέλικτο και μπορεί, μέσω της χρονικά μεταβαλλόμενης παραμέτρου για την κλίση της καμπύλης Phillips, να ανιχνεύσει ενδεχόμενες διαχρονικές μεταβολές στη σχέση μεταξύ πληθωρισμού και ανεργίας για καθεμία από τις οικονομίες για τις οποίες εκτιμάται.

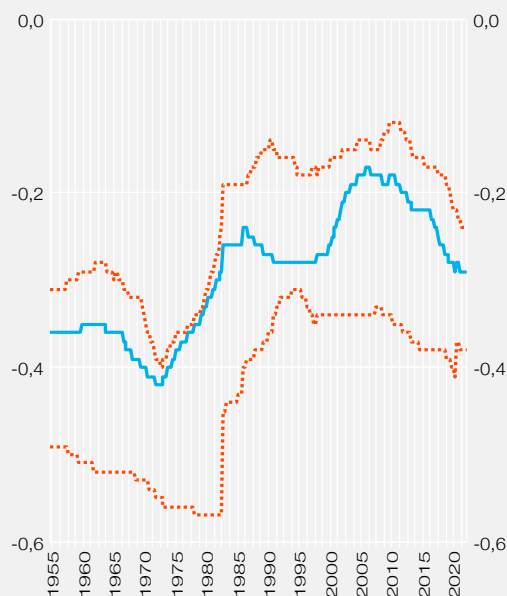
Τα στατιστικά δεδομένα που χρησιμοποιούνται για τον πληθωρισμό, βάσει του δείκτη τιμών καταναλωτή, και το ποσοστό ανεργίας είναι τριμηνιαία και καλύπτουν μέγιστη περίοδο από το α' τρίμηνο του 1955 έως και το δ' τρίμηνο του 2022.<sup>2</sup> Το υπόδειγμα εκτιμάται με τη χρήση μπεϋσιανών τεχνικών, οι οποίες επιτρέπουν την παραγωγή εκτιμήσεων για ολόκληρη την κατανομή των παραμέτρων του υποδείγματος.

Το διάγραμμα παρουσιάζει τη διάμεση τιμή της εκτιμώμενης, χρονικά μεταβαλλόμενης κλίσης της καμπύλης Phillips για τις 11 οικονομίες που συμπεριλαμβάνονται στο δείγμα, καθώς και το αντίστοιχο διάστημα εμπιστοσύνης. Παρατηρούμε κατ' αρχήν ότι, όπως αναμένεται βάσει της θεωρίας, η κλίση λαμβάνει αποκλειστικά αρνητικές τιμές. Διαπιστώνεται δηλαδή ότι πράγματι μια μείωση της ανεργίας σε σχέση με τη μακροχρόνια τάση της συσχετίζεται με αύξηση του πληθωρισμού. Επιπλέον, η εκτιμώμενη παράμετρος της κλίσης της καμπύλης Phillips εμφανίζει σημαντική μεταβλητότητα κατά τη διάρ-

### Συνοπτικά αποτελέσματα χρονομεταβλητών εκτιμήσεων της κλίσης της καμπύλης Phillips

(δείγμα 11 ανεπτυγμένων οικονομιών)

- Κάτω όριο του διαστήματος εμπιστοσύνης 68%
- Κλίση της καμπύλης Phillips
- Άνω όριο του διαστήματος εμπιστοσύνης 68%



Πηγή: Οικονομετρικές εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

1 Βλ. Chan, J.C.C., G. Koop, and S.M. Potter (2016), "A bounded model of time variation in trend inflation, NAIURU and the Phillips curve", *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 3, No. 3, 551-565.

2 Για τις περισσότερες οικονομίες το διαθέσιμο δείγμα είναι μικρότερο και ξεκινά συνήθως από τις αρχές του 1980. Τα δεδομένα αντλήθηκαν από τη βάση δεδομένων του ΟΟΣΑ.

κεια των τελευταίων 70 περίπου ετών. Η διάμεση κλίση της καμπύλης Phillips βαίνει μειούμενη (σε απόλυτες τιμές) κατά τα πρώτα χρόνια του δείγματος, δηλαδή περίπου μέχρι το 2005, λαμβάνοντας τιμές από -0,4 έως -0,2 περίπου. Ακολουθεί αυξητική πορεία κατά τα επόμενα έτη, και ιδίως από το 2017 και έπειτα, η οποία συνεχίζεται κατά τη διάρκεια της πανδημίας COVID-19 και μέχρι και το τέλος του δείγματος στις αρχές του 2021, όταν η διάμεση τιμή της κλίσης της καμπύλης Phillips φαίνεται να σταθεροποιείται κοντά στο -0,3. Τα ευρήματα αυτά συνάδουν με τη συναφή εμπειρική βιβλιογραφία, αλλά και με πρόσφατες εκθέσεις διεθνών οργανισμών, σε ότι αφορά τη μείωση της κλίσης της καμπύλης Phillips κατά το πρώτο διάστημα του δείγματος.<sup>3</sup> Επιπλέον, παρέχουν για πρώτη φορά εμπειρική τεκμηρίωση ότι, σε ένα μεγάλο δείγμα χωρών, η ευαισθησία του πληθωρισμού σε διακυμάνσεις της οικονομικής δραστηριότητας έχει αυξηθεί εκ νέου τα τελευταία χρόνια.

### Συμπεράσματα

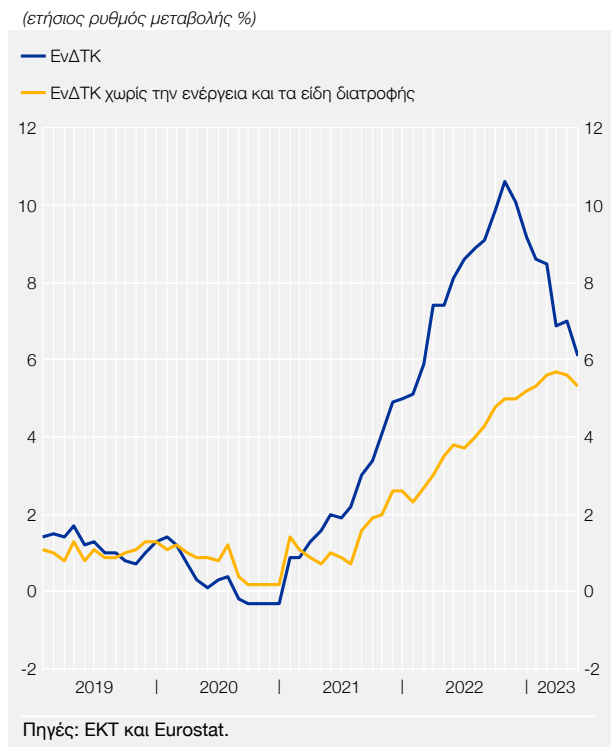
Τα παραπάνω ευρήματα είναι σημαντικά για την κατανόηση της δυναμικής πορείας του πληθωρισμού στη διεθνή οικονομία σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα. Η προαναφερθείσα εκτιμώμενη αύξηση της διάμεσης τιμής της κλίσης της καμπύλης Phillips υποδηλώνει ότι η νομισματική πολιτική ενδεχομένως καθίσταται αποτελεσματικότερη, υπό την έννοια ότι για κάθε μονάδα αύξησης της ανεργίας ως αποτέλεσμα της αυστηροποίησης της νομισματικής πολιτικής επιτυγχάνεται μεγαλύτερη μείωση του πληθωρισμού σε σχέση με την προηγούμενη εικοσαετία. Συνεπώς, όσο εκλείπουν σταδιακά οι διαταραχές προσφοράς που έχουν τροφοδοτήσει την πρόσφατη ραγδαία αύξηση του πληθωρισμού, τόσο θα καθίσταται πιο εφικτή η μείωσή του. Βέβαια, βραχυχρόνια οι εξωγενείς πληθωριστικές πιέσεις ενδέχεται να συνεχιστούν, π.χ. λόγω των διεθνών τιμών της ενέργειας, διαταραχών στις εφοδιαστικές αλυσίδες κ.λπ. Επιπλέον, η αξιοποίηση των πόρων του προγράμματος NGEU αναμένεται να ενισχύσει το ρυθμό ανάπτυξης αρκετών ευρωπαϊκών οικονομικών και να μειώσει περαιτέρω την ανεργία, η οποία ήδη βρίσκεται σε ιστορικώς χαμηλά επίπεδα στην Ευρώπη και σε άλλες μεγάλες οικονομίες, ενισχύοντας έτσι τον πληθωρισμό. Ωστόσο, με βάση τις εκτιμήσεις του υποδείγματος, σε βάθος χρόνου ο πληθωρισμός αναμένεται να συγκλίνει προς τη μακροχρόνια τάση του, η οποία εκτιμάται, για τις περισσότερες ευρωπαϊκές χώρες του δείγματος, αλλά και για τις ΗΠΑ και τον Καναδά, κοντά στο 2,0%, επίπεδο ίσο με το στόχο του Ευρωσυστήματος για την σταθερότητα των τιμών.

3 Βλ. π.χ. BIS Bulletin No 47, "Labour markets and inflation in the wake of the pandemic", 27.10.2021, σελ. 5, όπου, βάσει στοιχείων για 16 χώρες του ΟΟΣΑ, εκτιμάται ότι το μεγαλύτερο μέρος της μείωσης της κλίσης της καμπύλης Phillips (σε απόλυτες τιμές) συντελέστηκε μέχρι το 2010.

# Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Ο καταγραφόμενος πληθωρισμός αποκλιμακώνεται στη ζώνη του ευρώ, ακόμη όμως βρίσκεται σε πολύ υψηλά επίπεδα και οι υποκείμενες πληθωριστικές πιέσεις παραμένουν ισχυρές (βλ. Διάγραμμα III.1). Επαναξιολογώντας σε κάθε συνεδρίασή του τα οικονομικά στοιχεία και τις πληροφορίες που συγκεντρώνει, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε το Φεβρουάριο, το Μάρτιο, το Μάιο και τον Ιούνιο του 2023 να αυξήσει τα βασικά επιτόκια. Μέσω περιορισμού των επανεπενδύσεων, το ύψος του χαρτοφυλακίου που είχε αποκτηθεί από το Ευρωσύστημα σε εφαρμογή του προγράμματος αγοράς τίτλων APP περιορίστηκε ελαφρά την περίοδο Μαρτίου-Ιουνίου 2023, ενώ οι επανεπενδύσεις θα παύσουν από τον Ιούλιο 2023 και εξής. Σύμφωνα με τις πιο πρόσφατες ανακοινώσεις του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ τον Ιούνιο του 2023, τα βασικά επιτόκια πρέπει να φθάσουν σε επαρκώς περιοριστικά επίπεδα στα οποία και να παραμείνουν όσο χρειαστεί ώστε ο πληθωρισμός να επιστρέψει εντός εύλογου χρονικού διαστήματος στο μεσοπρόθεσμο στόχο του 2%.

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



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

Στις αρχές του 2023 ο καταγραφόμενος πληθωρισμός αποκλιμακώθηκε, κυρίως κατόπιν της πτώσης των τιμών της ενέργειας. Από την άλλη πλευρά, ο ρυθμός ανόδου των τιμών των τροφίμων διατηρήθηκε υψηλός. Υψηλός διατηρήθηκε και ο πυρήνας του πληθωρισμού, δηλ. ο ρυθμός πληθωρισμού εκτός ενέργειας και τροφίμων, με αποτέλεσμα οι υποκείμενες πληθωριστικές πιέσεις να παραμένουν ισχυρές, χωρίς να λείπουν και ενδείξεις εξασθένησης ορισμένων από τους σχετικούς δείκτες. Η συνολική εκτίμηση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ είναι ότι για μεγάλο χρονικό διάστημα ακόμη ο πληθωρισμός θα είναι πολύ υψηλός. Πάντως, οι περισσότεροι δείκτες των πιο μακροπρόθεσμων πληθωριστικών προσδοκιών κυμαίνονται γύρω στο 2%.

Εξάλλου, παρατηρήθηκε η εκδήλωση των συνήθων πιέσεων για αντιστάθμιση των απωλειών αγοραστικής δύναμης λόγω του πληθωρισμού με αναπροσαρμογή της αμοιβής της εργασίας. Επιπλέον, πολλές επιχειρήσεις σε τομείς όπου η προσφορά δεν μπορούσε, λόγω ελλείψεων εισροών, να ανταποκριθεί πλήρως στην αναθέρμανση της ζήτησης κατέγραψαν διεύρυνση του περιθωρίου κέρδους, εξέλιξη την οποία υποβοήθησε η αβεβαιότητα που δημιουργεί ο ταχύς και μεταβαλλόμενος πληθωρισμός.

<sup>1</sup> Το κεφάλαιο ενσωματώνει πληροφορίες και στοιχεία που ήταν διαθέσιμα μέχρι τις 16 Ιουνίου 2023.

Στη συνεδρίασή του στα μέσα Ιουνίου 2023 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ανακοίνωσε ότι η οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ είχε παραμείνει κατ' ουσίαν στάσιμη στις αρχές του 2023, όπως και στα τέλη του προηγούμενου έτους. Ειδικότερα, τόσο κατά το α' τρίμηνο του 2023 όσο και κατά το δ' τρίμηνο του 2022 το ΑΕΠ είχε καταγράψει μείωση με τριμηνιαίο ρυθμό 0,1%. Οι συνθήκες στις αγορές εργασίας παρέμειναν ευνοϊκές, με ιστορικά χαμηλό ποσοστό ανεργίας και άνοδο της απασχόλησης. Η δραστηριότητα στον τομέα των υπηρεσιών εμφανίζει ανθεκτικότητα, ενώ η παραγωγή στο μεταποιητικό τομέα εξασθενεί.

Στο πλαίσιο των πλέον πρόσφατων μακροοικονομικών προβλέψεων (Ιούνιος 2023) που υποβλήθηκαν στο Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ, οι εκτιμήσεις για τον καταγραφόμενο πληθωρισμό αναθεωρήθηκαν προς τα άνω. Ομοίως αναθεωρήθηκε προς τα άνω και η προβολή για τον πυρήνα του πληθωρισμού, ιδίως όσον αφορά τα έτη 2023 και 2024, επειδή οι πρόσφατες πραγματοποιήσεις του μεγέθους αυτού υπερέβησαν τις προγενέστερες αντίστοιχες προβλέψεις, αλλά και λόγω της εκτιμώμενης ανοδικής επίδρασης στις τιμές από τις ευνοϊκές συνθήκες στις αγορές εργασίας. Σύμφωνα με τις εν λόγω μακροοικονομικές προβλέψεις των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος, προδιαγράφεται αρνητικός ρυθμός μεταβολής των τιμών της ενέργειας καθ' όλο το 2023, καθώς επίσης και έντονη επιβράδυνση της αύξησης των τιμών των τροφίμων. Κατά συνέπεια, εκτιμάται ότι ο καταγραφόμενος πληθωρισμός θα εξακολουθήσει να υποχωρεί, ώστε να διαμορφωθεί στο 3% το δ' τρίμηνο του 2023. Τούτο σημαίνει επίσης ότι ο πυρήνας του πληθωρισμού πρόκειται σύντομα να υπερβεί τον καταγραφόμενο πληθωρισμό, εξέλιξη που θα συνεχιστεί μέχρι και τις αρχές του 2024. Πάντως, από το β' εξάμηνο του 2023 ο πυρήνας του πληθωρισμού αναμένεται να αρχίσει να ακολουθεί πορεία αποκλιμάκωσης, καθώς η συστατική επίδραση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στη συνολική ζήτηση θα έχει μεταδοθεί πληρέστερα, ενώ εκτιμάται ότι θα έχουν εκλείψει πλέον οι πιέσεις στον πληθωρισμό που είναι απότοκες της επανεκκίνησης της οικονομίας, της ενεργειακής κρίσης και των ελλείψεων εισροών. Ο παράγοντας που θα επηρεάσει κατά κύριο λόγο την πορεία του πυρήνα του πληθωρισμού εκτιμάται ότι θα είναι η εξέλιξη του κόστους εργασίας.

Όσον αφορά τις χρηματοπιστωτικές και νομισματικές συνθήκες στη ζώνη του ευρώ, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επισήμανε την αύξηση των επιτοκίων της αγοράς, λόγω της αναθεώρησης των προοπτικών για την πορεία της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, αλλά και την υψηλή μεταβλητότητα που κατέγραψαν πρόσκαιρα – κατά τις εξάρσεις της γεωπολιτικής αβεβαιότητας και εσχάτως τις εντάσεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Σημειώθηκε επίσης η επιβράδυνση των νομισματικών μεγεθών και της πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έχει σημειώσει επανειλημμένως ότι οι αποφάσεις για μεταβολή των επιτοκίων είναι σκόπιμο να λαμβάνονται με βάση τα εκάστοτε διαθέσιμα οικονομικά στοιχεία και με ορίζοντα την επόμενη συνεδρίασή του, οπότε θα επανεξετάζεται η κατάσταση της οικονομίας και θα επαναξιολογούνται οι προοπτικές του πληθωρισμού, η δυναμική του υποκείμενου πληθωρισμού και η λειτουργία του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής.

Το Φεβρουάριο, το Μάρτιο, το Μάιο και τον Ιούνιο του 2023, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αύξησε τα βασικά επιτόκια (βλ. Πίνακα III.1). Η αύξηση των βασικών επιτοκίων επιτυγχάνει εξασθένηση των πληθωριστικών πιέσεων περιορίζοντας τη συνολική ζήτηση και μειώνει τον κίνδυνο να σημειωθεί μόνιμη αναθεώρηση προς τα άνω των πληθωριστικών προσδοκιών. Οι αυξήσεις των επιτοκίων πολιτικής διαμορφώνουν τις συνθήκες χρηματοδότησης και επηρεάζουν τις νομισματικές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ: πράγματι, ήδη από το 2022 παρατηρήθηκε άνοδος του κόστους άντλησης ρευστών διαθεσίμων προς αναδανεισμό εκ μέρους των τραπεζών και συνακόλουθη αύξηση των δανειακών επιτοκίων των τραπεζών για τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά. Η χρονική υστέρηση με την οποία οι αυξήσεις των επιτοκίων θα επιδράσουν στην πραγματική οικονομία παραμένει αβέβαιη. Αβέβαιη είναι επίσης και η έκταση την οποία θα λάβουν τα πραγματικά αποτελέσματα της ανόδου των επιτοκίων. Όταν στις αρχές του 2023 εκδηλώθηκαν εντάσεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ

Πίνακας ΙΙΙ.1 Βασικά επιτόκια του Ευρωσυστήματος

(ποσοστά % ετησίως)

Ημερομηνία μεταβολής επιτοκίων <sup>1</sup>	Πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων	Πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης (δημοπρασίες σταθερού επιτοκίου)	Πάγια διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης
2019 18 Σεπτ.	-0,50	0,00	0,25
2022 27 Ιουλ.	0,00	0,50	0,75
14 Σεπτ.	0,75	1,25	1,50
2 Νοεμ.	1,50	2,00	2,25
21 Δεκ.	2,00	2,50	2,75
2023 8 Φεβρ.	2,50	3,00	3,25
22 Μαρτ.	3,00	3,50	3,75
10 Μαΐου	3,25	3,75	4,00
21 Ιουν.	3,50	4,00	4,25

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).

ανακοίνωσε ότι βρίσκεται σε ετοιμότητα να αντιδράσει κατάλληλα προκειμένου να μην τεθεί σε κίνδυνο η πορεία προς την επίτευξη της σταθερότητας των τιμών ή η χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Υπογράμμισε επίσης ότι ο τραπεζικός τομέας στη ζώνη του ευρώ χαρακτηρίζεται από ανθεκτικότητα, ισχυρή κεφαλαιακή βάση και ικανοποιητική ρευστότητα και υπενθύμισε ότι το Ευρωσύστημα έχει στο οπλοστάσιό του όλα τα κατάλληλα μέσα πολιτικής ώστε, εάν παραστεί ανάγκη, να στηρίξει το χρηματοπιστωτικό σύστημα με ρευστά διαθέσιμα και να διατηρήσει την απρόσκοπτη μετάδοση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής.

Τον Ιούνιο του 2023 το Διοικητικό Συμβούλιο προέβη στην τακτική αξιολόγηση των αλληλεπιδράσεων μεταξύ νομισματικής πολιτικής και χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Σύμφωνα με αυτή, η χρηματοπιστωτική σταθερότητα αντιμετώπισε προκλήσεις, καθώς αυξήθηκε το κόστος συγκέντρωσης αποταμιευτικών πόρων από τις τράπεζες και εντάθηκε ο πιστωτικός κίνδυνος. Οι εξελίξεις αυτές στη ζώνη του ευρώ, μαζί με τις πρόσφατες εντάσεις που εκδηλώθηκαν στο τραπεζικό σύστημα στις ΗΠΑ, είναι δυνατόν να τροφοδοτήσουν συστημικές εντάσεις και να συμβάλουν σε επιβράδυνση της οικονομικής ανάπτυξης βραχυπρόθεσμα. Άλλη πρόκληση για την ανθεκτικότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος είναι το γεγονός ότι η αγορά ακινήτων διέρχεται καθοδική φάση, η οποία θα ήταν δυνατόν να επιταθεί λόγω της αύξησης του κόστους δανεισμού, καθώς επίσης και σε περίπτωση χειροτέρευσης της ανεργίας. Η ευρωστία που, όπως προαναφέρθηκε, χαρακτηρίζει τον τραπεζικό τομέα στη ζώνη του ευρώ, περιορίζει τους κινδύνους για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, ενώ η μακροπρόληπτική πολιτική παραμένει η πρώτη γραμμή άμυνας έναντι της ανάπτυξης ευπαθειών στο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Τον Ιούνιο του 2023 το Διοικητικό Συμβούλιο ανακοίνωσε ότι τα βασικά επιτόκια θα διαμορφωθούν σε επαρκώς περιοριστικά επίπεδα, στα οποία και θα παραμείνουν για όσο χρειαστεί προκειμένου ο πληθωρισμός να επιστρέψει εντός εύλογου χρονικού διαστήματος στο μεσοπρόθεσμο στόχο του 2%. Η ταχεία επάνοδος του πληθωρισμού στο μεσοπρόθεσμο στόχο αποτελεί δέσμευση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ.

Τέλος, υπενθυμίζεται ότι από το Μάρτιο του 2023 και εξής το χαρτοφυλάκιο το οποίο έχει αποκτήσει το Ευρωσύστημα μέσω του προγράμματος αγοράς τίτλων APP μειώνεται κατά 15 δισεκ. ευρώ κατά μέσο όρο ανά μήνα. Τον Ιούλιο του 2023 οι επανεπενδύσεις του προϊόντος των λήξεων των τίτλων σε αυτό το χαρτοφυλάκιο θα σταματήσουν πλέον τελείως.



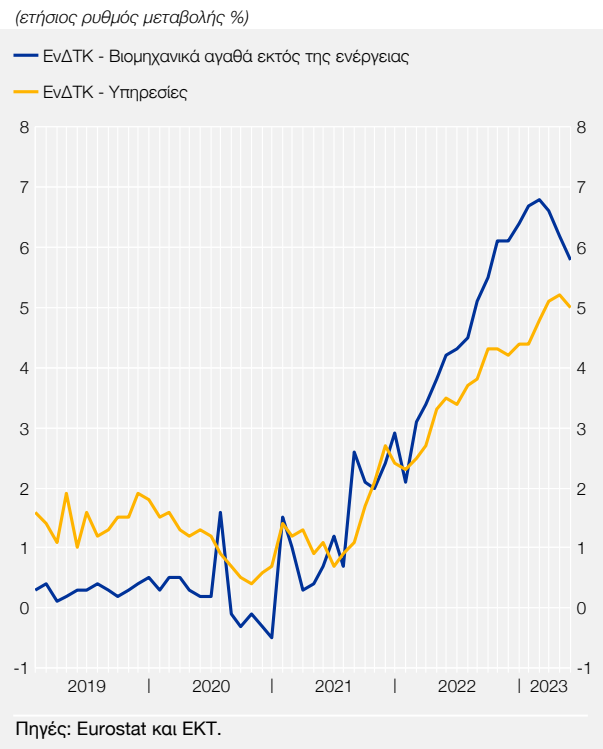
## 2 Η ΕΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ: ΧΑΡΑΞΗ ΚΑΙ ΕΦΑΡΜΟΓΗ

Στο πλαίσιο της ανάλυσης των οικονομικών, χρηματοπιστωτικών και νομισματικών εξελίξεων αναφορικά με τη Νομισματική Ένωση, το α΄ εξάμηνο του 2023 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ τόνισε τα εξής:

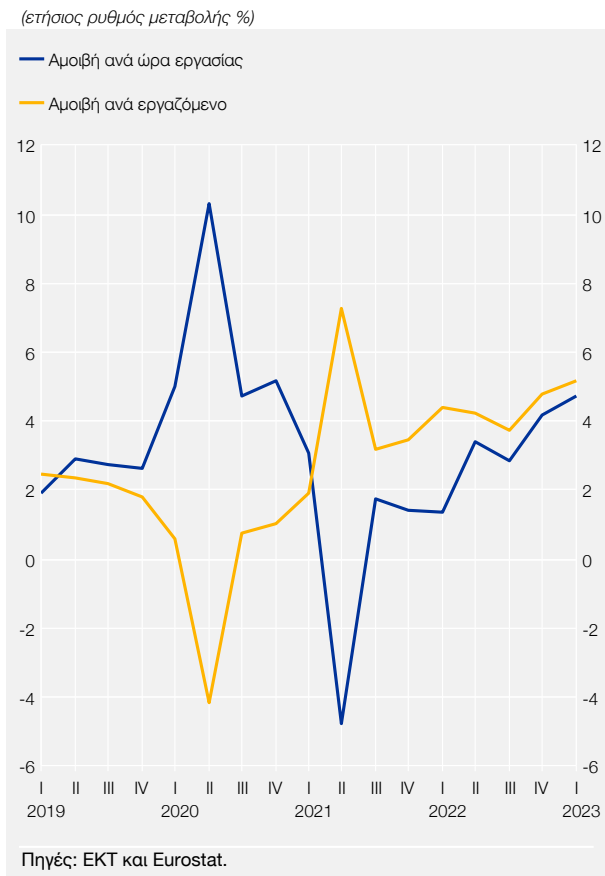
### Εξέλιξη των τιμών και των πληθωριστικών προσδοκιών

Το γενικό συμπέρασμα ήταν ότι ο πληθωρισμός παρέμεινε και αναμένεται να διατηρηθεί για μεγάλο χρονικό διάστημα ακόμη πολύ υψηλός. Πάντως, ήδη από τους τελευταίους μήνες του 2022 ο καταγραφόμενος πληθωρισμός άρχισε να επιβραδύνεται, κυρίως εξαιτίας της ταχείας αποκλιμάκωσης των τιμών της ενέργειας (βλ. Διάγραμμα III.1). Αντίθετα, ο ρυθμός ανόδου των τιμών των τροφίμων συνέχισε να επιταχύνεται, κατά το πλείστον, και διαμορφώθηκε σε υψηλά επίπεδα, καθώς οι προγενέστερες αυξήσεις των στοιχείων του κόστους παραγωγής (κόστος μεταφοράς, κόστος λιπασμάτων) εξακολουθούσαν να μετακυλίνονται στις τιμές των τελικών προϊόντων. Παράλληλα, οι προηγηθείσες αυξήσεις στις τιμές της ενέργειας συνέχισαν να

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

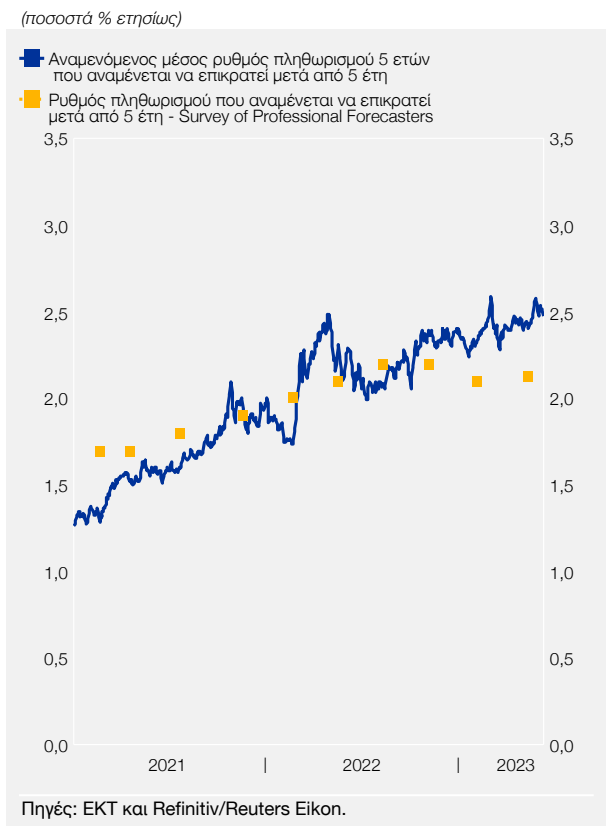


Διάγραμμα III.3 Αμοιβή της εργασίας στη ζώνη του ευρώ (α' τρίμηνο 2019 - α' τρίμηνο 2023)

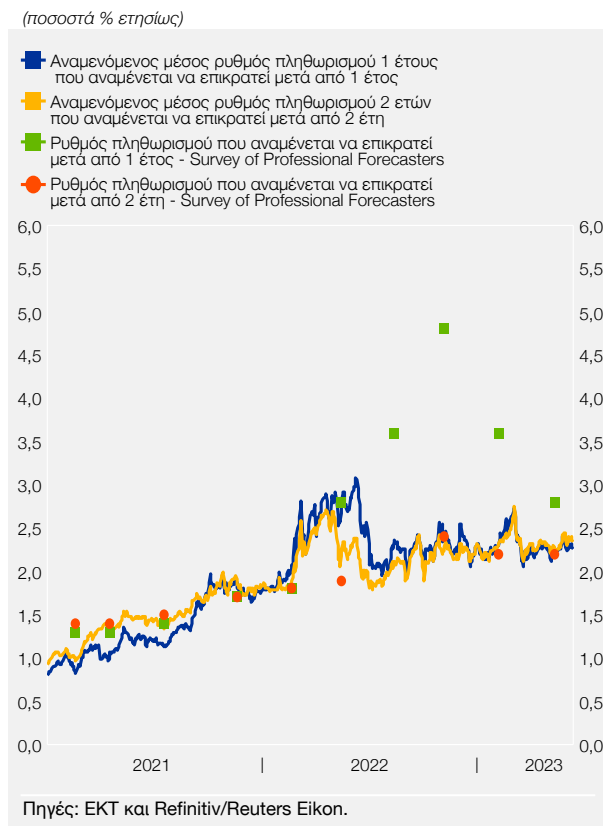


ασκούν ανοδική επίδραση στις τιμές ενός ευρέος φάσματος προϊόντων, με αποτέλεσμα ο ρυθμός πληθωρισμού εκτός ενέργειας και τροφίμων (δηλ. ο πυρήνας του πληθωρισμού) να διατηρείται ταχύς και οι υποκείμενες πληθωριστικές πιέσεις ισχυρές, αν και τελευταία ορισμένοι σχετικοί δείκτες παρουσίασαν κάποια εξασθένηση (βλ. Διάγραμμα III.1). Σημειώθηκε ότι υπήρξαν κρατικές παρεμβάσεις σε πολλές χώρες-μέλη της Νομισματικής Ένωσης προκειμένου να περιοριστεί ο κίνδυνος η απότομη άνοδος των τιμών της ενέργειας κατά το πρόσφατο παρελθόν να επιβαρύνει υπέρμετρα τον πληθωρισμό. Δεδομένου ότι η ένταση της ενεργειακής κρίσης έβαινε προς εκτόνωση, όπως και ο κίνδυνος διακοπής του εφοδιασμού με φυσικό αέριο, το Διοικητικό Συμβούλιο υπέδειξε ότι τα μέτρα αυτά θα πρέπει να αρθούν γρήγορα, ειδάλλως θα καταστεί αναγκαία πρόσθετη αυστηροποίηση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής.

Διάγραμμα ΙΙΙ.4 Μακροπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες στη ζώνη του ευρώ (4 Ιανουαρίου 2021 - 9 Ιουνίου 2023)



Διάγραμμα ΙΙΙ.5 Μεσοπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες στη ζώνη του ευρώ (4 Ιανουαρίου 2021 - 9 Ιουνίου 2023)



Ο ρυθμός αύξησης των τιμών των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών ενισχύθηκε, επηρεαζόμενος με χρονική υστέρηση από τις ελλείψεις πρώτων υλών, ενδιάμεσων προϊόντων, εξοπλισμού και εργατικού δυναμικού, οι οποίες είχαν λάβει μεγάλη έκταση τα προηγούμενα έτη (βλ. Διάγραμμα ΙΙΙ.2). Ο ρυθμός ανόδου των τιμών των υπηρεσιών επίσης έβαινε κατά το πλείστον επιταχυνόμενος υπό την επίδραση της ανάκαμψης της ζήτησης υπηρεσιών που άρχισε να εκδηλώνεται μετά την άρση των υγειονομικών περιορισμών (και η οποία, αν και εξασθενημένη, εξακολουθεί), της σταδιακής μετακύλισης των προηγηθεισών αυξήσεων στο ενεργειακό κόστος, καθώς επίσης και εξαιτίας των μισθολογικών αυξήσεων. Πράγματι παρατηρήθηκαν οι συνήθεις πιέσεις για αντιστάθμιση των απωλειών αγοραστικής δύναμης λόγω του πληθωρισμού με αναπροσαρμογή της αμοιβής της εργασίας. Ήδη από τις αρχές του 2023 είχαν αρχίσει να συρρέουν ενδείξεις ενδυνάμωσης του ρυθμού αύξησης των μισθών (βλ. Διάγραμμα ΙΙΙ.3), αν και τον Ιούνιο του 2023 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ σημείωσε ότι μέρος των μισθολογικών αυξήσεων είχε εφάπαξ χαρακτήρα.

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 η κερδοφορία τους να διαμορφωθεί σε σχετικά υψηλά επίπεδα, εξέλιξη την οποία ευνοούσε η αβεβαιότητα λόγω της έντασης και της μεταβλητότητας του πληθωρισμού.

Το Διοικητικό Συμβούλιο σημείωσε επανειλημμένως ότι οι περισσότεροι δείκτες των πιο μακροπρόθεσμων πληθωριστικών προσδοκιών κυμαίνονταν γύρω στο 2%, αλλά υπογράμμισε την ανάγκη συνεχούς παρακολούθησής τους, μεταξύ άλλων στις αρχές του 2023 λόγω της μεταβλητότητας που παρουσίασε ο αναμενόμενος πληθωρισμός ο οποίος εξάγεται από τιμές

στις χρηματοπιστωτικές αγορές, στο πλαίσιο των εντάσεων στις εν λόγω αγορές (βλ. Διαγράμματα III.4 και III.5).

**Εξέλιξη της οικονομικής δραστηριότητας, της απασχόλησης και της ανεργίας**

Στις αρχές του 2023, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ σημείωσε ότι οι περιορισμοί στην προσφορά είχαν αρχίσει να αμβλύνονται προοδευτικά, αν και οι επιχειρήσεις δεν είχαν ακόμη εκτελέσει πλήρως όλες τις παραγγελίες που τους είχαν υποβληθεί και η οικονομική εμπιστοσύνη ενισχυόταν. Το προϊόν του τομέα των υπηρεσιών διατηρείτο αυξημένο, καθώς η ζήτηση για δραστηριότητες που σχετίζονται με τη διασκέδαση διαρκώς ενδυναμωνόταν. Η εμπιστοσύνη των καταναλωτών και των επιχειρήσεων ανέκαμπτε σταθερά, παρέμενε πάντως ασθενέστερη από ό,τι πριν την εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία.

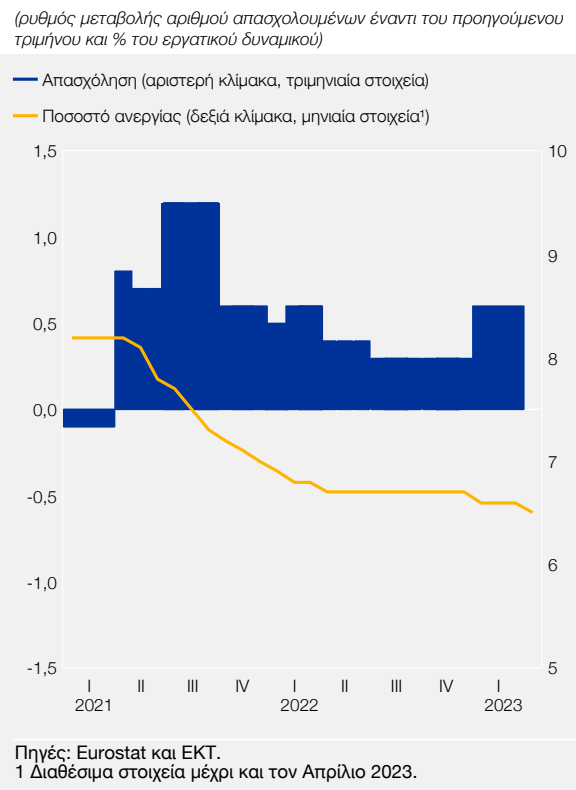
Στη συνεδρίασή του τον Ιούνιο του 2023 το Διοικητικό Συμβούλιο διαπίστωσε ότι η οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ είχε παραμείνει κατ' ουσίαν στάσιμη κατά τους πρώτους μήνες του 2023, όπως και στα τέλη του προηγούμενου έτους. Τόσο κατά το α' τρίμηνο του 2023 όσο και κατά το δ' τρίμηνο του 2022 το ΑΕΠ είχε συρρικνωθεί κατά 0,1% σε τριμηνιαία βάση (βλ. Διάγραμμα III.6), με εξασθένηση της ιδιωτικής κατανάλωσης και περιορισμό της δημόσιας κατανάλωσης. Σημειώθηκε επίσης ότι η παραγωγή στο μεταποιητικό τομέα εξασθενούσε λόγω της αυστηροποίησης των συνθηκών χρηματοδότησης και της υποχώρησης της παγκόσμιας ζήτησης, ενώ αντιθέτως η οικονομική δραστηριότητα στον τομέα των υπηρεσιών παρέμενε ανθεκτική.

Οι συνθήκες στις αγορές εργασίας παρέμεναν ευνοϊκές, με το ποσοστό ανεργίας να κινείται σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα (βλ. Διάγραμμα III.7). Η απασχόληση κατέγραφε αύξηση, καθώς οι συνολικές ώρες εργασίας ενισχύονταν, εντούτοις οι ώρες ανά εργαζόμενο, αν και σημείωσαν κάποιες αυξήσεις, παρέμεναν κάτω από τα προ πανδημίας επίπεδα.

**Διάγραμμα III.6 ΑΕΠ και προστιθέμενη αξία σε βασικούς κλάδους στη ζώνη του ευρώ (α' τρίμηνο 2021 - α' τρίμηνο 2023)**



**Διάγραμμα III.7 Απασχόληση και ποσοστό ανεργίας στη ζώνη του ευρώ (α' τρίμ. 2021 - α' τρίμ. 2023)**



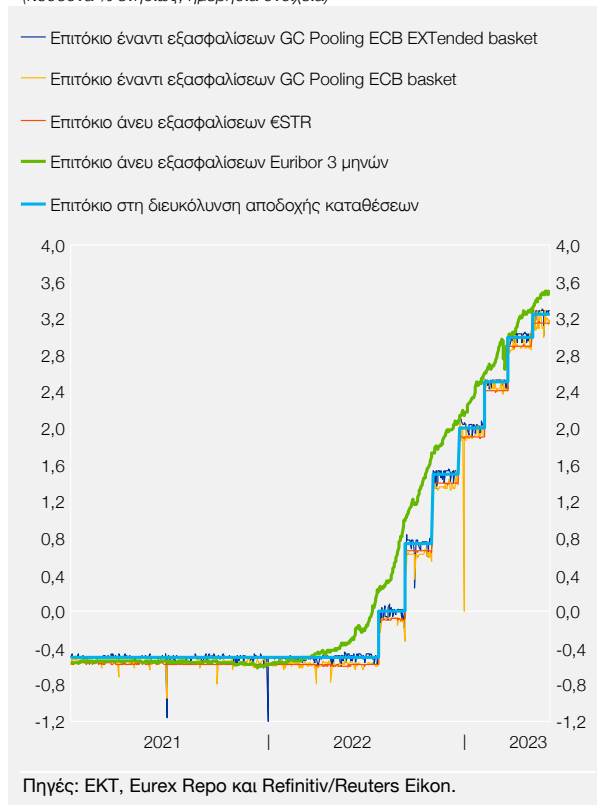
### Μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος

Με βάση τις πιο πρόσφατες μακροοικονομικές προβλέψεις των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Ιούνιος 2023), το Διοικητικό Συμβούλιο αναμένει ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ προς τα τέλη του 2023, παράλληλα με την αποκλιμάκωση του πληθωρισμού και την άμβλυνση των περιορισμών επί της προσφοράς. Οι προβλέψεις περιλαμβάνουν αναθεώρηση προς τα άνω (έναντι των αντίστοιχων προβλέψεων των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ που είχαν υποβληθεί στο Διοικητικό Συμβούλιο το Μάρτιο του 2023) των προβολών για τον καταγραφόμενο πληθωρισμό και, ιδίως όσον αφορά το 2023 και το 2024, της προβολής για τον πυρήνα του πληθωρισμού, υπό το φως των υπερβάσεων των πραγματοποιήσεων για το μέγεθος αυτό έναντι των αντίστοιχων προγενέστερων προβλέψεων, καθώς επίσης και της εκτιμώμενης ανοδικής επίδρασης στις τιμές λόγω των ευνοϊκών συνθηκών που επικρατούν στις αγορές εργασίας. Προβλέπεται αρνητικός ρυθμός μεταβολής των τιμών της ενέργειας καθ' όλο το 2023 και έντονη επιβράδυνση της αύξησης των τιμών των τροφίμων. Κατά συνέπεια, εκτιμάται ότι ο καταγραφόμενος πληθωρισμός θα συνεχίσει να αποκλιμακώνεται ώστε να διαμορφωθεί στο 3% κατά το δ' τρίμηνο του 2023. Τούτο σημαίνει επίσης ότι ο πυρήνας του πληθωρισμού πρόκειται σύντομα να υπερβεί τον καταγραφόμενο πληθωρισμό, εξέλιξη που θα εξακολουθήσει μέχρι και τις αρχές του 2024. Πάντως από το β' εξάμηνο του 2023 ο πυρήνας του πληθωρισμού αναμένεται να επιβραδυνθεί, καθώς η περιοριστική επίδραση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στη συνολική ζήτηση θα μεταδίδεται πληρέστερα, ενώ εκτιμάται ότι θα εξανεμιστούν οι ανοδικές πληθωριστικές πιέσεις λόγω της επίδρασης αφενός του ανοίγματος της οικονομίας μετά την πανδημία και αφετέρου των προγενέστερων κρυσμασμών από την πλευρά της συνολικής προσφοράς. Ο παράγοντας που θα επηρεάσει κατά κύριο λόγο την πορεία του πυρήνα του πληθωρισμού εκτιμάται ότι θα είναι η εξέλιξη του κόστους εργασίας.

Το Διοικητικό Συμβούλιο επισήμανε (τον Ιούνιο του 2023) τις εξής πηγές ανοδικού κινδύνου όσον αφορά τον καταγραφόμενο πληθωρισμό: (α) σημειώθηκε ότι δεν ήταν δυνατόν να αποκλειστεί νέα αύξηση του ενεργειακού κόστους και των τιμών των τροφίμων, δεδομένου ότι ο πόλεμος στην Ουκρανία συνεχίζεται, (β) το ενδεχόμενο να υπερβούν οι πληθωριστικές προσδοκίες το στόχο του 2% ή να αυξηθούν οι μισθοί και τα περιθώρια κέρδους ταχύτερα από ό,τι προβλέπεται ήδη. Τα αποτελέσματα των πρόσφατων συλλογικών διαπραγματεύσεων είναι πιθανόν να οδηγήσουν προς αυτή την κατεύθυνση. Αναγνωρίστηκαν επίσης οι εξής πηγές καθοδικού κινδύνου: (α) το ενδεχόμενο να επαναληφθούν οι εντάσεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές οι οποίες είχαν εκδηλωθεί στις αρχές του 2023, με αποτέλεσμα να δημιουργηθεί δυναμική αποπληθωρισμού, (β) το ενδεχόμενο η μείωση των τιμών της ενέργειας και η συγκράτηση των αυξήσεων των τιμών των τροφίμων να μετακυλιστούν στις τιμές των αγαθών και των υπηρεσιών ταχύτερα από ό,τι αναμένεται επί του παρόντος, (γ) το ενδεχόμενο η μετάδοση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής να αποδειχθεί ισχυρότερη από ό,τι αναμένεται, με καθοδική επίδραση στη συνολική ζήτηση και τις πληθωριστικές πιέσεις.

### Διάγραμμα ΙΙΙ.8 Επιτόκιο στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων και επιτόκιο στην αγορά χρήματος στη ζώνη του ευρώ (4 Ιανουαρίου 2021 - 9 Ιουνίου 2023)

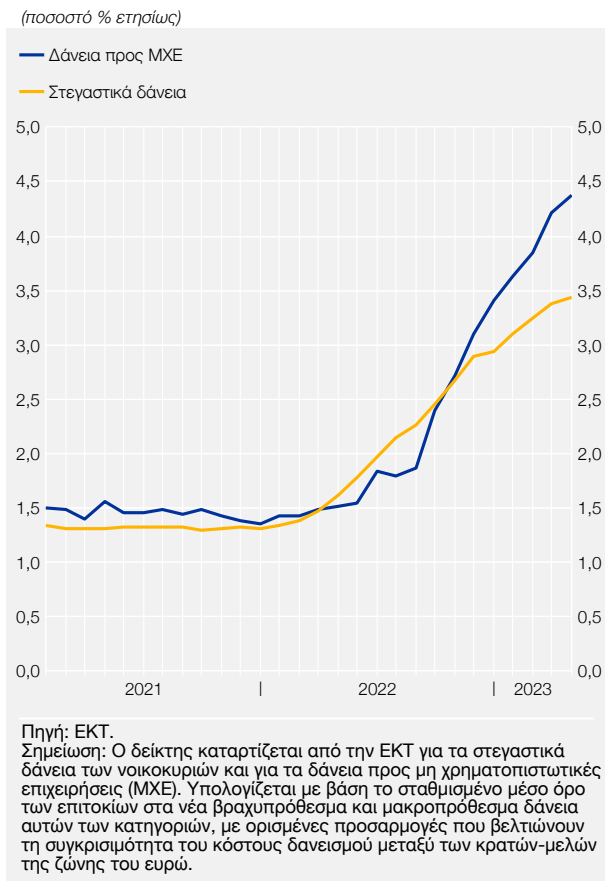
(ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχεία)



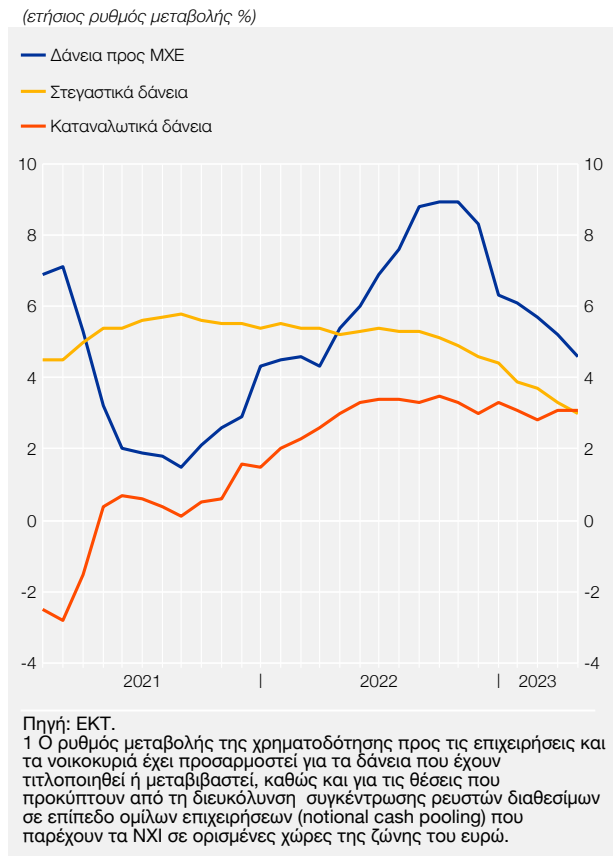
### Νομισματικές και πιστωτικές εξελίξεις

Όσον αφορά τις χρηματοπιστωτικές και νομισματικές συνθήκες στη ζώνη του ευρώ, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ σημείωσε τις εξής εξελίξεις: Πρώτον, την αύξηση του επιπέδου των επιτοκίων της αγοράς, λόγω της αναθεώρησης των προοπτικών για την πορεία της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, αλλά και πρόσκαιρα –κατά τις εξάρσεις της γεωπολιτικής αβεβαιότητας και εσχάτως τις εντάσεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές– την υψηλή μεταβλητότητά τους. Υπογραμμίστηκε ότι οι αυξήσεις επιτοκίων ασκούν έντονη επίδραση στις συνθήκες χρηματοδότησης και στις νομισματικές συνθήκες στη ζώνη του ευρώ: καταγράφηκε άνοδος του κόστους άντλησης ρευστών διαθεσίμων προς αναδανεισμό εκ μέρους των τραπεζών (βλ. Διάγραμμα III.8) και συνακόλουθη αύξηση των δανειακών επιτοκίων των τραπεζών για τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά (βλ. Διάγραμμα III.9). Ωστόσο, το Διοικητικό Συμβούλιο επισήμανε ότι παραμένει αβέβαιη η διάρκεια των χρονικών υστερήσεων με την οποία οι ανωτέρω εξελίξεις θα επηρεάσουν την πραγματική οικονομία, καθώς επίσης και η συνολική έκταση την οποία θα λάβουν τα πραγματικά αποτελέσματα όταν υλοποιηθούν πλήρως. Δεύτερον, την επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις (βλ. Διάγραμμα III.10), λόγω συνδυασμού υποχώρησης των αναγκών για χρηματοδότηση αποθεμάτων ή επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου και περιστολής της προσφοράς πίστης με αύξηση των επιτοκίων και αυστηροποίηση των πιστοδοτικών κριτηρίων και των όρων δανειοδότησης. Τρίτον, τη συγκράτηση της πιστωτικής επέκτασης προς τα νοικοκυριά και ιδίως των στεγαστικών δανείων, παρομοίως λόγω συνδυασμού μείωσης της ζήτησης και περιορισμού της προσφοράς τραπεζικής χρηματοδότησης. Τέταρτον, την αξιόλογη υποχώρηση του ρυθμού ανόδου των νομισματικών μεγεθών, με μείωση των καταθέσεων μίας ημέρας η οποία δεν αντισταθμίστηκε από την άνοδο των καταθέσεων προθεσμίας (βλ. Διαγράμματα III.11). Κύριοι παράγοντες στους οποίους απο-

**Διάγραμμα III.9 Δείκτης κόστους δανεισμού προς επιχειρήσεις και νοικοκυριά στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2021 - Απρίλιος 2023)**



**Διάγραμμα III.10 Δάνεια προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά στη ζώνη του ευρώ<sup>1</sup> (Ιανουάριος 2021 - Απρίλιος 2023)**





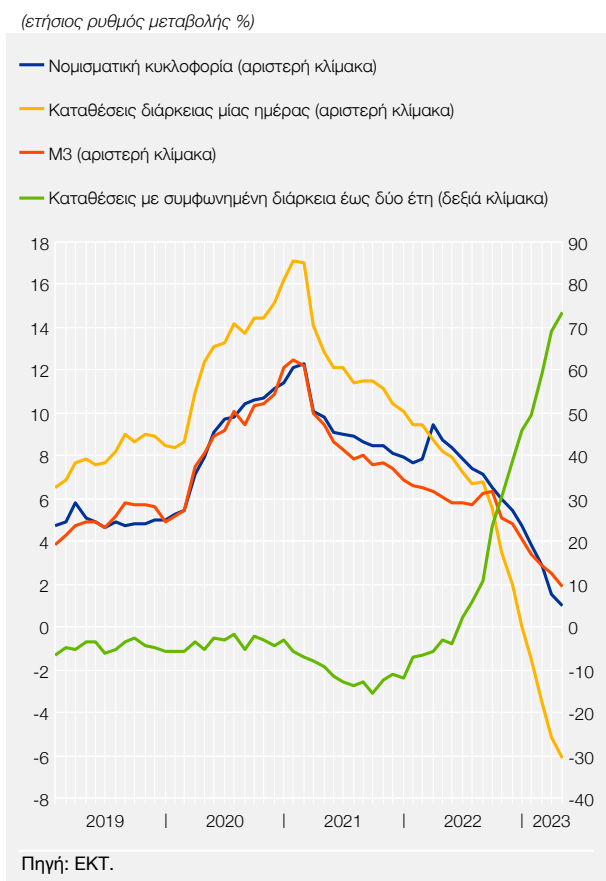
δίδεται η αποκλιμάκωση του ρυθμού ανόδου της ποσότητας χρήματος με την ευρεία έννοια (M3) είναι η εξασθένιση της πιστωτικής επέκτασης και η μείωση του μεγέθους του ισολογισμού του Ευρωσυστήματος (βλ. Διάγραμμα ΙΙΙ.12).

### Πολιτική επιτοκίων

Οι αποφάσεις για μεταβολή των επιτοκίων λαμβάνονται από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ με βάση τις πληροφορίες και τα εκάστοτε διαθέσιμα οικονομικά στοιχεία και με ορίζοντα την επόμενη συνεδρίασή του, οπότε και επανεξετάζεται η κατάσταση της οικονομίας της Νομισματικής Ένωσης και επαναξιολογούνται οι προοπτικές του πληθωρισμού. Μάλιστα το Μάρτιο του 2023 το Διοικητικό Συμβούλιο υπέδειξε ότι η τότε όξυνση της αβεβαιότητας (λόγω εντάσεων στις χρηματοπιστωτικές αγορές) επιβεβαίωσε τη σκοπιμότητα της λήψης αποφάσεων όσον αφορά την ενιαία νομισματική πολιτική με γνώμονα τις πιο πρόσφατες πληροφορίες, και ειδικότερα με αξιολόγηση των προοπτικών για τον πληθωρισμό υπό το πρίσμα της δυναμικής του υποκείμενου πληθωρισμού και της λειτουργίας του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής.

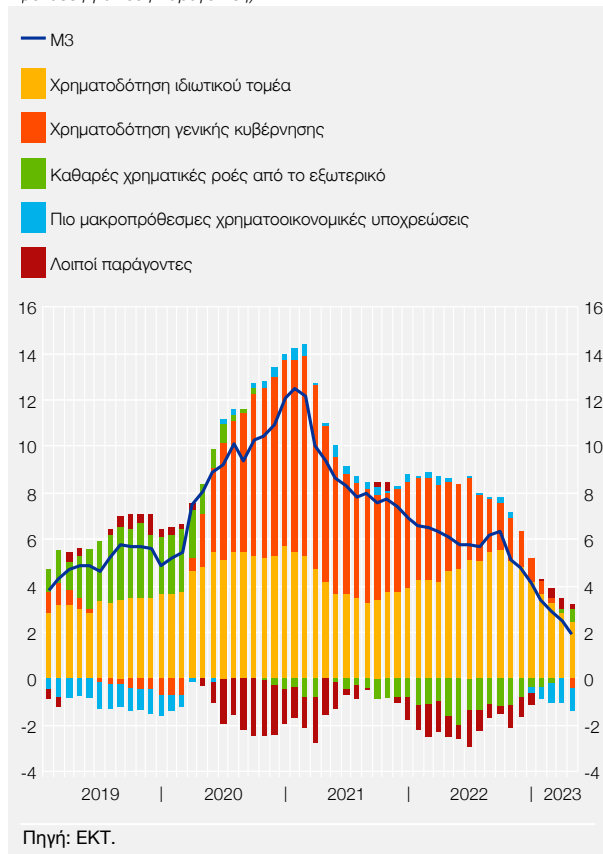
Στις συνεδριάσεις του Φεβρουαρίου, του Μαρτίου, του Μαΐου και του Ιουνίου 2023, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε νέες αυξήσεις των βασικών επιτοκίων. Η διατήρηση των βασικών επιτοκίων σε επίπεδα που συνεπάγονται περιοριστική νομισματική πολιτική οδηγεί μετά από κάποιο χρόνο στην εξασθένιση των πληθωριστικών πιέσεων αποδυναμώνοντας τη συνολική ζήτηση. Παρέχει επίσης προστασία έναντι του κινδύνου να σημειωθεί μόνιμη αναθεώρηση προς τα άνω των πληθωριστικών προσδοκιών. Το Μάρτιο του 2023 το Διοικητικό

Διάγραμμα ΙΙΙ.11 Νομισματικά μεγέθη στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2019 - Απρίλιος 2023)



Διάγραμμα ΙΙΙ.12 Παράγοντες που συμβάλλουν στη μεταβολή του νομισματικού μεγέθους M3 στη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2019 - Απρίλιος 2023)

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



Συμβούλιο της ΕΚΤ τόνισε ότι παρακολουθούσε με προσοχή τις εντάσεις που εκδηλώνονταν τότε στις χρηματοπιστωτικές αγορές και ότι βρισκόταν σε ετοιμότητα να αντιδράσει κατάλληλα προκειμένου να μην τεθεί σε κίνδυνο η πορεία προς την επίτευξη της σταθερότητας των τιμών ή η χρηματοπιστωτική σταθερότητα στη Νομισματική Ένωση. Το Διοικητικό Συμβούλιο υπογράμμισε ότι ο τραπεζικός τομέας στη ζώνη του ευρώ χαρακτηρίζεται από ανθεκτικότητα, ισχυρή κεφαλαιακή βάση και ικανοποιητική ρευστότητα και υπενθύμισε ότι το Ευρωσύστημα έχει στο οπλοστάσιό του όλα τα κατάλληλα μέσα πολιτικής ώστε, εάν παραστεί ανάγκη, να στηρίξει το χρηματοπιστωτικό σύστημα στη ζώνη του ευρώ με ρευστά διαθέσιμα. Τον Ιούνιο του 2023 το Διοικητικό Συμβούλιο ανακοίνωσε ότι τα βασικά επιτόκια θα φθάσουν σε επαρκώς περιοριστικά επίπεδα, στα οποία και θα παραμείνουν για όσο χρειαστεί προκειμένου ο πληθωρισμός να επιστρέψει εντός εύλογου χρονικού διαστήματος στο μεσοπρόθεσμο στόχο του Ευρωσυστήματος (2%). Το Διοικητικό Συμβούλιο θα προσδιορίσει, με βάση τα οικονομικά στοιχεία και τις πληροφορίες που συγκεντρώνει, τον κατάλληλο βαθμό και τη χρονική διάρκεια της αναγκαίας αυστηροποίησης της νομισματικής πολιτικής.

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. Υπογραμμίστηκε ειδικότερα ότι το Μέσο Προστασίας της Μετάδοσης είναι διαθέσιμο για την αναχαίτιση αδικαιολόγητων και άτακτων διακυμάνσεων στις αγορές που θέτουν σε κίνδυνο τη μετάδοση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής σε όλα τα κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ με ομαλό τρόπο. Η προστασία αυτή αυξάνει την αποτελεσματικότητα με την οποία το Διοικητικό Συμβούλιο είναι σε θέση να εκπληρώσει τον πρωταρχικό σκοπό του Ευρωσυστήματος, δηλαδή τη σταθερότητα των τιμών.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ τόνισε ότι οι δημοσιονομικές πολιτικές των κρατών-μελών θα πρέπει να στοχεύουν στην προαγωγή της παραγωγικότητας στην οικονομία και τη σταδιακή αποκλιμάκωση του δημόσιου χρέους. Η κρατική πολιτική που ενθαρρύνει την επέκταση του παραγωγικού δυναμικού στη Νομισματική Ένωση, ειδικά στον ενεργειακό τομέα, συμβάλλει στη συγκράτηση των μεσοπρόθεσμων πληθωριστικών πιέσεων. Προς αυτή την κατεύθυνση, οι κυβερνήσεις πρέπει να προχωρήσουν χωρίς καθυστερήσεις στην εφαρμογή των επενδυτικών σχεδίων και των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων που περιλαμβάνει το πρόγραμμα NextGenerationEU. Ομοίως, σύντομα πρέπει να ολοκληρωθεί ο ανασχεδιασμός του πλαισίου οικονομικής διακυβέρνησης στην Ευρωπαϊκή Ένωση, δεδομένου μάλιστα ότι η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχει καταθέσει σχετικές νομοθετικές προτάσεις.

### **Ενιαία νομισματική πολιτική και χρηματοπιστωτική σταθερότητα**

Σε συνέπεια με τις επιταγές της στρατηγικής της νομισματικής πολιτικής, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ προέβη σε διεξοδική αξιολόγηση των αλληλεπιδράσεων μεταξύ νομισματικής πολιτικής και χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Διαπιστώθηκε ότι κατά το πρώτο εξάμηνο του 2023 παρουσιάστηκαν προκλήσεις όσον αφορά τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, καθώς στο πλαίσιο της αυστηροποίησης των συνθηκών χρηματοδότησης αυξήθηκε το κόστος συγκέντρωσης αποταμιευτικών πόρων εκ μέρους των τραπεζών, όπως επίσης και ο πιστωτικός κίνδυνος. Οι εξελίξεις αυτές, μαζί με τις εντάσεις που εκδηλώθηκαν πρόσφατα στο τραπεζικό σύστημα στις ΗΠΑ, είναι δυνατόν να προκαλέσουν συστημικές εντάσεις στη ζώνη του ευρώ και να συμβάλουν σε επιβράδυνση της οικονομικής ανάπτυξης βραχυπρόθεσμα. Άλλη πρόκληση για την ανθεκτικότητα του χρηματοπιστωτικού τομέα πηγάζει από το γεγονός ότι η αγορά ακινήτων διέρχεται καθοδική φάση, η οποία θα ήταν δυνατόν να επιταθεί λόγω της αύξησης του κόστους δανεισμού, καθώς επίσης και σε περίπτωση χειροτέρευσης της ανεργίας. Η ικανοποιητική κατάσταση του τραπεζικού τομέα στη ζώνη του ευρώ, η οποία περιγράφηκε παραπάνω, περιορίζει τους κινδύνους για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, ενώ η μακροπροληπτική πολιτική παραμένει η πρώτη γραμμή άμυνας έναντι της ανάπτυξης ευπαθειών στο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

### Προγράμματα αγοράς τίτλων

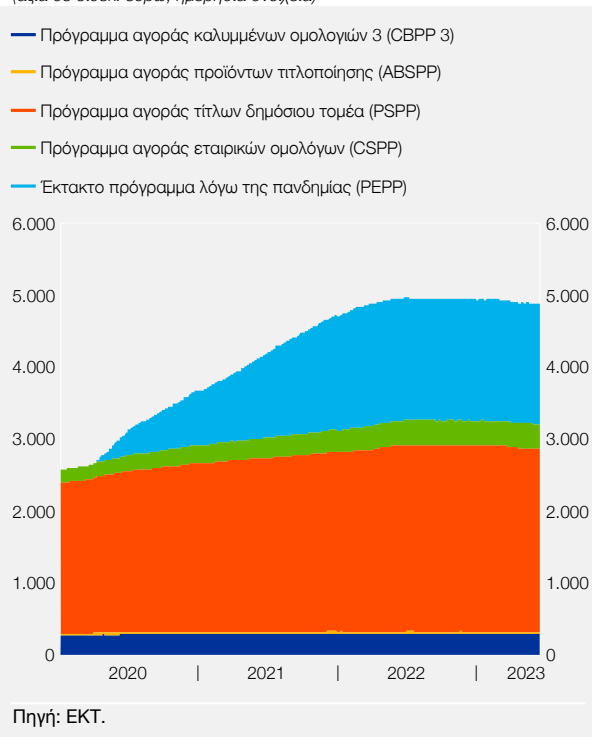
Από το Μάρτιο του 2023 και εξής το ύψος του χαρτοφυλακίου το οποίο έχει συγκεντρωθεί κατ' εφαρμογή του προγράμματος αγοράς τίτλων APP μειώθηκε με σταθερό ρυθμό κατά 15 δισεκ. ευρώ κατά μέσο όρο ανά μήνα. Αυτό συντελέστηκε με το να μην επανεπενδύεται ολόκληρο το προϊόν των λήξεων των κατεχόμενων από το Ευρωσύστημα τίτλων. Οι επανεπενδύσεις που πραγματοποιήθηκαν κατανεμήθηκαν μεταξύ χρεογράφων που κατατάσσονται στις διάφορες συνιστώσες του προγράμματος APP (PSPP: χρεόγραφα δημόσιου τομέα, ABSPP: χρεόγραφα που έχουν εκδοθεί έναντι στοιχείων ενεργητικού, CBPP3: καλυμμένες ομολογίες, CSPP: εταιρικά ομόλογα) κατ' αναλογία προς το ύψος των λήξεων τίτλων οι οποίες καταγράφηκαν σε κάθε συνιστώσα του προγράμματος (βλ. Διάγραμμα ΙΙΙ.13). Όσον αφορά τις επανεπενδύσεις σε τίτλους που ανήκουν στη συνιστώσα CSPP, δόθηκε προτίμηση σε τοποθετήσεις σε τίτλους εκδοτών οι δραστηριότητες των οποίων συμβάλλουν περισσότερο στην αντιμετώπιση της κλιματικής αλλαγής.

Από τον Ιούλιο του 2023 και εξής οι επανεπενδύσεις θα σταματήσουν τελείως. Σημειώνεται ότι η επανεπένδυση του προϊόντος της εξόφλησης των τίτλων που έχουν ήδη αποκτηθεί από το Ευρωσύστημα μέσω του άλλου προγράμματος τίτλων, του PEPP (το οποίο θεσμοθετήθηκε με την έναρξη της πανδημίας), θα συνεχιστεί τουλάχιστον μέχρι το τέλος του 2024.

Μέχρι το τέλος του τρέχοντος έτους το Διοικητικό Συμβούλιο εκτιμά ότι θα έχει ολοκληρώσει την επαναξιολόγηση του λειτουργικού πλαισίου της ενιαίας νομισματικής πολιτικής με τη βοήθεια του οποίου καθοδηγούνται τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια, αποσαφηνίζοντας περαιτέρω το μέγεθος του χαρτοφυλακίου τίτλων το οποίο είναι σκόπιμο να έχει στην κατοχή του το Ευρωσύστημα αφού ολοκληρωθεί η ομαλοποίηση του ισολογισμού του.

**Διάγραμμα ΙΙΙ.13 Χαρτοφυλάκιο τίτλων του Ευρωσυστήματος λόγω των προγραμμάτων αγοράς APP και PEPP (2 Ιανουαρίου 2020 - 9 Ιουνίου 2023)**

(αξία σε δισεκ. ευρώ, ημερήσια στοιχεία)





# IV ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Η ελληνική οικονομία διατήρησε σημαντικό μέρος του δυναμισμού της κατά τους πρώτους μήνες του 2023. Το α' τρίμηνο του τρέχοντος έτους το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 2,1%, εποχικά διορθωμένο και σε σταθερές τιμές, σε σύγκριση με το αντίστοιχο τρίμηνο του 2022 και οι περισσότεροι δείκτες της οικονομικής δραστηριότητας, όπως αυτοί που αφορούν τη βιομηχανική παραγωγή και τις κατασκευές, κατέγραψαν θετική πορεία. Ταυτόχρονα, οι προσδοκίες των καταναλωτών και κυρίως των επιχειρήσεων, παρά τις διακυμάνσεις, βελτιώθηκαν σε σύγκριση με το 2022.

Ο γενικός πληθωρισμός σημείωσε σημαντική επιβράδυνση, ήδη από το δ' τρίμηνο του προηγούμενου έτους, πρωτίστως λόγω της συνεχιζόμενης υποχώρησης των τιμών των ενεργειακών αγαθών. Ωστόσο, ανοδικές πιέσεις, κυρίως στις υπηρεσίες και στα μη ενεργειακά βιομηχανικά αγαθά, διατηρούν τον πυρήνα του πληθωρισμού σε υψηλά ακόμη επίπεδα. Η αγορά εργασίας εμφανίζει ικανοποιητική εξέλιξη και στη διάρκεια του 2023, καθώς, όπως καταγράφεται στις ροές μισθωτής απασχόλησης του συστήματος ΕΡΓΑΝΗ, σημαντικές προσλήψεις πραγματοποιούνται στους κλάδους που συνδέονται με τον τουρισμό και την εστίαση.

Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ) μειώθηκε σημαντικά το πρώτο τετράμηνο του τρέχοντος έτους σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2022, λόγω της αύξησης των εξαγωγών αγαθών με ταυτόχρονη μείωση των αντίστοιχων εισαγωγών. Η τάση περιορισμού του ελλείμματος του ΙΤΣ αναμένεται να επιβεβαιωθεί και για το σύνολο του έτους, με τη συμβολή της υποχώρησης των διεθνών τιμών της ενέργειας και της περαιτέρω ενίσχυσης των εξαγωγών αγαθών και των εισπράξεων από τις ταξιδιωτικές υπηρεσίες, αν και το έλλειμμα θα παραμείνει σε υψηλά επίπεδα ως ποσοστό του ΑΕΠ.

Η διατήρηση ικανοποιητικού ρυθμού ανάπτυξης και ο περιορισμός του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών το επόμενο διάστημα αποτελούν τις κυριότερες προκλήσεις για την ελληνική οικονομία. Οι πόροι του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης NextGenerationEU (NGEU) και η συνέχιση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων έχουν κεντρικό ρόλο στην ενίσχυση της παραγωγικότητας και της ανταγωνιστικότητας των εγχώριων επιχειρήσεων και συμβάλλουν στην περαιτέρω βελτίωση της εξωστρέφειας της οικονομίας.

Η ελληνική οικονομία προβλέπεται ότι θα συνεχίσει να αναπτύσσεται το 2023 και 2024 με ρυθμούς 2,2% και 3,0% αντίστοιχα. Οι κίνδυνοι που περιβάλλουν την πρόβλεψη αυτή είναι κυρίως καθοδικοί και συνδέονται με ενδεχόμενες αρνητικές εξελίξεις, όπως επιβράδυνση της ευρωπαϊκής και παγκόσμιας οικονομίας, δυσμενείς διεθνείς γεωπολιτικές εξελίξεις, διατήρηση του πληθωρισμού σε υψηλότερα του αναμενομένου επίπεδα, μεταρρυθμιστική κόπωση, υστέρηση στην απορρόφηση των κονδυλίων του NGEU και τυχόν εμφάνιση μιας νέας γενιάς μη εξυπηρετούμενων δανείων λόγω της αύξησης των επιτοκίων και των επιπτώσεων της ενεργειακής κρίσης. Ανοδικά στο ρυθμό ανάπτυξης θα μπορούσαν να επιδράσουν ενδεχόμενη ταχύτερη αποκλιμάκωση του πληθωρισμού και ευνοϊκότερη του αναμενομένου εξέλιξη της τουριστικής κίνησης.

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

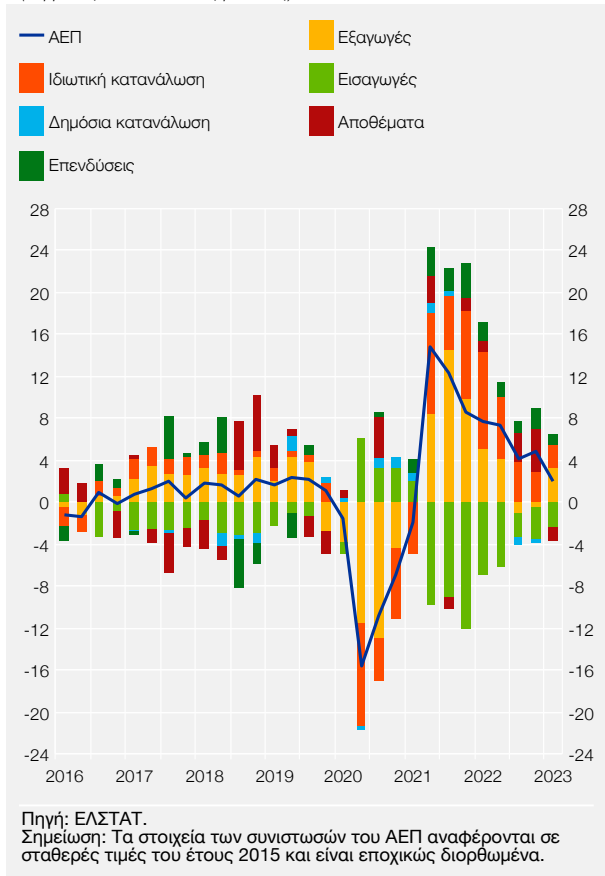
Η ελληνική οικονομία διατήρησε την αναπτυξιακή της δυναμική το 2022, παρά το δυσμενές διεθνές περιβάλλον και τις έντονες πληθωριστικές πιέσεις, με το πραγματικό ΑΕΠ να αυξάνεται

<sup>1</sup> Το κείμενο βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία που ήταν διαθέσιμα μέχρι τις 15.6.2023.



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

(συμβολές σε ποσοστιαίες μονάδες)



κατά 5,9%, ξεπερνώντας τα προ πανδημίας επίπεδα. Το α' τρίμηνο του 2023 συνεχίστηκε η οικονομική ανάπτυξη, αλλά με ηπιότερο ρυθμό σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2022, λόγω της επιβράδυνσης του ρυθμού ανόδου της ιδιωτικής κατανάλωσης συγκριτικά με τους υψηλούς ρυθμούς της μετά την πανδημία περιόδου. Έτσι, σε πραγματικούς όρους και με εποχικώς διορθωμένα στοιχεία, το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 2,1% σε σύγκριση με το αντίστοιχο τρίμηνο του προηγούμενου έτους αλλά υποχώρησε οριακά κατά 0,1% σε σχέση με το τελευταίο τρίμηνο του 2022. Η ισχυρή άνοδος των εξαγωγών και η αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης και των επενδύσεων ήταν οι βασικές συνιστώσες της ανάπτυξης (βλ. Διάγραμμα IV.1 και Πίνακα IV.1).

Οι περισσότεροι δείκτες της οικονομικής δραστηριότητας, όπως της βιομηχανικής παραγωγής, των κατασκευών και των πωλήσεων επιβατικών αυτοκινήτων, συνέχισαν να καταγράφουν θετικούς –αν και επιβραδυνόμενους σε σύγκριση με το 2022– ρυθμούς μεταβολής. Οι προσδοκίες των επιχειρήσεων, και σε μικρότερο βαθμό ο δείκτης εμπιστοσύνης των καταναλωτών, παρά τις διακυμάνσεις που παρουσιάζουν, ανέκτησαν το μεγαλύτερο μέρος των απωλειών που κατέγραψαν μετά την έναρξη του πολέμου στην Ουκρανία και την έκρηξη των πληθωριστικών πιέσεων στη διάρκεια του περασμένου έτους (βλ. Διά-

γραμμα IV.2). Ταυτόχρονα, ο Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών (PMI), ύστερα από μια σύντομη περίοδο υποχώρησης, κατέγραψε εκ νέου αναπτυξιακούς ρυθμούς για την ελληνική μεταποίηση.

Η ελληνική αγορά ακινήτων συνέχισε να αναπτύσσεται στη διάρκεια των πρώτων μηνών του 2023, ιδιαίτερα σε ό,τι αφορά το υψηλών προδιαγραφών τμήμα της. Αν και επηρεάζεται από τον αυξημένο πληθωρισμό, τα ανοδικά επιτόκια και κυρίως από το υψηλό κόστος ενέργειας και υλικών, εκτιμάται ότι θα παραμείνει ελκυστική, σε σύγκριση με τις υπόλοιπες αγορές ακινήτων της Ευρώπης, κυρίως για ακίνητα με χαμηλότερο κόστος λειτουργίας και υψηλότερα επίπεδα ποιότητας.

Η αγορά εργασίας, ύστερα από τη σημαντική βελτίωση του 2022, εξελίσσεται ικανοποιητικά και στη διάρκεια των πρώτων μηνών του 2023, με τη συνολική απασχόληση να αυξάνεται και το ποσοστό ανεργίας να υποχωρεί περαιτέρω έναντι του 2022. Πιο δυναμική εικόνα καταγράφεται στο ισοζύγιο ρών μισθωτής απασχόλησης του συστήματος ΕΡΓΑΝΗ, το οποίο παρουσιάζει την υψηλότερη αύξηση πρώτου τετραμήνου από το 2001. Παράλληλα, η αγορά εργασίας συνεχίζει να χαρακτηρίζεται από μεγαλύτερη στενότητα, καθώς πολλές επιχειρήσεις, ιδιαίτερα στους κλάδους του τουρισμού και των κατασκευών, δυσκολεύονται να βρουν προσωπικό. Η βελτίωση της αγοράς εργασίας εκτιμάται ότι θα συνεχιστεί μεσοπρόθεσμα, καθώς η υλοποίηση του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας "Ελλάδα 2.0" και η αναμενόμενη επιτάχυνση των ιδιωτικών επενδύσεων αναμένεται να συμβάλουν στη δημιουργία νέων και καλύτερα αμειβόμενων θέσεων απασχόλησης.

Ο γενικός πληθωρισμός συνέχισε να επιβραδύνεται τους πρώτους μήνες του 2023, κυρίως λόγω της σημαντικής υποχώρησης των διεθνών τιμών της ενέργειας. Πάντως, στον πυρήνα του πληθω-

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

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

	2019	2020	2021	2022	2022 (β' τρίμ.)	2022 (γ' τρίμ.)	2022 (δ' τρίμ.)	2023 (α' τρίμ.)
Ιδιωτική κατανάλωση	1,9 (1,2)	-7,7 (-5,4)	5,8 (4,1)	7,8 (5,6)	8,7 (6,0)	5,6 (3,8)	4,1 (2,9)	2,9 (2,1)
Δημόσια κατανάλωση	2,1 (0,4)	2,6 (0,5)	2,2 (0,5)	-1,6 (-0,3)	-0,4 (-0,1)	-2,8 (-0,6)	-1,8 (-0,4)	1,4 (0,3)
Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	-2,2 (-0,3)	1,1 (0,1)	20,0 (2,4)	11,7 (1,6)	10,2 (1,3)	8,3 (1,1)	14,8 (2,0)	8,2 (1,1)
Επενδύσεις σε κατοικίες	12,6 (0,1)	19,0 (0,2)	27,3 (0,3)	36,1 (0,5)	16,8 (4,7)	9,8 (2,7)	116,4 (2,1)	48,4 (-1,4)
Εγχώρια τελική ζήτηση <sup>1</sup>	1,5 (1,4)	-4,7 (-4,7)	6,6 (7,0)	6,3 (6,8)	7,0 (7,2)	4,3 (4,3)	4,4 (4,5)	3,3 (3,4)
Αποθέματα και στατιστικές διαφορές (ως % του ΑΕΠ)	1,4%	2,9%	3,4%	5,2%	3,9%	5,7%	6,7%	2,9%
Εγχώρια ζήτηση	1,2 (1,2)	-3,6 (-3,7)	7,0 (7,6)	8,0 (8,7)	8,9 (9,4)	7,3 (7,6)	7,9 (8,4)	1,1 (1,2)
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	4,9 (1,8)	-21,5 (-7,8)	24,1 (7,7)	4,9 (2,0)	11,1 (4,1)	-2,8 (-1,1)	-1,2 (-0,5)	8,9 (3,3)
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	2,9 (-1,1)	-7,3 (2,7)	17,7 (-6,9)	10,2 (-4,6)	14,6 (-6,1)	5,2 (-2,3)	6,8 (-3,1)	5,6 (-2,4)
Εξωτερική ζήτηση	... (0,7)	... (-5,1)	... (0,8)	... (-2,6)	... (-2,1)	... (-3,4)	... (-3,6)	... (0,9)
Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν σε τιμές αγοράς	1,9	-9,0	8,4	5,9	7,3	4,2	4,8	2,1

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, τριμηνιαίοι εθνικοί λογαριασμοί, 7 Ιουνίου 2023. Τα ετήσια στοιχεία είναι μη εποχικώς διορθωμένα. Τα τριμηνιαία στοιχεία είναι εποχικώς διορθωμένα.

Σημείωση: Εντός παρενθέσεως, συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες.

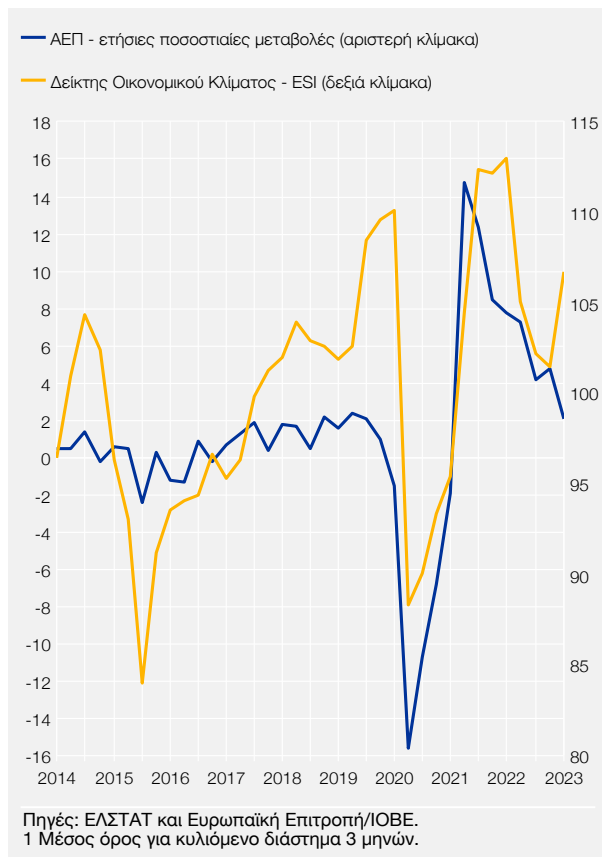
<sup>1</sup> Δεν περιλαμβάνονται αποθέματα και στατιστικές διαφορές.

ρισμού διατηρούνται οι ανοδικές πιέσεις, κυρίως από τις υπηρεσίες και τα μη ενεργειακά βιομηχανικά αγαθά. Ο εναρμονισμένος πληθωρισμός αναμένεται να αποκλιμακωθεί περαιτέρω έως το τέλος του 2023, με τον πυρήνα ωστόσο να παραμένει σε σχετικά υψηλά επίπεδα.

Η διεθνής ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας βελτιώθηκε περαιτέρω το 2022, καθώς το ονομαστικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στην Ελλάδα μειώθηκε, ενώ σε πολλούς βασικούς εμπορικούς εταίρους της χώρας το περιβάλλον υψηλού πληθωρισμού και σημαντικών ονομαστικών μισθολογικών αυξήσεων οδήγησε σε αύξησή του. Πάντως, παρά τη βελτίωση της διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας την τελευταία πενταετία, η ελληνική οικονομία εξακολουθεί να κατατάσσεται σε σχετικά χαμηλή θέση στους διεθνείς δείκτες διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας, λόγω χρόνιων εγγενών αδυναμιών.

Σε ό,τι αφορά το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ), την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2023 το έλλειμμά του περιορίστηκε σημαντικά σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2022, καθώς οι εξαγωγές αγαθών σημείωσαν άνοδο με ταυτόχρονη μείωση των αντίστοιχων εισαγωγών και εκταμιεύθηκαν εισροές από την Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ). Για το σύνολο του

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



τρέχοντος έτους, αναμένεται να περιοριστεί το έλλειμμα του ΙΤΣ, λόγω της μείωσης των διεθνών τιμών της ενέργειας σε συνδυασμό με τις αυξητικές τάσεις των εξαγωγών αγαθών και ταξιδιωτικών υπηρεσιών, καθώς και των εισροών στο πλαίσιο του NGEU.

Οι αβεβαιότητες που συνδέονται με το διεθνές οικονομικό περιβάλλον και το επίπεδο του πληθωρισμού καθιστούν απολύτως αναγκαία τη διατήρηση, μεσοπρόθεσμα, υψηλού αναπτυξιακού ρυθμού. Σε αυτό το περιβάλλον, στο οποίο και η αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής έχει τις δικές της συνέπειες στην οικονομική δραστηριότητα, η οικονομική πολιτική είναι αναγκαίο να εστιάζει στα εξής: (α) Στην ενίσχυση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, ιδιαίτερα σε τομείς που μπορούν να επηρεάσουν άμεσα το δυνητικό ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας, όπως π.χ. σε δράσεις που αφορούν τη διεύρυνση της συμμετοχής των νέων και των γυναικών στην αγορά εργασίας, την ταχεία απονομή της δικαιοσύνης και την ταχεία υλοποίηση των επενδυτικών πρωτοβουλιών του ιδιωτικού τομέα. (β) Στην αποτελεσματική αξιοποίηση των πόρων του ευρωπαϊκού μέσου ανάκαμψης NGEU, προκειμένου να ενισχυθεί σημαντικά η επενδυτική δαπάνη της οικονομίας σε εξωστρεφείς δραστηριότητες και να ολοκληρωθεί η πράσινη και η ψηφιακή μετάβαση. Η διεύρυνση των επενδύσεων θα πρέπει να στηριχθεί και στην άνοδο της εγχώριας αποταμίευσης, χωρίς τη συμβολή της οποίας η ανισορροπία μεταξύ εθνικών αποταμιεύσεων και επενδύσεων επηρεάζει αρνητικά το ισοζύγιο πληρωμών. (γ) Στην αντιμετώπιση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών μέσω της ενίσχυσης της ανταγωνιστικότητας και της εξωστρέφειας της οικονομίας. Σε αυτή την κατεύθυνση θα συμβάλει θετικά η παραγωγική αξιοποίηση των ήδη αυξημένων ροών ξένων άμεσων επενδύσεων (ΞΑΕ). Το ζητούμενο είναι η αύξηση του ποσοστού των ΞΑΕ που κατευθύνονται στον παραγωγικό τομέα της οικονομίας και διευρύνουν το παραγωγικό της δυναμικό (greenfield investment).

Σύμφωνα με πιο πρόσφατες εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, η οικονομική δραστηριότητα προβλέπεται να αυξηθεί κατά 2,2% το 2023 και 3,0% το 2024. Οι κίνδυνοι που περιβάλλουν τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος για την ανάπτυξη είναι κυρίως καθοδικοί. Αναλυτικότερα, ο ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας μπορεί να επιβραδυνθεί περαιτέρω σε περίπτωση: (α) επιδείνωσης του εξωτερικού περιβάλλοντος λόγω δυσμενών γεωπολιτικών εξελίξεων, (β) υψηλότερου πληθωρισμού, (γ) χαμηλότερου του αναμενομένου ρυθμού απορρόφησης των κονδυλίων του NGEU, (δ) αναβολής της υλοποίησης μεταρρυθμίσεων ή/και αντιστροφής παλαιότερων μεταρρυθμιστικών αλλαγών και (ε) εμφάνισης μιας νέας γενιάς μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ), λόγω της αύξησης των επιτοκίων και των επιπτώσεων της ενεργειακής κρίσης, μετά τη σταδιακή κατάργηση των μέτρων κρατικής στήριξης. Αντίστροφα, ταχύτερη αποκλιμάκωση του πληθωρισμού και καλύτερη του αναμενομένου επίδοση του τουρισμού μπορούν να οδηγήσουν σε επιτάχυνση του ρυθμού ανάπτυξης.

## 2 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ

### 2.1 Εξελίξεις από την πλευρά της ζήτησης

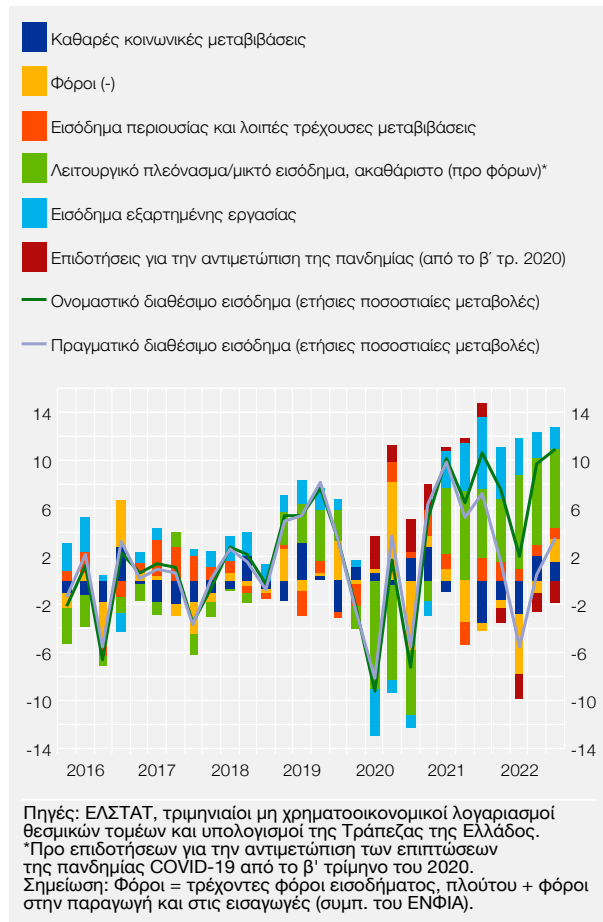
Η ιδιωτική κατανάλωση αποτέλεσε τη βασική συνιστώσα της ανάπτυξης, καταγράφοντας ισχυρό ρυθμό ανόδου το 2022 (+7,8%, με συμβολή +5,6 ποσ. μον. στην αύξηση του ΑΕΠ), παρά την οριακή μείωση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών λόγω των έντονων πληθωριστικών πιέσεων. Σύμφωνα με τα στοιχεία των τριμηνιαίων μη χρηματοοικονομικών λογαριασμών των θεσμικών τομέων που καταρτίζει η ΕΛΣΤΑΤ, το ονομαστικό διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών και των μη κερδοσκοπικών ιδρυμάτων που εξυπηρετούν τα νοικοκυριά (ΜΚΙΕΝ) αυξήθηκε κατά 7,4% το 2022, ενώ το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα μειώθηκε κατά 0,1% λόγω του αυξανόμενου πληθωρισμού. Η αύξηση του ονομαστικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών αποδίδεται κυρίως στη θετική συμβολή του εισοδήματος των αυτοαπασχολούμενων. Η σημαντική άνοδος του εισοδήματος των αυτοαπασχολούμενων (κατά 16%) μπορεί να αποδοθεί στην ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας και πιθανόν στη μετακίνηση του υψηλού πληθωρισμού στις τιμές των υπηρεσιών των ελεύθερων επαγγελματιών. Θετική ήταν επίσης η συμβολή του εισοδήματος εξαρτημένης εργασίας, η άνοδος του οποίου

(5,4%) αποδίδεται πρωτίστως στην αύξηση της απασχόλησης (5,1%) και δευτερευόντως στην άνοδο των αμοιβών εξαρτημένης εργασίας ανά απασχολούμενο (0,3%). Αντίθετα, η άρση της αναστολής φορολογικών και ασφαλιστικών υποχρεώσεων και η σημαντική μείωση των επιδοτήσεων που συνδέονταν με την πανδημία συνέβαλαν αρνητικά στην εξέλιξη του εισοδήματος των νοικοκυριών (βλ. Διάγραμμα IV.3).

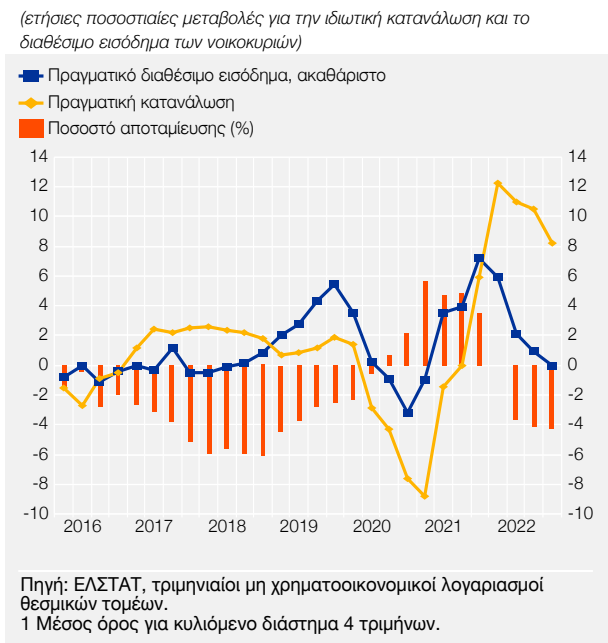
Η άνοδος της ιδιωτικής κατανάλωσης το 2022 αντανάκλα την αποδέσμευση της αναβληθείσας κατανάλωσης των νοικοκυριών ιδίως για διαρκή αγαθά και υπηρεσίες, η οποία υποστηρίχθηκε από τις αποταμιεύσεις που είχαν συσσωρευθεί κατά τη διάρκεια της πανδημίας. Ο μέσος όρος του ποσοστού αποταμίευσης των νοικοκυριών για κυλιόμενο διάστημα τεσσάρων τριμήνων καταδεικνύει τη σημαντική αποκλιμάκωση των υψηλών ποσοστών αποταμίευσης το 2022 (βλ. Διάγραμμα IV.4). Επιπλέον, ο υψηλός πληθωρισμός μείωσε την αγοραστική δύναμη των νοικοκυριών και οδήγησε σε απομείωση των αποταμιεύσεών τους.

Η ιδιωτική κατανάλωση συνέχισε να αυξάνεται το α' τρίμηνο του 2023 (2,9%), αν και με ηπιότε-

Διάγραμμα IV.3 Συμβολές στη μεταβολή του διαθέσιμου εισοδήματος (α' τρίμηνο 2016 - 5' τρίμηνο 2022)



Διάγραμμα IV.4 Ιδιωτική κατανάλωση, διαθέσιμο εισόδημα νοικοκυριών και ποσοστό αποταμίευσης<sup>1</sup> (α' τρίμηνο 2016 - 5' τρίμηνο 2022)



ρους ρυθμούς, εν μέρει ως αποτέλεσμα βάσης, καθώς και λόγω της εξομάλυνσης της καταναλωτικής ζήτησης, της μείωσης του ποσοστού αποταμίευσης των νοικοκυριών και της άνοδου των επιτοκίων. Η καταναλωτική δαπάνη συνέχισε να υποστηρίζεται από το εισόδημα εξαρτημένης εργασίας,<sup>2</sup> από τα κυβερνητικά μέτρα για τη στήριξη των εισοδημάτων των νοικοκυριών, όπως η αύξηση του κατώτατου μισθού, οι ενεργητικές πολιτικές απασχόλησης, τα μέτρα στήριξης των ευάλωτων νοικοκυριών έναντι της αύξησης των τιμών, καθώς και από την αποκλιμάκωση των έντονων πληθωριστικών πιέσεων. Η θετική πορεία της ιδιωτικής κατανάλωσης το α' τρίμηνο του 2023 αντανάκλαται στην άνοδο των πωλήσεων οχημάτων ιδιωτικής χρήσης (βλ. Πίνακα IV.2), καθώς και στη βελτίωση του δείκτη καταναλωτικής εμπιστοσύνης (βλ. Διάγραμμα

2 Το πραγματικό εισόδημα εξαρτημένης εργασίας ανά απασχολούμενο αυξήθηκε κατά 0,6% το α' τρίμηνο του 2023, μετά από πέντε συνεχή τρίμηνα αρνητικών ρυθμών, αντανάκλωντας την άνοδο των μισθών και τους ηπιότερους ρυθμούς άνοδου του πληθωρισμού.

**Πίνακας IV.2 Δείκτες καταναλωτικής και επενδυτικής ζήτησης (2017-2023)**

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

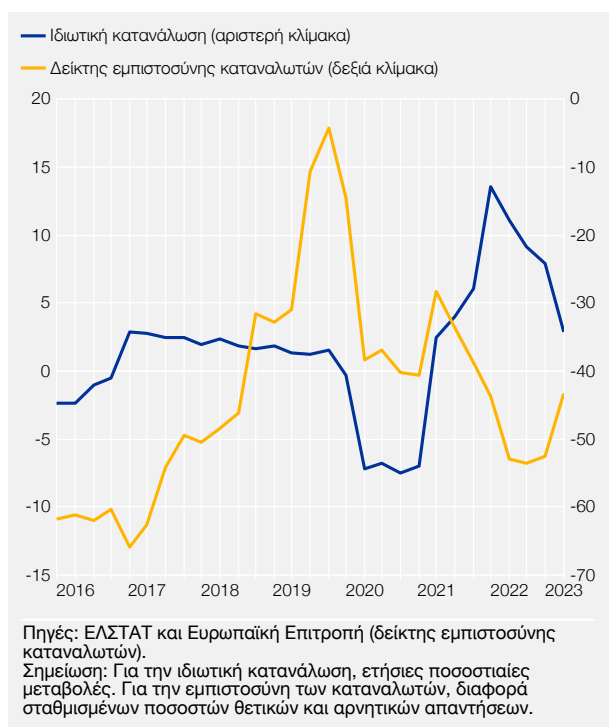
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 (διαθέσιμη περίοδος)
Όγκος λιανικού εμπορίου (γενικός δείκτης)	1,2	1,5	0,8	-4,0	10,3	3,3	-2,6 (Ιαν.-Μάρτ.)
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στο λιανικό εμπόριο	-6,7	9,3	6,0	-20,6	15,2	-5,3	21,0 (Ιαν.-Μάιος)
Δείκτης εμπιστοσύνης καταναλωτών	-58,0	-44,1	-19,6	-32,5	-35,4	-50,7	-34,5 (Μάιος)
Νέες κυκλοφορίες Ι.Χ. επιβατικών αυτοκινήτων	22,2	25,8	13,2	-26,6	22,2	6,7	15,2 (Ιαν.-Μάιος)
Καταναλωτική πίστη <sup>2</sup>	-0,5 (Δεκ.)	-0,8 (Δεκ.)	-1,6 (Δεκ.)	-2,2 (Δεκ.)	-0,3 (Δεκ.)	1,2 (Δεκ.)	1,7 (Απρ.)
Βαθμός χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία παραγωγής κεφαλαιακών αγαθών	64,1	69,4	69,8	70,1	74,7	68,7	69,1 (Ιαν.-Μάιος)
Παραγωγή κεφαλαιακών αγαθών	2,1	5,8	6,0	0,2	13,8	5,5	9,3 (Ιαν.-Απρ.)
Εκταμιεύσεις Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ)	-5,4	4,8	-9,5	88,7	-15,5	22,5	9,4 (Ιαν.-Απρ.)
Τραπεζική χρηματοδότηση των εγχώριων μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων <sup>2</sup>	0,3 (Δεκ.)	0,2 (Δεκ.)	1,7 (Δεκ.)	9,8 (Δεκ.)	2,8 (Δεκ.)	11,9 (Δεκ.)	8,7 (Απρ.)
Στεγαστική πίστη <sup>2</sup>	-3,0 (Δεκ.)	-2,8 (Δεκ.)	-3,4 (Δεκ.)	-2,7 (Δεκ.)	-3,0 (Δεκ.)	-3,6 (Δεκ.)	-3,9 (Απρ.)
Δείκτης παραγωγής στις κατασκευές (σταθερές τιμές)	-18,2	-14,0	-6,0	-9,6	6,9	24,3	24,2 (α' τρίμ. 2023)
Όγκος νέων οικοδομών και προσθηκών βάσει αδειών	19,5	21,4	9,8	5,9	45,9	-2,2	3,0 (Ιαν.-Φεβρ.)
Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές	-9,6	4,8	0,0	7,9	103,5	-10,2	14,4 (Ιαν.-Μάιος)

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

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

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

**Διάγραμμα IV.5 Ιδιωτική κατανάλωση και εμπιστοσύνη των καταναλωτών (α' τρίμηνο 2016 - α' τρίμηνο 2023)**



IV.5) πιθανόν λόγω της εξασθένησης της αβεβαιότητας συνεπεία της αποκλιμάκωσης των πληθωριστικών πιέσεων.

Η άνοδος της οικονομικής δραστηριότητας το α' τρίμηνο του 2023 είχε θετική επίδραση στις επενδύσεις, οι οποίες ενισχύθηκαν περαιτέρω, αν και με ηπιότερο ρυθμό. Ειδικότερα, ο ακαθάριστος σχηματισμός πάγιου κεφαλαίου αυξήθηκε κατά 8,2% το α' τρίμηνο του 2023, έναντι 13,4% την αντίστοιχη περίοδο του 2022. Η βελτίωση οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην αύξηση κατά 48,4% των επενδύσεων σε "Κατοικίες" και κατά 8,1% σε "Άλλες κατασκευές". Σημαντική άνοδο κατά 42,8% παρουσίασαν οι επενδύσεις σε "Μεταφορικό εξοπλισμό και οπλικά συστήματα" ενώ αντίθετα η κατηγορία "Μηχανολογικός εξοπλισμός και οπλικά συστήματα" μειώθηκε κατά 10,2%. Τέλος, η κατηγορία "Εξοπλισμός τεχνολογίας πληροφορικής και επικοινωνιών" παρουσίασε οριακή αύξηση κατά 0,4%.

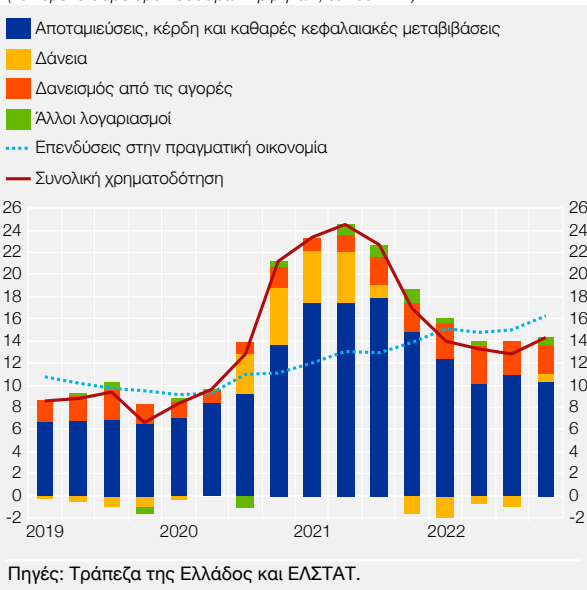
Το 2022 η συνολική χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα υποχώρησε στο 14,3% του ΑΕΠ από 17,0% του ΑΕΠ το 2021, λόγω της μείωσης της



εσωτερικής χρηματοδότησης.<sup>3</sup> Αντίθετα, η εξωτερική χρηματοδότηση σημείωσε βελτίωση, η οποία λειτούργησε αντισταθμιστικά στην υποχώρηση της εσωτερικής χρηματοδότησης. Η εξωτερική χρηματοδότηση στηρίχθηκε στη δυναμική της χρηματοδότησης μέσω της κεφαλαιαγοράς (κυρίως επενδύσεις μη κατοίκων σε μη εισηγμένες εταιρίες και επενδύσεις σε ακίνητα και έκδοση εταιρικών τίτλων), ενώ σημειώθηκε ελαφρά αύξηση των συνολικών δανείων (εσωτερικού και εξωτερικού), η οποία υποβοηθήθηκε εν μέρει από τα δάνεια που δόθηκαν στο πλαίσιο του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF), ύψους 214 εκατ. ευρώ. Αντίθετα, η εσωτερική χρηματοδότηση (ιδιωτικοί αποταμιευτικοί πόροι) υποχώρησε σημαντικά (από 14,7% του ΑΕΠ το 2021 σε 10,3% το 2022), λόγω της έντονα αρνητικής αποταμίευσης των νοικοκυριών που υπεραντιστάθμισε την εξαιρετική πορεία των κερδών των επιχειρήσεων και των επιχορηγήσεων που αυτές έλαβαν στο πλαίσιο του RRF (1,9 δισεκ. ευρώ το β' εξάμηνο του 2022).

**Διάγραμμα IV.6 Πηγές χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα και πραγματικές επενδύσεις (α' τρίμ. 2019 - δ' τρίμ. 2022)**

(κυλιόμενο άθροισμα τεσσάρων τριμήνων, % του ΑΕΠ)



Πιο συγκεκριμένα, οι καλές επιδόσεις του τουριστικού τομέα και της οικονομίας γενικότερα τροφοδότησαν σημαντικά κέρδη για τις επιχειρήσεις (τα οποία διογκώθηκαν εν μέρει λόγω των επίμονων πληθωριστικών πιέσεων) και, συνδυαστικά με τις επιχορηγήσεις του RRF, συνέβαλαν στην αύξηση των αποταμιεύσεών τους. Όμως, η αντικατάσταση της πλειονότητας των μέτρων στήριξης που σχετίζονταν με την πανδημία με μέτρα μικρότερου μεγέθους για την αντιμετώπιση της ενεργειακής κρίσης, η χαμηλότερη αγοραστική δύναμη των νοικοκυριών, η εκτόνωση μέρους της ζήτησης που είχε αναβληθεί κατά την περίοδο ισχύος των περιοριστικών μέτρων και η σταδιακή αποπληρωμή των δανειακών/φορολογικών υποχρεώσεων επιβάρυναν σημαντικά τις αποταμιεύσεις των νοικοκυριών και υπεραντιστάθμισαν τις θετικές επιδόσεις των αποταμιεύσεων των επιχειρήσεων (βλ. Διάγραμμα IV.6).

Το 2022 οι ακαθάριστες επενδύσεις κεφαλαίου<sup>4</sup> του ιδιωτικού τομέα στην πραγματική οικονομία σημείωσαν την υψηλότερη τιμή (16,3% του ΑΕΠ ή 33,8 δισεκ. ευρώ) από το 2008, λόγω της επίδοσης του τομέα των επιχειρήσεων. Αξιοσημείωτο είναι ότι το 2022 ο καθαρός σχηματισμός κεφαλαίου για τις επιχειρήσεις σημείωσε την υψηλότερη τιμή ιστορικά (5,6% του ΑΕΠ), αντανakλώντας τη δυναμική επέκταση της παραγωγικής κεφαλαιακής τους βάσης.

Στο πλαίσιο αυτό, για πρώτη φορά μετά από δύο έτη, το 2022 η εσωτερική αποταμίευση του ιδιωτικού τομέα δεν κάλυπτε το επίπεδο επενδύσεων στην πραγματική οικονομία. Ως εκ τούτου, σημειώθηκε χρηματοδοτικό έλλειμμα του ιδιωτικού τομέα, το οποίο ανήλθε σε 5,9% του ΑΕΠ και αντικατοπτρίζεται στην αύξηση του ελλείματος του ΙΤΣ.

Η σημαντική αύξηση των επενδύσεων στις κατασκευές το 2022 αναμένεται να συνεχιστεί και τα επόμενα έτη. Ισχυρό είναι το αγοραστικό ενδιαφέρον για νέες κατοικίες, κυρίως λόγω της έντονης επενδυτικής ζήτησης από το εξωτερικό, καθώς και της αύξησης της ζήτησης για μίσθωση τουριστικών κατοικιών (βλ. Ενότητα 3). Παράλληλα, πολλά επενδυτικά έργα υλοποι-

<sup>3</sup> Η εσωτερική χρηματοδότηση ορίζεται ως το άθροισμα της ακαθάριστης αποταμίευσης των νοικοκυριών, των παρακρατηθέντων κερδών των επιχειρήσεων και των καθαρών κεφαλαιακών μεταβιβάσεων.

<sup>4</sup> Περιλαμβάνουν τις ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου συν τα αποθέματα, τα οποία σημείωσαν πολύ μεγάλη άνοδο το 2022 και λόγω υψηλού πληθωρισμού.

ούνται την τρέχουσα περίοδο για την κατασκευή ή ανακαίνιση ξενοδοχειακών μονάδων, ιδιαίτερα στις ανώτερες κατηγορίες (4 και 5 αστέρων), ενώ έντονο είναι και το ενδιαφέρον για τον κλάδο των logistics. Τέλος, σημαντικές επενδύσεις υλοποιούνται ή έχουν προγραμματιστεί στον κλάδο της ενέργειας και σε κέντρα δεδομένων (data centres), ενώ αρχίζουν να αυξάνονται δυναμικά και οι επενδύσεις στη βιομηχανία, καθώς οι επιχειρήσεις έχουν ανακοινώσει νέα επενδυτικά σχέδια σε κλάδους όπως διυλιστήρια, παραγωγή τσιμέντου, αλουμινίου, θερμαινόμενων προϊόντων καπνού, βιομηχανικές περιοχές<sup>5</sup> κ.ά.

Μετά την επιβράδυνση που προκάλεσε η πανδημία στο πρόγραμμα ιδιωτικοποιήσεων, η βελτίωση των επιχειρηματικών προσδοκιών αναμένεται να οδηγήσει στην επιτάχυνσή του τα επόμενα χρόνια, καθώς, σύμφωνα με τις προβλέψεις του Προϋπολογισμού για το 2023, τα έσοδα εκτιμάται ότι θα ανέλθουν στα 595,3 εκατ. ευρώ το 2022 και στα 1,99 δισεκ. ευρώ το 2023. Το Νοέμβριο του 2022 το Κυβερνητικό Συμβούλιο Οικονομικής Πολιτικής (ΚΥΣΟΙΠ) ενέκρινε το επικαιροποιημένο Επιχειρησιακό Πρόγραμμα Αξιοποίησης του ΤΑΙΠΕΔ, που περιλαμβάνει 30 έργα, όπως τη μακροχρόνια παραχώρηση της Εγνατίας Οδού και της Αττικής Οδού, την πώληση μετοχικού μεριδίου στα ΕΛΠΕ και στη ΔΕΠΑ, καθώς και την αξιοποίηση λιμένων, μαρινών και ακινήτων.

## 2.2 Εξελίξεις από την πλευρά της προσφοράς

Η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία της οικονομίας διατήρησε τη θετική της δυναμική, καταγράφοντας άνοδο κατά 5,6% το 2022 και 2,7% το α' τρίμηνο του 2023, σε μεγάλο βαθμό λόγω της θετικής επίδοσης του τομέα των υπηρεσιών (βλ. Πίνακα IV.3). Η άνοδος του προϊόντος της οι-

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

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

	2020	2021	2022	2022 (β' τρίμ.)	2022 (γ' τρίμ.)	2022 (δ' τρίμ.)	2023 (α' τρίμ.)
Γεωργία, δασοκομία και αλιεία	-4,7 (-0,2)	-2,5 (-0,1)	1,3 (0,1)	-0,4 (-0,0)	2,2 (0,1)	4,8 (0,2)	1,0 (0,0)
<b>Δευτερογενής τομέας</b>	<b>2,5 (0,4)</b>	<b>10,7 (2,0)</b>	<b>4,2 (0,8)</b>	<b>3,8 (0,7)</b>	<b>4,4 (0,8)</b>	<b>0,5 (0,1)</b>	<b>0,4 (0,1)</b>
Βιομηχανία συμπεριλαμβανομένης της ενέργειας	3,3 (0,5)	11,0 (1,9)	1,6 (0,3)	1,7 (0,3)	2,2 (0,4)	-3,0 (-0,5)	-2,3 (-0,4)
Κατασκευές	-3,4 (-0,1)	7,9 (0,2)	26,0 (0,5)	21,3 (0,5)	21,0 (0,5)	27,7 (0,6)	19,9 (0,5)
<b>Τριτογενής τομέας</b>	<b>-11,4 (-8,8)</b>	<b>7,8 (5,9)</b>	<b>6,0 (4,6)</b>	<b>5,7 (4,4)</b>	<b>4,9 (3,8)</b>	<b>5,9 (4,5)</b>	<b>4,2 (3,2)</b>
Εμπόριο, ξενοδοχεία και εστιατόρια, μεταφορές και αποθήκευση	21,6 (-5,3)	16,2 (3,5)	12,6 (3,0)	17,5 (4,0)	10,4 (2,4)	6,5 (1,6)	4,0 (1,0)
Ενημέρωση και επικοινωνία	2,8 (0,1)	9,8 (0,3)	4,5 (0,1)	1,7 (0,1)	4,0 (0,1)	12,6 (0,4)	8,1 (0,2)
Χρηματοπιστωτικές και ασφαλιστικές δραστηριότητες	-5,0 (-0,3)	-2,3 (-0,1)	2,4 (0,1)	-9,8 (-0,5)	0,4 (0,0)	29,6 (1,3)	5,9 (0,3)
Δραστηριότητες σχετικές με την ακίνητη περιουσία	-11,5 (-2,0)	6,2 (1,1)	0,3 (0,1)	0,4 (0,1)	0,3 (0,1)	0,2 (0,0)	0,4 (0,1)
Επαγγελματικές, επιστημονικές και τεχνικές δραστηριότητες	-8,2 (-0,4)	5,6 (0,3)	13,5 (0,7)	10,0 (0,5)	13,0 (0,7)	17,6 (0,9)	17,2 (0,9)
Δημόσια διοίκηση και άμυνα	-0,4 (-0,1)	1,8 (0,4)	-0,9 (-0,2)	-2,5 (-0,5)	-0,9 (-0,2)	-0,6 (-0,1)	1,1 (0,2)
Τέχνες, διασκέδαση και ψυχαγωγία	-23,5 (-0,8)	16,8 (0,5)	24,9 (0,8)	22,4 (0,7)	18,5 (0,6)	11,5 (0,4)	12,0 (0,5)
<b>Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε βασικές τιμές</b>	<b>-8,9</b>	<b>7,9</b>	<b>5,6</b>	<b>7,1</b>	<b>4,6</b>	<b>4,6</b>	<b>2,7</b>

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, τριμηνιαίοι εθνικοί λογαριασμοί, 7 Ιουνίου 2023. Τα ετήσια στοιχεία είναι μη εποχικώς διορθωμένα. Τα τριμηνιαία στοιχεία είναι εποχικώς διορθωμένα.

Σημείωση: Εντός παρενθέσεων, συμβολή σε ποσοστιαίες μονάδες.

5 Πρόκειται για ένα νέο επενδυτικό σχέδιο, ύψους 50 εκατ. ευρώ, με πόρους του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας για την αναβάθμιση και τον εκσυγχρονισμό των υποδομών σε 14 βιομηχανικές περιοχές τη διετία 2024-2025.

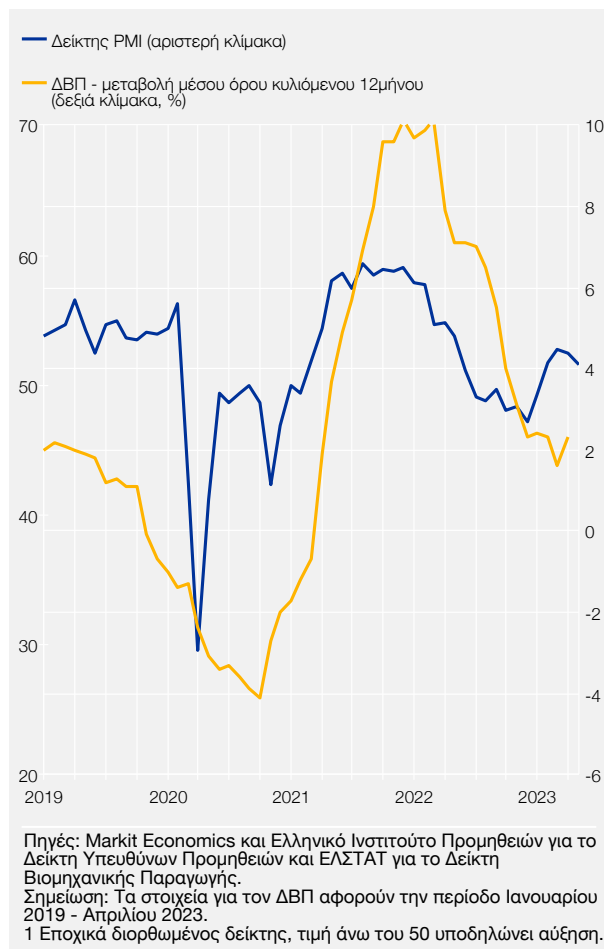
κονομίας αποτυπώνεται στην αύξηση του κύκλου εργασιών του συνόλου των επιχειρήσεων της ελληνικής οικονομίας κατά 34,6% το 2022 και 8,3% το α' τρίμηνο του 2023.

Η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία της βιομηχανίας, συμπεριλαμβανομένης της ενέργειας, αυξήθηκε το 2022 κατά 1,6%, αλλά υποχώρησε το α' τρίμηνο του 2023 κατά 2,3%, πιθανόν αντανακλώντας τη μείωση της παραγωγής ηλεκτρισμού. Η εξέλιξη αυτή συνάδει με την πορεία του δείκτη βιομηχανικής παραγωγής, ο οποίος αυξήθηκε το α' τρίμηνο του έτους με χαμηλότερους ρυθμούς σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2022, λόγω της πτώσης της παραγωγής ηλεκτρισμού εν μέσω των ηπιότερων καιρικών συνθηκών. Αντίθετα, η μεταποιητική παραγωγή κατέγραψε δυναμικούς ρυθμούς ανόδου σε πολλούς κλάδους δραστηριότητας, όπως στα τρόφιμα, τα φαρμακευτικά προϊόντα και τα προϊόντα διύλισης πετρελαίου, εξέλιξη που αποτυπώνεται και στη σημαντική ανάκαμψη των εξαγωγών αγαθών την εν λόγω περίοδο. Άλλωστε, τα στοιχεία ερευνών του δείκτη PMI<sup>6</sup> (βλ. Διάγραμμα IV.7) υποδηλώνουν για την Ελλάδα ισχυρή άνοδο της μεταποιητικής παραγωγής, λόγω της ανάκαμψης της ζήτησης και της υποχώρησης των πληθωριστικών πιέσεων.

Το προϊόν του κατασκευαστικού τομέα αυξήθηκε κατά 26% το 2022 και κατά 19,9% το α' τρίμηνο του 2023. Αυτή η ιδιαίτερα θετική επίδοση αποτυπώνεται και στη σημαντική άνοδο του δείκτη παραγωγής στις κατασκευές την ίδια περίοδο. Οι πρόδρομοι δείκτες δραστηριότητας για τον τομέα των κατασκευών (δείκτης οικοδομικών αδειών και δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις κατασκευές) υποδεικνύουν άνοδο της κατασκευαστικής δραστηριότητας τους πρώτους μήνες του 2023 (βλ. Πίνακα IV.2).

Το 2022 η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία του τομέα των υπηρεσιών αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό 6,0% και συνέβαλε θετικά κατά 4,6 ποσ. μον. στη μεταβολή της συνολικής ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας. Η ισχυρή ανάπτυξη του τριτογενούς τομέα οφείλεται στο σύνολο σχεδόν των κλάδων του. Η θετική εικόνα συνεχίστηκε και κατά το α' τρίμηνο του 2023, με την προστιθέμενη αξία του τομέα των υπηρεσιών να σημειώνει αύξηση κατά 4,2% έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2022 (βλ. Πίνακα IV.4). Επιπλέον, ο Δείκτης Οικονομικής Αβεβαιότητας για τις υπηρεσίες υποχώρησε αισθητά στη χώρα μας το Μάιο του 2023 σε σύγκριση με το Μάιο του 2022 (από 20,3 στις -5,7 μονάδες), γεγονός που ενδεχομένως συνδέεται με την άρση των μέτρων κατά της πανδημίας και τις θετικές ενδείξεις για περαιτέρω ανάκαμψη του τουρισμού κατά το τρέχον έτος. Αυτό αντανakλάται και στις προσδοκίες των επιχειρήσεων του τομέα των υπηρεσιών, καθώς ο σχετικός δείκτης του IOBE ενισχύθηκε σημαντικά το Μάιο στις 112,1 μονάδες, από 93,0 τον Ιανουάριο. Με βάση τις επιμέρους συνιστώσες του δείκτη (π.χ. δείκτης προσδοκιών σε ξενοδοχεία-εστιατόρια και σε τουριστικές επιχειρήσεις), ενισχύονται οι θετικές εκτιμήσεις για

**Διάγραμμα IV.7 Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών<sup>1</sup> (PMI) και Δείκτης Βιομηχανικής Παραγωγής (ΔΒΠ) (Ιανουάριος 2019 - Μάιος 2023)**



6 Σημειώνεται ότι ο δείκτης PMI Απριλίου και Μαΐου κατέγραψε στην Ελλάδα την καλύτερη επίδοση μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ.

**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	21,5	6,8 (Iav.-Μάρτ.)
Λιανικό εμπόριο	1,3	-3,9	11,5	12,4	6,1 (Iav.-Μάρτ.)
Εμπορία και επισκευή αυτοκινήτων-μοτοσικλετών	8,4	-13,0	29,0	15,8	38,9 (Iav.-Μάρτ.)
<b>2. Μεταφορές</b>					
Χερσαίες μεταφορές	1,0	-17,8	11,4	19,5	37,2 (Iav.-Μάρτ.)
Θαλάσσιες και ακτοπλοϊκές μεταφορές	6,3	-25,8	8,1	34,3	18,0 (Iav.-Μάρτ.)
Αεροπορικές μεταφορές	6,3	-65,9	63,5	93,4	66,1 (Iav.-Μάρτ.)
Αποθήκευση και υποστηρικτικές προς τις μεταφορές δραστηριότητες	10,2	-14,6	15,6	28,4	-0,8 (Iav.-Μάρτ.)
<b>3. Ξενοδοχεία και εστιατόρια</b>					
Υπηρεσίες παροχής καταλύματος και εστίασης	1,3	-62,7	82,1	56,1	27,8 (Iav.-Μάρτ.)
<b>4. Ενημέρωση και επικοινωνία</b>					
Τηλεπικοινωνίες	2,4	-2,6	7,3	23,9	13,2 (Iav.-Μάρτ.)
Παραγωγή κιν/κών ταινιών-βίντεο-τηλ/κών προγραμμάτων-ηχογραφήσεις και μουσικές εκδόσεις	-6,6	-17,5	14,9	8,8	25,4 (Iav.-Μάρτ.)
Δραστηριότητες προγραμματισμού και ραδιοτηλεοπτικών εκπομπών	6,1	0,4	1,2	11,5	8,8 (Iav.-Μάρτ.)
<b>5. Επαγγελματικές-επιστημονικές-τεχνικές δραστηριότητες</b>					
Νομικές-λογιστικές δραστηριότητες και υπηρεσίες παροχής συμβουλών διαχείρισης	6,0	-2,9	12,2	23,9	13,2 (Iav.-Μάρτ.)
Δραστηριότητες αρχιτεκτόνων-μηχανικών	0,4	4,1	21,7	8,8	25,4 (Iav.-Μάρτ.)
Υπηρεσίες διαφήμισης και έρευνας αγοράς	9,9	-8,6	12,0	11,5	8,8 (Iav.-Μάρτ.)
Ταξιδιωτικά πρακτορεία και λοιπές δραστηριότητες	3,1	-75,0	112,2	86,6	114,6 (Iav.-Μάρτ.)
<b>B. Επιβατική κίνηση</b>					
Επιβάτες Διεθνούς Αερολιμένα Αθηνών	6,0	-68,4	52,8	84,1	39,9 (Iav.-Μάιος)
Επιβάτες Aegean Airlines <sup>1</sup>	7,3	-65,5	38,9	73,3	71,8 (Iav.-Μάρτ.)
Επιβατική κίνηση Οργανισμού Λιμένος Πειραιώς (ΟΛΠ)	8,7	-59,3	34,7	45,5	32,1 (Iav.-Μάρτ.)
<b>Γ. Δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών στις υπηρεσίες</b>					
	0,7	-22,2	37,8	1,9	-4,1 (Iav.-Μάιος)

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

1 Περιλαμβάνονται και οι ναυλωμένες πτήσεις (charter).

την τρέχουσα κατάσταση των επιχειρήσεων, ενώ παράλληλα βελτιώνονται οι εκτιμήσεις για την τρέχουσα ζήτηση και οι προβλέψεις για τη βραχυπρόθεσμη εξέλιξη της ζήτησης.

Αναφορικά με τις υπηρεσίες του τουρισμού, οι αρχικές ενδείξεις είναι ιδιαίτερα θετικές, καθώς το πρώτο τετράμηνο του έτους οι αφίξεις μη κατοίκων και οι ταξιδιωτικές εισπράξεις έφθασαν στο 111% και 116% αντίστοιχα των μεγεθών του 2019 (βλ. Διάγραμμα IV.8), δημιουργώντας προσδοκίες για υπέρβαση των ιστορικά υψηλών επιπέδων του 2019.<sup>7</sup> Την ίδια περίοδο οι αφίξεις επι-

7 Μελέτη της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος (2023), *Τάσεις του επιχειρείν: Τουρισμός 2ο τρίμηνο 2023, 16 Μαΐου 2023*, αναφέρει ότι η τουριστική περίοδος του 2023 ξεκίνησε ταχύτερα σε σχέση με το παρελθόν, διαμορφώνοντας παράλληλα ευνοϊκές προοπτικές για μια συνολικά ανοδική χρονιά. Ένα βασικό εύρημα της ανάλυσης είναι επίσης ότι τα ελληνικά ξενοδοχεία επιβεβαιώνουν το θετικό κλίμα, διατηρώντας προσδοκίες για αναπτυσσόμενη δυναμική τόσο για το 2023 όσο και για την επόμενη τριετία.

βατών εξωτερικού σε όλα τα αεροδρόμια της χώρας υπερέβησαν τις αντίστοιχες του 2019 κατά 9,1%. Ειδικότερα, σύμφωνα με στοιχεία της Fragorá για τον Απρίλιο, οι αφίξεις επιβατών εξωτερικού στα περιφερειακά αεροδρόμια της χώρας ήταν αυξημένες κατά 15,9% σε σύγκριση με εκείνες του Απριλίου του 2019, ενώ οι αφίξεις επιβατών εξωτερικού στον Διεθνή Αερολιμένα Αθηνών ήταν αυξημένες κατά 4,9% στο πεντάμηνο του 2023 έναντι του 2019.

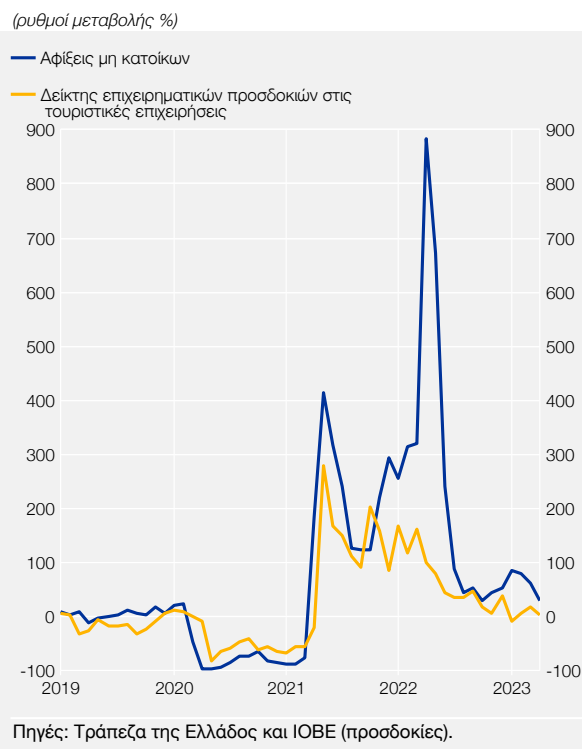
Σε πρόσφατη έρευνα της Ευρωπαϊκής Επιτροπής Ταξιδιών,<sup>8</sup> η Ελλάδα κατατάσσεται στην 4η θέση μεταξύ των 10 κορυφαίων ευρωπαϊκών προορισμών που θέλουν να επισκεφθούν οι Ευρωπαίοι πολίτες το 2023, απέχοντας όμως αρκετά από τις τρεις πρώτες χώρες (Γαλλία, Ισπανία και Ιταλία). Παράλληλα, προηγείται αισθητά από τις χώρες που έπονται στην κατάταξη, δηλ. τη Γερμανία, την Κροατία, την Πορτογαλία, την Αυστρία, το Βέλγιο και το Ηνωμένο Βασίλειο. Επιπλέον, μεταξύ των συμπερασμάτων που προκύπτουν από την ίδια έρευνα είναι ότι η κατηγορία διακοπών “ήλιος και θάλασσα” παραμένει το προτιμώμενο είδος ταξιδιού αναψυχής των Ευρωπαίων (με ποσοστό 19%), ακολουθούμενο από τον τουρισμό πόλεων (“city break”, με ποσοστό 15%) και τον πολιτιστικό τουρισμό (“culture & heritage”, με ποσοστό 14%). Η έρευνα καταλήγει ότι οι ευχάριστες καιρικές συνθήκες και οι ελκυστικές προσφορές είναι για τους Ευρωπαίους τα κορυφαία κριτήρια επιλογής προορισμού, ενώ η προτίμηση για προορισμούς χωρίς πολυκοσμία καταλαμβάνει την τρίτη θέση.

Οι προοπτικές του ελληνικού τουρισμού για το τρέχον έτος παραμένουν ευοίωνες. Μια σημαντική πρόκληση που χρήζει αντιμετώπισης είναι οι ελλείψεις σε ανθρώπινο δυναμικό στον ξενοδοχειακό κλάδο. Σύμφωνα με έρευνα του Ινστιτούτου Τουριστικών Ερευνών και Προβλέψεων (ΙΤΕΠ),<sup>9</sup> το 2022 καταγράφηκαν 60,2 χιλιάδες ελλείψεις στον ξενοδοχειακό κλάδο, οι οποίες αντιστοιχούσαν στο 23% των θέσεων εργασίας που προβλέπονταν από το οργανόγραμμα των ξενοδοχείων. Το αντίστοιχο μέγεθος για το 2021 ήταν 53,2 χιλιάδες ή 22% των θέσεων εργασίας.

### 3 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

Κατά τους πρώτους μήνες του 2023 η ελληνική αγορά ακινήτων, και ειδικά το υψηλών προδιαγραφών τμήμα της, συνέχισε να αναπτύσσεται. Παρά τις αβεβαιότητες που αναδύθηκαν από τις αρχές του 2022, με τον πόλεμο στην Ουκρανία, τις αυξήσεις των επιτοκίων και τις επιβαρύνσεις στο κόστος ενέργειας και υλικών, διατηρήθηκαν οι υψηλοί ρυθμοί αύξησης των τιμών, ως αποτέλεσμα της έντονης ζήτησης και της περιορισμένης προσφοράς χώρων με σύγχρονα τεχνικά χαρακτηριστικά. Εξάλλου, οι πληθωριστικές πιέσεις που καταγράφηκαν το 2022 και συνεχίζονται τους πρώτους μήνες του 2023, όπως και η εκ νέου επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης της οικοδομικής δραστηριότητας, η οποία εδώ και μια δεκαετία και πλέον επηρεάζεται από δια-

Διάγραμμα IV.8 Εισερχόμενη ταξιδιωτική κίνηση και επιχειρηματικές προσδοκίες στον τουρισμό (Ιανουάριος 2019 - Απρίλιος 2023)

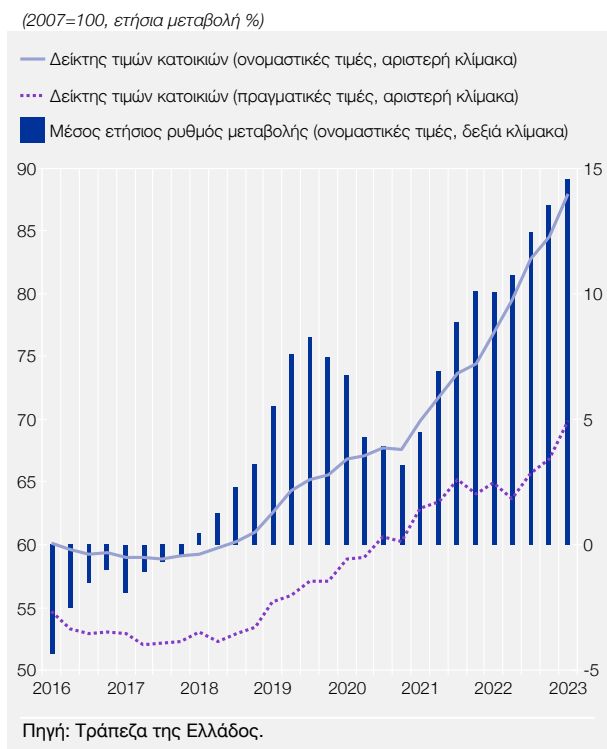


8 European Travel Commission (2023), “Monitoring sentiment for domestic and intra-European travel”, Απρίλιος 2023.

9 ΙΤΕΠ, “Η Απασχόληση στα Ελληνικά Ξενοδοχεία 2022”, δελτίο τύπου, 14.3.2023.



**Διάγραμμα IV.9 Δείκτης τιμών κατοικιών**  
(α' τρίμηνο 2016 - α' τρίμηνο 2023)



δοχικές κρίσεις, συνετέλεσαν στην περαιτέρω αύξηση των τιμών, με τους επενδυτές να συνεχίζουν να πλειοδοτούν επί του περιορισμένου αποθέματος. Η χαμηλή προσφορά σύγχρονων ακινήτων οδηγεί σταδιακά στη διάχυση των αυξήσεων των τιμών προς ακίνητα χαμηλότερων τεχνικών προδιαγραφών. Παράλληλα, οι αποδόσεις διατηρούνται σε επίπεδα χαμηλά για την αγορά, αλλά επενδυτικά ελκυστικά, με αποτέλεσμα να παραμένει ενεργή η επενδυτική δραστηριότητα τόσο από το εξωτερικό όσο και από το εσωτερικό της χώρας.

Στην αγορά κατοικιών διατηρήθηκαν οι ανοδικές τάσεις στις τιμές κατά τη διάρκεια του α' τριμήνου του 2023. Πιο συγκεκριμένα, σύμφωνα με τους δείκτες τιμών διαμερισμάτων που δημοσιεύει η Τράπεζα της Ελλάδος από στοιχεία-εκτιμήσεις που συλλέγει από τα πιστωτικά ιδρύματα, οι ονομαστικές τιμές των διαμερισμάτων το α' τρίμηνο του 2023 ήταν αυξημένες έναντι του αντίστοιχου τριμήνου του 2022 κατά 14,5% (προσωρινά στοιχεία), ενώ για το σύνολο του 2022, με βάση τα αναθεωρημένα στοιχεία, οι τιμές των διαμερισμάτων αυξήθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 11,7% (βλ. Διάγραμμα IV.9). Από την ανάλυση των στοι-

χείων κατά παλαιότητα, το α' τρίμηνο του 2023 ο ρυθμός αύξησης στα παλαιά διαμερίσματα (ηλικίας άνω των 5 ετών) ήταν μεγαλύτερος (15,6%) σε σχέση με αυτόν των νέων διαμερισμάτων (12,8%), ενώ αντίθετα το 2022 ο ρυθμός αύξησης των νέων διαμερισμάτων ήταν ελαφρώς υψηλότερος. Κατά γεωγραφική περιοχή, τα δύο μεγάλα αστικά κέντρα της χώρας καταγράφουν ισχυρότερους ετήσιους ρυθμούς αύξησης από το μέσο ετήσιο ρυθμό για το σύνολο της Ελλάδος, κυρίως λόγω του συνεχιζόμενου επενδυτικού ενδιαφέροντος. Ειδικότερα, για το α' τρίμηνο του 2023 η περιοχή της Αθήνας κατέγραψε μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησης 16,5% και η Θεσσαλονίκη 16,1%, ενώ για το σύνολο του 2022, οι αντίστοιχοι ρυθμοί αύξησης ήταν 13,7% και 12,5% (αναθεωρημένα στοιχεία).

Η θετική πορεία της αγοράς οικιστικών ακινήτων κατά το 2022 συνεχίστηκε και τους πρώτους μήνες του 2023. Ειδικότερα, το α' τρίμηνο του 2023 οι καθαρές ξένες άμεσες επενδύσεις στην Ελλάδα για αγορά ακινήτων κατέγραψαν σημαντικό θετικό ετήσιο ρυθμό αύξησης (32,9%) και ανήλθαν σε 0,5 δισεκ. ευρώ, συνεχίζοντας τη δυναμική πορεία του προηγούμενου έτους.<sup>10</sup> Η οικοδομική δραστηριότητα σε κατοικίες (στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ) εμφανίζεται να ανακάμπτει τους δύο πρώτους μήνες του 2023 σε επίπεδο χώρας, καταγράφοντας σε όρους όγκου οικοδομών (σε κυβικά μέτρα) ετήσια αύξηση 6,8%, ενώ στην περιοχή της Αττικής η αντίστοιχη αύξηση ήταν υψηλότερη (19,3%). Οι επενδύσεις σε κατοικίες (εποχικώς διορθωμένα στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ σε σταθερές τιμές) ενισχύθηκαν το α' τρίμηνο του 2023, σε ετήσια βάση, κατά 48,4%, αν και παρέμειναν σε χαμηλό επίπεδο ως ποσοστό του ΑΕΠ (2,0%). Ο δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών για την κατασκευή κατοικιών του IOBE, κατά τους πρώτους πέντε μήνες του 2023, σημείωσε μικρή βελτίωση έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2022 (13,8%). Στον αντίποδα, το α' τρίμηνο του 2023 το συνολικό κόστος κατασκευής νέων κτιρίων κατοικιών (στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ) αυξήθηκε σε ετήσια βάση κατά 8,1%, ενώ για το σύνολο του 2022 η μέση ετήσια αύξηση ήταν 8,8%. Το συνολικό ύψος των νέων στεγαστικών δανείων, το οποίο παραμένει σε χαμηλά

10 Για το 2022 οι καθαρές εισπράξεις από αγορές ακινήτων από ξένους επενδυτές ανήλθαν σε 2,0 δισεκ. ευρώ, σημειώνοντας μέση ετήσια αύξηση 68%.

επίπεδα, μειώθηκε κατά την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2023 σε ετήσια βάση κατά 7,2%, έναντι σημαντικής αύξησης την αντίστοιχη περίοδο του 2022 (67,3%). Παράλληλα, η αύξηση των επιτοκίων των στεγαστικών δανείων συνετέλεσε στη μείωση της ζήτησης στεγαστικών δανείων επί τέταρτο κατά σειρά τρίμηνο, μετά από δύο έτη συνεχούς αύξησης της ζήτησης (στοιχεία της Έρευνας Τραπεζικών Χορηγήσεων, α' τρίμηνο 2023).

Στον κλάδο των επαγγελματικών ακινήτων, με βάση τα στοιχεία που συλλέγει η Τράπεζα της Ελλάδος, το δεύτερο εξάμηνο του 2022 οι τιμές γραφείων υψηλών προδιαγραφών αυξήθηκαν κατά 2,2% σε σχέση με το αμέσως προηγούμενο εξάμηνο, ενώ οι τιμές των καταστημάτων υψηλών προδιαγραφών αυξήθηκαν κατά 2,4%. Στην Αθήνα οι ρυθμοί αύξησης για τα γραφεία και για τα καταστήματα υψηλών προδιαγραφών ήταν υψηλότεροι και ανήλθαν σε 3,7% και 3,2% αντίστοιχα. Αυξήσεις καταγράφηκαν και στα μισθώματα γραφείων και καταστημάτων όλων των κατηγοριών, που ανήλθαν σε 1,1% και 1,8% αντίστοιχα σε επίπεδο χώρας, σε σχέση με το προηγούμενο εξάμηνο.

Στη διάρκεια του 2022 η οικοδομική δραστηριότητα για επαγγελματικής χρήσης ακίνητα (στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ) κατέγραψε αρνητικό ρυθμό μεταβολής (-8,1%) και, παρά το γεγονός ότι τους δύο πρώτους μήνες του 2023 ο αντίστοιχος ρυθμός μεταβολής έγινε οριακά θετικός (0,8%), στις επιμέρους κατηγορίες η εικόνα παραμένει μεικτή. Συγκεκριμένα, το πρώτο δίμηνο του 2023 καταγράφηκε πολύ σημαντική αύξηση στον αριθμό νέων αδειών για γραφεία (342,9%), ενώ ο αντίστοιχος συνολικός όγκος (σε κυβικά μέτρα) ήταν μειωμένος κατά 52,0% σε σχέση με την ίδια περίοδο του 2022. Οι νέες άδειες για καταστήματα είναι μειωμένες κατά 33,3%, με τον όγκο ωστόσο να είναι αυξημένος κατά 51,2%. Τέλος, πτώση καταγράφηκε κατά το πρώτο δίμηνο τόσο στον αριθμό νέων αδειών (-10,4%) όσο και στον όγκο (-9,4%) των ξενοδοχείων.

Με βάση την Έρευνα Αγοράς Επαγγελματικών Ακινήτων του δεύτερου εξαμήνου του 2022, που διεξάγει η Τράπεζα της Ελλάδος, οι ελάχιστες αποδόσεις των γραφείων υψηλών προδιαγραφών στα εμπορικότερα σημεία του κέντρου της πρωτεύουσας κυμάνθηκαν μεταξύ 5,6% και 6,4%, σταθερές σε σχέση με το προηγούμενο εξάμηνο. Οι αποδόσεις καταστημάτων υψηλών προδιαγραφών στις εμπορικότερες θέσεις του κέντρου της Αθήνας (οδός Ερμού), κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2022, εκτιμάται ότι κυμάνθηκαν μεταξύ 5,3% και 6,2%, επίσης στα επίπεδα του πρώτου εξαμήνου του 2022.

Στην ίδια έρευνα, οι προσδοκίες για το πρώτο εξάμηνο του 2023 καταγράφηκαν ως ιδιαίτερα θετικές για τις επαγγελματικές αποθήκες και τα ξενοδοχεία υψηλών προδιαγραφών, ενώ αντίθετα σημαντικό ποσοστό των συμμετεχόντων διατύπωσε χαμηλές προσδοκίες για την αγορά καταστημάτων, με εξαίρεση τα ανοικτά εμπορικά κέντρα. Παράλληλα, ως ο τομέας με τις θετικότερες προσδοκίες για τα επόμενα δύο χρόνια αναδείχθηκε η διαμετακόμιση και οι επαγγελματικές αποθήκες υψηλών τεχνικών και τεχνολογικών προδιαγραφών, ειδικά σε θέσεις κοντά στον αστικό ιστό της Αθήνας και της Θεσσαλονίκης, επαρκώς εξυπηρετούμενες από υποδομές λιμένων και οδικού ή σιδηροδρομικού δικτύου. Υψηλές καταγράφονται οι προσδοκίες για τα ξενοδοχεία και τη φιλοξενία, όπως και για τα γραφεία υψηλών βιοκλιματικών προδιαγραφών, ενώ ειδική μνεία γίνεται για την επενδυτική κατοικία και ειδικότερες χρήσεις της, όπως η κατοικία για ηλικιωμένους με υψηλών προδιαγραφών υπηρεσίες.

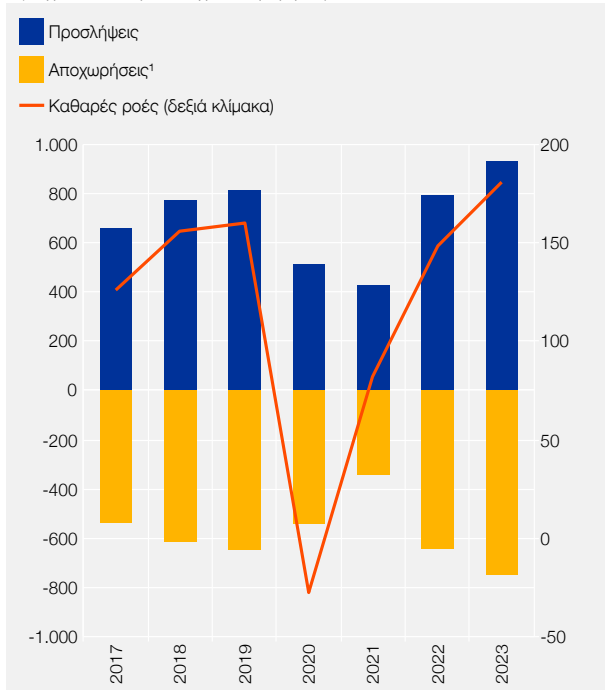
Κατά το τελευταίο διάστημα έχουν συντελεστεί αξιοσημείωτες μεταβολές στην αγορά ακινήτων. Αναπτύξεις υπερτοπικού χαρακτήρα και σημαντικά έργα υποδομών στην Αθήνα, τη Θεσσαλονίκη και την περιφέρεια έχουν δημιουργήσει νέο ενδιαφέρον για επιχειρηματική δραστηριότητα και κατοικία σε διαφορετικές περιοχές της χώρας. Παράλληλα, το αυξανόμενο ενδιαφέρον για πράσινη βιώσιμη ανάπτυξη και η ενσωμάτωσή της, σε αρκετές περιπτώσεις, στην εταιρική πολιτική των μεγάλων επιχειρήσεων έχουν ήδη δώσει ώθηση στην ανάπτυξη νέων ακινήτων υψηλών προδιαγραφών και θα οδηγήσουν σταδιακά στη μετακίνηση των χρηστών προς αυτά. Η αυξανόμενη ζήτηση για ακίνητα σύγχρονων προδιαγραφών εκτιμάται ότι τελικά θα συντελέσει και στην αναβάθμιση του υφιστάμενου αποθέματος, το οποίο, αν δεν προσαρμοστεί στις νέες

απαιτήσεις, θα απαξιωθεί περαιτέρω. Ωστόσο, η αγορά ακινήτων θα συνεχίσει να βρίσκεται υπό την πίεση του αυξημένου πληθωρισμού και των επιτοκίων, της περιορισμένης χρηματοδότησης, του υψηλού κόστους ενέργειας και υλικών και της ευρύτερης γεωπολιτικής αβεβαιότητας. Οι συνθήκες αυτές, σε συνδυασμό με την καθοδική διόρθωση των αξιών που ήδη συντελείται διεθνώς, εκτιμάται ότι θα στρέψουν το επενδυτικό ενδιαφέρον προς βιώσιμες επενδύσεις και προς ακίνητα με χαμηλότερο κόστος λειτουργίας, μεγαλύτερη ευελιξία και επίπεδα ποιότητας που θα διασφαλίζουν την αποκόμιση εισοδήματος και υπεραξιών για μεγάλο χρονικό ορίζοντα. Η ελληνική αγορά ακινήτων, παρουσιάζοντας σημαντικές ιδιαιτερότητες σε σχέση με τις υπόλοιπες αγορές ακινήτων της Ευρώπης, εκτιμάται ότι θα συνεχίσει να διατηρεί την ελκυστικότητά της, ειδικά για το υψηλών προδιαγραφών απόθεμά της.

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

Διάγραμμα IV.10 Ροές μισθωτής απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα (2017-2023)

(σε χιλιάδες άτομα, στοιχεία τετραμήνου)



Πηγές: ΟΑΕΔ και πληροφοριακό σύστημα "ΕΡΓΑΝΗ".  
 1 Περιλαμβάνονται καταγγελίες συμβάσεων, λήξεις συμβάσεων και οικειοθελείς αποχωρήσεις.

Η αγορά εργασίας το 2022 σημείωσε αξιοσημείωτη βελτίωση, καθώς η συνολική απασχόληση αυξήθηκε σημαντικά, ενώ και το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε στο χαμηλότερο επίπεδο των τελευταίων 12 ετών, προσεγγίζοντας τα προ οικονομικής κρίσης επίπεδα. Το α' τρίμηνο του 2023 σημειώθηκε αύξηση της συνολικής απασχόλησης κατά 1,3%, η οποία σε μεγάλο βαθμό οφείλεται σε επιδράσεις βάσης, καθώς το αντίστοιχο τρίμηνο του 2022 η συνολική απασχόληση είχε αυξηθεί κατά 11,6%. Η μισθωτή απασχόληση, σύμφωνα με το ισοζύγιο ροών μισθωτής απασχόλησης του συστήματος ΕΡΓΑΝΗ, παρουσιάζει την υψηλότερη αύξηση πρώτου τετραμήνου από το 2001, ενώ και οι προοπτικές για την απασχόληση κινούνται σε υψηλά επίπεδα. Παράλληλα με την υποχώρηση της ανεργίας, η αγορά εργασίας συνεχίζει να παρουσιάζει μεγαλύτερη στενότητα, όπως φαίνεται από την αύξηση των κενών θέσεων εργασίας το α' τρίμηνο του 2023, καθώς οι επιχειρήσεις, ιδιαίτερα στους κλάδους του τουρισμού και των κατασκευών, δυσκολεύονται να βρουν προσωπικό.

Η αγορά εργασίας, σύμφωνα με τα στοιχεία του πληροφοριακού συστήματος ΕΡΓΑΝΗ, κατέγραψε ιδιαίτερα θετική εικόνα, καθώς το ισο-

ζύγιο των ροών μισθωτής απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα το πρώτο τετράμηνο του 2023 ήταν θετικό και κυμάνθηκε σε επίπεδα σημαντικά υψηλότερα τόσο έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2022 όσο και έναντι της προ πανδημίας περιόδου. Συγκεκριμένα, το πρώτο τετράμηνο του 2023 δημιουργήθηκαν 180.566 νέες θέσεις εργασίας, έναντι 148.123 το 2022 (βλ. Διάγραμμα IV.10), ενώ το αυξημένο θετικό ισοζύγιο ροών απασχόλησης οφείλεται στη σημαντική αύξηση των προσλήψεων, οι οποίες σημείωσαν την υψηλότερη επίδοση των τελευταίων ετών. Ως προς τους επιμέρους κλάδους οικονομικής δραστηριότητας, η μεγαλύτερη αύξηση προσλήψεων καταγράφηκε στις σχετικές με τον τουρισμό δραστηριότητες, καθώς οι επιδόσεις της τουριστικής περιόδου παρουσιάστηκαν βελτιωμένες έναντι της αντίστοιχης περιόδου το 2022. Τέλος, οι προσλήψεις πλήρους απασχόλησης υπερτερούν σε σχέση με τις ευέλικτες μορφές απασχόλησης, καθώς ανήλθαν στο 55,3% του συνόλου (έναντι 57,6% το πρώτο τετράμηνο του 2022).

Ο αριθμός των απασχολούμενων το α΄ τρίμηνο του 2023, σύμφωνα με τα στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού (ΕΕΔ) της ΕΛΣΤΑΤ, παρουσίασε αύξηση κατά 1,3%. Αντίστοιχα, η μισθωτή απασχόληση αυξήθηκε κατά 1,3%, ενώ ο αριθμός των λοιπών απασχολούμενων αυξήθηκε κατά 1,3%, αντανακλώντας την αύξηση, κυρίως, 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 στο 8,4% του συνόλου των απασχολούμενων.

Η αύξηση της απασχόλησης την ίδια περίοδο προήλθε από την αύξηση του αριθμού των απασχολούμενων στη μεταποίηση (2,6%), στις κατασκευές (6,4%), στην εκπαίδευση (3,3%), και στις δραστηριότητες ανθρώπινης υγείας και κοινωνικής μέριμνας (10,4%). Αντίθετα, μείωση των απασχολούμενων παρατηρήθηκε στο εμπόριο (-7,2%), στις σχετικές με τον τουρισμό δραστηριότητες (-2,0%) και στη δημόσια διοίκηση και άμυνα (-1,9%) (βλ. Διάγραμμα IV.11).

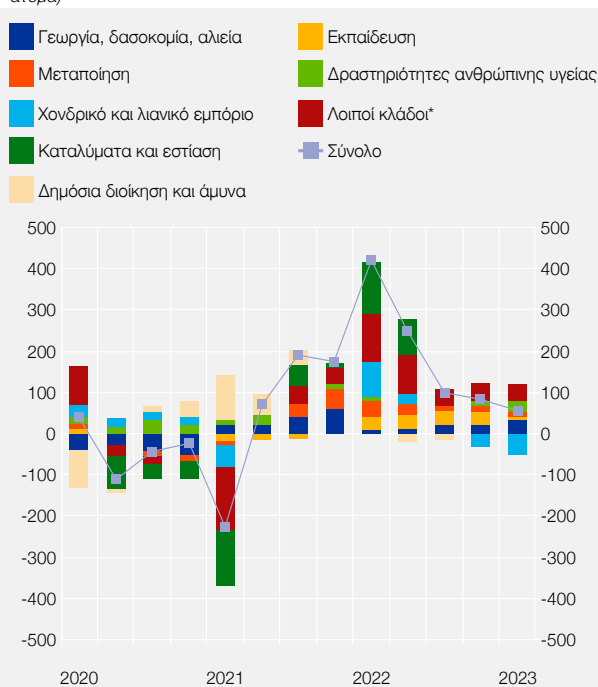
Το ποσοστό ανεργίας κατά το α΄ τρίμηνο του 2023 αποκλιμακώθηκε σε 11,8% (από 13,8% την ίδια περίοδο του 2022). Η αποκλιμάκωση του ποσοστού ανεργίας παρατηρήθηκε τόσο στους άνδρες όσο και στις γυναίκες, αν και το ποσοστό ανεργίας των γυναικών (15,4%) παρέμεινε σημαντικά υψηλότερο από αυτό των ανδρών (9,0%). Παράλληλα μειώθηκε και το ποσοστό ανεργίας των νέων ηλικίας 20-29 ετών στο 21,5% (από 24,5% το α΄ τρίμηνο του 2022). Την ίδια περίοδο αποκλιμακώθηκε και το ποσοστό μακροχρόνιας ανεργίας σε 6,2% (από 8,1% το α΄ τρίμηνο του 2022) (βλ. Διάγραμμα IV.12). Η απασχόληση και η 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 πρώτο πεντάμηνο του 2023, παρουσιάζοντας βελτίωση σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 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.

Η σημαντική οικονομική ανάπτυξη και η υλοποίηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων έχουν συμβάλει στην αύξηση της συνολικής απασχόλησης, στη μείωση του ποσοστού ανεργίας και στη βελτίωση του ποσοστού συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό. Η τάση βελτίωσης της αγοράς εργασίας προβλέπεται να συνεχιστεί μεσοπρόθεσμα, καθώς αναμένεται να υπάρξει επιπρόσθετη θετική επίδραση από την υλοποίηση του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας “Ελλάδα 2.0” μέσω της αύξησης των ιδιωτικών επενδύσεων, η οποία θα οδηγήσει στη δημιουργία νέων και καλύτερα αμειβόμενων θέσεων εργασίας. Έτσι, οι ωφέλειες από τη βελτίωση της αγο-

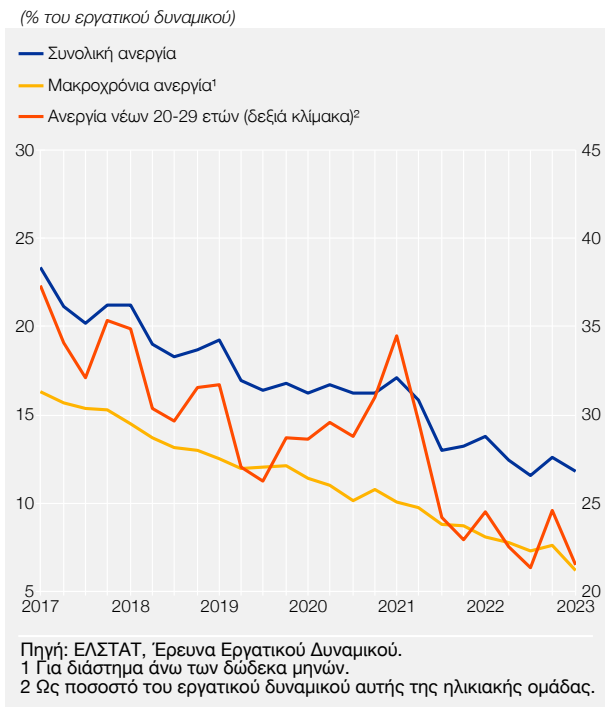
**Διάγραμμα IV.11 Μεταβολές του αριθμού των απασχολούμενων: σύνολο και ανά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας (α΄ τρίμηνο 2020 - α΄ τρίμηνο 2023)**

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



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Έρευνα Εργατικού Δυναμικού.  
\*Περιλαμβάνονται οι κλάδοι με ποσοστό συμμετοχής στη συνολική απασχόληση κάτω του 6%.

**Διάγραμμα IV.12 Ποσοστά ανεργίας  
(α' τρίμηνο 2017 - α' τρίμηνο 2023)**



ράς εργασίας θα διαχυθούν σε όσο το δυνατόν μεγαλύτερο μέρος του πληθυσμού. Ωστόσο, παρά την αξιοσημείωτη μείωση της ανεργίας τα τελευταία έτη, αρκετές στρεβλώσεις συνεχίζουν να υφίστανται, καθώς τα ποσοστά ανεργίας των γυναικών, των νέων και των μακροχρόνια ανέργων παραμένουν σαφώς υψηλότερα του μέσου όρου της ΕΕ, οδηγώντας στην απαξίωση των δεξιοτήτων του εργατικού δυναμικού. Επιπλέον, το πρόβλημα της αναντιστοιχίας μεταξύ ζητούμενων και προσφερόμενων θέσεων εργασίας παραμένει σημαντικό, καθώς οι επιχειρήσεις δυσκολεύονται να βρουν κατάλληλους εργαζόμενους για να καλύψουν τις ανάγκες τους. Χρήσιμες δράσεις προς αυτή την κατεύθυνση είναι η αναβάθμιση της τεχνικής εκπαίδευσης και η υλοποίηση προγραμμάτων κατάρτισης<sup>11</sup> του εργατικού δυναμικού και ιδιαίτερα των ευάλωτων κοινωνικών ομάδων. Εξίσου αναγκαίες είναι παρεμβάσεις για να ενισχυθεί το πλέγμα εναρμόνισης της οικογενειακής και επαγγελματικής ζωής, για την ένταξη και παραμονή στην αγορά εργασίας του μη οικονομικά ενεργού πληθυσμού, με έμφαση στις γυναίκες και στους νέους. Θεσμικές παρεμβάσεις για τη μείωση των ασφαλιστικών

εισφορών ή επιδότησή τους θα μειώσουν το μη μισθολογικό κόστος και θα συμβάλουν, σε συνδυασμό με την αύξηση των ελέγχων και ιδιαίτερα σε κλάδους με αυξημένη παραβατικότητα, στον περιορισμό της αδήλωτης ή υποδηλωμένης εργασίας.

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

### 5.1 Πληθωρισμός

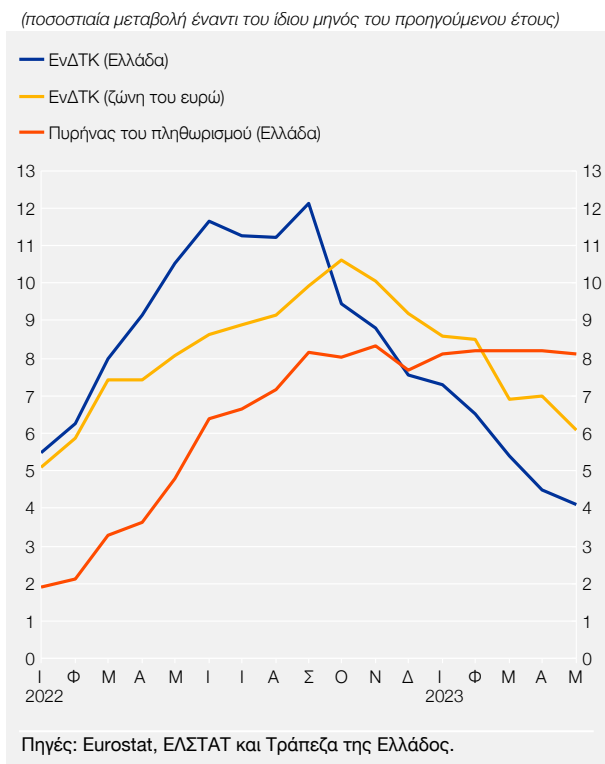
Ο πληθωρισμός, όπως μετρείται από τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ), κατέγραψε το 2022 μέσο ετήσιο ρυθμό 9,3%, καταρρίπτοντας όλα τα προηγούμενα ιστορικά μέγιστα από συστάσεώς του το 1995.

Η πορεία του εναρμονισμένου πληθωρισμού κατά τη διάρκεια του 2022 υπήρξε έντονα ανοδική, σε συνέχεια της τάσης που ξεκίνησε το τελευταίο τρίμηνο του 2021. Ο κύριος παράγοντας που συνέβαλε σ' αυτή την εξέλιξη ήταν η εκρηκτική άνοδος της ενεργειακής συνιστώσας (μέση ετήσια αύξηση 41,0%), συνεπικουρούμενη από την επίσης έντονη άνοδο του πληθωρισμού των διατροφικών αγαθών (μέση ετήσια αύξηση 9,7%). Από τα μέσα του έτους και μετά, συμβολή στη διαμόρφωση του πληθωρισμού σε πολύ υψηλά επίπεδα είχαν επίσης οι υπηρεσίες και τα μη ενεργειακά βιομηχανικά αγαθά, των οποίων οι ετήσιοι ρυθμοί ενισχύθηκαν από τη διάχυση του υψηλού ενεργειακού και διατροφικού κόστους. Έτσι, ο εναρμονισμένος πληθωρισμός, από τον

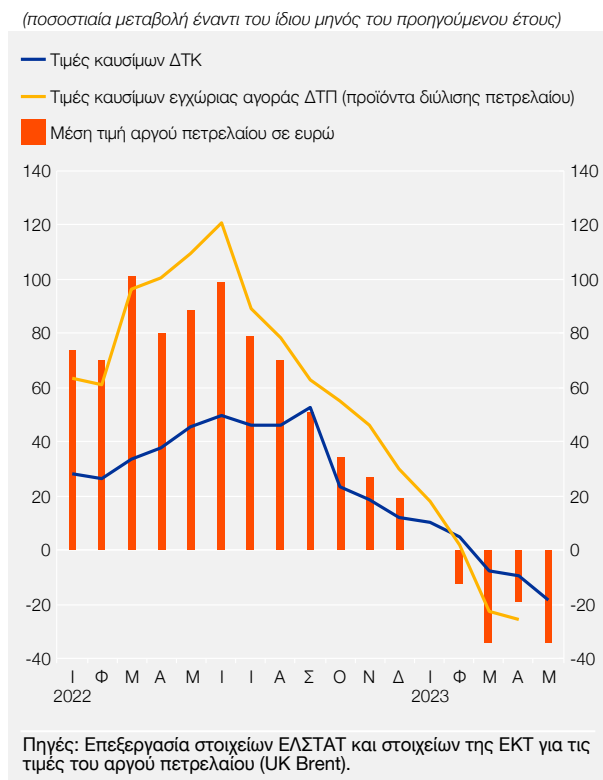
11 Την τρέχουσα χρονική περίοδο είναι διαθέσιμα επιδοτούμενα προγράμματα κατάρτισης με στόχο την ανάπτυξη των επαγγελματικών δεξιοτήτων των ανέργων, που θα ενισχύσουν τη δυνατότητα σύνδεσής τους με την αγορά εργασίας και την απασχόλησή τους. Τα προγράμματα περιλαμβάνουν εξατομικευμένη συμβουλευτική καθοδήγηση, θεωρητική κατάρτιση και πιστοποίηση των επαγγελματικών γνώσεων των συμμετεχόντων, ώστε να αναβαθμίσουν τις επαγγελματικές δεξιότητές τους σε θεματικά αντικείμενα σχετικά με τον επιστημονικό και επαγγελματικό τομέα τους, καθώς και να αποκτήσουν επιπρόσθετες νέες (new skills) ή/και οριζόντιες δεξιότητες (soft skills). Βλ. δελτίο τύπου του Υπουργείου Εργασίας και Κοινωνικών Υποθέσεων, 3.4.2023.



**Διάγραμμα IV.13** Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή στην Ελλάδα και τη ζώνη του ευρώ (Ιανουάριος 2022 - Μάιος 2023)



**Διάγραμμα IV.14** Εξέλιξη τιμών καυσίμων του ΔΤΚ και του ΔΤΠ και της τιμής του αργού πετρελαίου σε ευρώ (Ιανουάριος 2022 - Μάιος 2023)



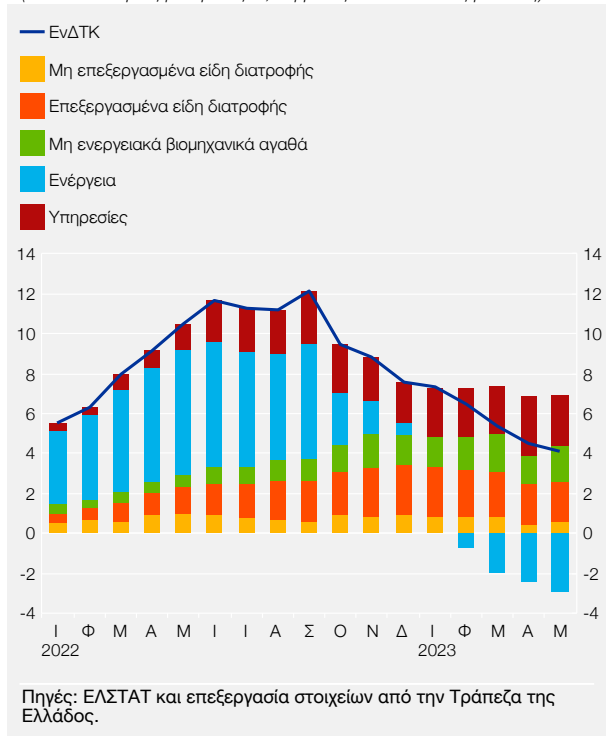
Απρίλιο του 2022 και μετά, κατέγραψε διαδοχικούς μέγιστους ετήσιους ρυθμούς και τελικά κορυφώθηκε το Σεπτέμβριο του 2022 στο 12,1% (βλ. Διάγραμμα IV.13).

Το τελευταίο τρίμηνο του 2022 ξεκίνησε μια καθοδική πορεία για τον εναρμονισμένο πληθωρισμό, που συνεχίστηκε και τους πέντε πρώτους μήνες του 2023. Η αντιστροφή της τάσης του εναρμονισμένου πληθωρισμού από τον Οκτώβριο του 2022 και μετά σχετίζεται με την ενεργειακή συνιστώσα (βλ. Διάγραμμα IV.14). Η υποχώρηση των διεθνών τιμών του πετρελαίου, του ηλεκτρικού ρεύματος και του φυσικού αερίου, σε συνδυασμό με έντονες καθοδικές επιδράσεις βάσης, συνέβαλε στην επιβράδυνση των ετήσιων ρυθμών της ενεργειακής συνιστώσας. Προς την ίδια κατεύθυνση επέδρασαν και οι κρατικές επιδοτήσεις στους λογαριασμούς κυρίως του ηλεκτρικού ρεύματος, αλλά και του φυσικού αερίου. Έτσι, ο εναρμονισμένος πληθωρισμός από τον Οκτώβριο του 2022 ακολούθησε έντονα καθοδική τάση και κατέγραψε ετήσιο ρυθμό 4,1% το Μάιο του 2023 και 5,6%, κατά μέσο όρο, το πρώτο πεντάμηνο του 2023.

Η μεταστροφή των τάσεων όσον αφορά τα ενεργειακά αγαθά όμως δεν συμβάδισε με αντίστοιχη εξέλιξη και για τις υπόλοιπες συνιστώσες του εναρμονισμένου πληθωρισμού. Ειδικότερα, ο πληθωρισμός των ειδών διατροφής κορυφώθηκε το Δεκέμβριο του 2022, ενώ η αποκλιμάκωση των υψηλών ετήσιων ρυθμών του αναμένεται να είναι αργή. Επιπροσθέτως, οι συσσωρευθείσες πληθωριστικές πιέσεις μέσα στο 2022 από τις μεγάλες αυξήσεις στα ενεργειακά αγαθά και στα είδη διατροφής έχουν διαχυθεί στις υπηρεσίες και στα βιομηχανικά αγαθά. Ο μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής των τιμών των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών κατά το πρώτο πεντάμηνο του 2023 είναι σαφέστατα υψηλότερος σε σχέση με το μέσο ετήσιο ρυθμό τους κατά το αντίστοιχο πεντάμηνο του 2022 αλλά και με το μέσο ετήσιο ρυθμό τους καθ' όλο το 2022. Το ίδιο ισχύει και για το μέσο πληθωρισμό των υπηρεσιών κατά το πρώτο πεντάμηνο του 2023.

**Διάγραμμα IV.15 Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή και συμβολές των κύριων συνιστωσών του (Ιανουάριος 2022 - Μάιος 2023)**

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



Ο πυρήνας του πληθωρισμού (ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια και τα μη επεξεργασμένα είδη διατροφής) συνέκλινε με το γενικό πληθωρισμό κατά το τελευταίο τρίμηνο του 2022. Έκτοτε, ο μεν εναρμονισμένος πληθωρισμός ακολούθησε καθοδική πορεία, επηρεαζόμενος από την αποπληθωριστική εξέλιξη των ενεργειακών αγαθών, ο δε πυρήνας κινήθηκε ανοδικά και συνεχίζει να διαμορφώνεται σε επίπεδα υψηλότερα από το γενικό πληθωρισμό (βλ. Διάγραμμα IV.15).

Για το έτος 2023 αναμένεται έντονη αποκλιμακωση του εναρμονισμένου πληθωρισμού, λόγω κυρίως της έντονα πτωτικής πορείας της ενεργειακής συνιστώσας. Ο πυρήνας όμως του πληθωρισμού αναμένεται να διατηρηθεί σε υψηλότερα επίπεδα, καθώς οι συσσωρευθείσες πληθωριστικές πιέσεις επί των συνιστωσών του εκτιμάται ότι θα αποκλιμακωθούν με βραδείς ρυθμούς.

### 5.2 Επιχειρηματικά κέρδη

Το 2022 η καλή πορεία της ελληνικής οικονομίας και του τουρισμού, τα μέτρα δημοσιονομικής πολιτικής κατά την περίοδο της πανδημίας και της ενεργειακής κρίσης, αλλά και οι πληθωριστικές πιέσεις, συνέβαλαν στην ιδιαίτερα υψηλή κερδοφορία 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) υπερκέρασε τα προ πανδημίας επίπεδα το 2022 (33,2%), έναντι 24,8% το 2019, αλλά και τα επίπεδα του 2021 (32,5%).

Το ακαθάριστο λειτουργικό πλεόνασμα των επιχειρήσεων σε ονομαστικούς όρους αυξήθηκε περαιτέρω κατά 32,1% το 2022 (από 28,7% το 2021). Η βελτίωση αυτή οφείλεται κυρίως στην αύξηση της ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας κατά 23,6%, παρά την αύξηση του εισοδήματος εξαρτημένης εργασίας κατά 8,0%. Αντίθετα, η επίδραση των φόρων μείον επιδοτήσεων στην παραγωγή ήταν σημαντικά αρνητική στο σχηματισμό του λειτουργικού πλεονάσματος, καθώς το 2022 υπήρξε άρση της αναστολής φορολογικών και ασφαλιστικών υποχρεώσεων και εξάλειψη του μεγαλύτερου μέρους των επιδοτήσεων που σχετίζονταν με την πανδημία.

Ιδιαίτερα σημαντική συμβολή στο συνολικό λειτουργικό πλεόνασμα είχαν οι επιχειρήσεις που σχετίζονται με τον ενεργειακό τομέα, στις οποίες σημειώθηκαν μεγάλες αυξήσεις τιμών και κερδών, αλλά και οι επιχειρήσεις στους κλάδους της εστίασης και των καταλυμάτων καθώς και στη μεταποίηση, που κατέγραψαν αξιοσημείωτη άνοδο της παραγωγής τους. Σημειώνεται ότι στην επίτευξη υψηλού περιθωρίου κέρδους των επιχειρήσεων την πρόσφατη περίοδο καθοριστικό ρόλο διαδραμάτισαν τα κυβερνητικά προγράμματα διατήρησης των θέσεων εργασίας,<sup>12</sup> αλλά και η συσσώρευση αποταμιεύσεων των νοικοκυριών κατά τη διάρκεια της πανδημίας, η οποία στήριξε τη δυναμική της καταναλωτικής δαπάνης και ζήτησης παρά την άνοδο των τιμών.

<sup>12</sup> Αναλυτικότερα, κατά τη διάρκεια μιας ύφεσης, οι επιχειρήσεις καταβάλλουν προσπάθεια να διατηρήσουν τους εργαζομένους τους, ακόμη και με χαμηλότερα περιθώρια κέρδους. Κατά τη διάρκεια της πανδημικής κρίσης, η διατήρηση των θέσεων εργασίας επιτεύχθηκε χάρη στα κυβερνητικά προγράμματα στήριξης των εισοδημάτων, σε αντίθεση με προηγούμενες υφέσεις, και συνεπώς η καθοδική πίεση στα περιθώρια κέρδους αμβλύνηθηκε (βλ. "Ο ρόλος των περιθωρίων κέρδους στην προσαρμογή στην πανδημική διαταραχή", ΕΚΤ, *Οικονομικό Δελτίο*, τεύχος 2/2021).

### 5.3 Κόστος εργασίας

Το 2022, χάρη στη σημαντική άνοδο της μισθωτής απασχόλησης, την πολύ συγκρατημένη άνοδο των αμοιβών ανά εργαζόμενο και τη μέτρια αύξηση της παραγωγικότητας, το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος μειώθηκε.

Το 2023 εκτιμάται (βλ. Πίνακα IV.5) ότι η άνοδος της απασχόλησης και του ΑΕΠ θα επιβραδυνθεί σημαντικά, ενώ θα επιταχυνθεί η αύξηση των αποδοχών. Το αποτέλεσμα θα είναι μικρή αύξηση της παραγωγικότητας και αισθητή άνοδος του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Πράγματι, το α' τρίμηνο του έτους οι αμοιβές ανά μισθωτό αυξήθηκαν με ετήσιο ρυθμό 5,5% (μη εποχικώς διορθωμένα στοιχεία), ενώ η μισθωτή απασχόληση μόνο κατά 1,3%, με αποτέλεσμα οι συνολικές αμοιβές των εργαζομένων να αυξηθούν κατά 6,9%. Καθώς η παραγωγικότητα ανά απασχολούμενο αυξήθηκε κατά 1,2%, ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του κόστους εργασίας επιταχύνθηκε στο 4,2%. Επίσης, ο δείκτης μισθολογικού κόστους της ΕΛΣΤΑΤ εμφανίζει ετήσιο ρυθμό αύξησης 6,2% το α' τρίμηνο (στοιχεία χωρίς εποχική ή άλλη διόρθωση), ενώ, σύμφωνα με στοιχεία του Πληροφοριακού Συστήματος ΕΡΓΑΝΗ, οι μέσες μεικτές μηνιαίες αποδοχές των μισθωτών αυξήθηκαν κατά 7,2% στο 12μηνο 31.5.2022-31.5.2023.

**Πίνακας IV.5 Αμοιβές και κόστος εργασίας (2021-2023)**

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

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

Πηγές: Για το 2021-2022: ΕΛΣΤΑΤ, στοιχεία ετήσιων εθνικών λογαριασμών και λογαριασμών θεσμικών τομέων, 7.3-25.4.2023. Για το 2023: εκτιμήσεις-προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

Ειδικότερα, στον επιχειρηματικό τομέα το τετράμηνο Ιανουαρίου-Απριλίου 2023 υπογράφηκαν 81 νέες επιχειρησιακές συλλογικές συμβάσεις, οι οποίες αφορούν 39.505 μισθωτούς. Από αυτές, 24 συμβάσεις προβλέπουν αυξήσεις μισθών, ενώ οι υπόλοιπες δεν περιλαμβάνουν μισθολογικές ρυθμίσεις.<sup>13</sup> Εξάλλου, οι κατώτατοι μισθοί αυξήθηκαν κατά 9,4% από 1.4.2023 (αυτό συνεπάγεται –αν δεν υπάρξει άλλη αύξηση– μέση ετήσια αύξηση 9,85% το 2023).<sup>14</sup>

Στον τομέα της γενικής κυβέρνησης οι δαπάνες για αμοιβές υπαλλήλων αυξήθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 3,2% το τετράμηνο Ιανουαρίου-Απριλίου 2023.

### 5.4 Διεθνής ανταγωνιστικότητα

Η διεθνής ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας βελτιώθηκε περαιτέρω το 2022, παρά τον υψηλό εγχώριο πληθωρισμό και τις αυξήσεις των κατώτατων ονομαστικών αποδοχών. 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

13 Στις 6.12.2022 η γαλακτοβιομηχανία ΔΕΛΤΑ ανακοίνωσε αυξήσεις από 1.1.2023 κατά 5%-12%, που αφορούν το 90% των 1.000 εργαζομένων της και που είναι αντιστρόφως ανάλογες προς το ύψος των αποδοχών τους. Εξάλλου, σε κλαδικό επίπεδο, υπογράφηκε στις 4.4.2022 η τριετούς διάρκειας συλλογική σύμβαση των τραπεζών, που προβλέπει αυξήσεις 2% από 1.10.2022, 1% από 1.12.2023 και 2,5% από 1.12.2024, ενώ η διετούς διάρκειας συλλογική σύμβαση των ξενοδοχοϋπαλλήλων που υπογράφηκε το Δεκέμβριο του 2022 προβλέπει αυξήσεις 5,5% από 1.1.2023 και 5,0% από 1.1.2024 (στις 12.4.2023 ο Υπουργός Εργασίας την κήρυξε υποχρεωτική). Επίσης, η διετούς διάρκειας σύμβαση της καπνοβιομηχανίας (7.4.2023) προβλέπει αυξήσεις 4,0-6,8% από 1.1.2023 και ισχύει έως το τέλος του 2024. Τέλος, η διετούς διάρκειας κλαδική σύμβαση βιομηχανικών-βιοτεχνικών επιχειρήσεων ζαχαρωδών προϊόντων (28.4.2023) προβλέπει αυξήσεις 3,0% από 1.5.2023 και 2,0% από 1.5.2024, η διετούς διάρκειας σύμβαση των αρτοποιιών (31.5.2023) αύξηση της τάξεως του 20% από 6.3.2023 και η επίσης διετούς διάρκειας κλαδική σύμβαση της εστίασης (12.6.2023), που αφορά 400.000 μισθωτούς, αυξήσεις 5,5% από 1.6.2023 και 5,0% από 1.6.2024.

14 Σύμφωνα με το άρθρο 39 του ν. 5013/2023, επιστεύστηκε για το 2023 η διαδικασία καθορισμού του κατώτατου μισθού. Για την αύξηση της 1.4.2023, βλ. ανακοινώσεις Υπουργείου Εργασίας και Κοινωνικών Υποθέσεων, 17.3.2023.

εργασίας ανά μονάδα προϊόντος σε πολλούς βασικούς εμπορικούς εταίρους της Ελλάδος, έναντι μείωσής του στην Ελλάδα. Λόγω των εγχώριων εξελίξεων στις τιμές της ενέργειας και στον πληθωρισμό, η ανταγωνιστικότητα ως προς τις τιμές βελτιώθηκε λιγότερο σε σχέση με εκείνη ως προς το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Οι εισαγωγές της Ελλάδος το 2022 αυξήθηκαν με διπλάσιο ρυθμό σε σχέση με τις εξαγωγές, αντανakλώντας το γεγονός ότι το πραγματικό ΑΕΠ της χώρας πέρυσι αυξήθηκε ταχύτερα από εκείνο πολλών άλλων βασικών εμπορικών εταίρων καθώς και την υψηλή εξάρτηση από εισαγωγές.

Σύμφωνα με τις έως τώρα συναλλαγματικές εξελίξεις και τις εκτιμώμενες εξελίξεις στο γενικό πληθωρισμό, τις ονομαστικές αποδοχές και την παραγωγικότητα της εργασίας στην Ελλάδα και στους κυριότερους εμπορικούς εταίρους, αναμένεται μικρή περαιτέρω βελτίωση των δεικτών ανταγωνιστικότητας το 2023. Σε όρους διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας, η κατάταξη της Ελλάδος σε σύνθετους δείκτες βελτιώνεται, αποτυπώνοντας τις προσπάθειες ενίσχυσης του επιχειρηματικού και μακροοικονομικού περιβάλλοντος και τις υλοποιούμενες μεταρρυθμίσεις που επιδρούν θετικά στην αποτελεσματικότητα των επιχειρήσεων και της δημόσιας διοίκησης. Η ευνοϊκή αυτή εξέλιξη αντανakλάται σε κάποιο βαθμό και στην προσέλκυση σημαντικών ξένων άμεσων επενδύσεων σε πολλούς τομείς. Μάλιστα, οι άμεσες επενδύσεις μη κατοίκων στην Ελλάδα τη διετία 2021-2022 ήταν οι υψηλότερες της τελευταίας εικοσαετίας.

Ο δείκτης ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας ανατιμήθηκε κατά 2% το πρώτο τετράμηνο του 2023, καθώς το ευρώ ανέκαμψε από τη μεγάλη υποτίμηση (κατά 11%) έναντι του δολαρίου ΗΠΑ το 2022. Η σταθμισμένη ισοτιμία του ευρώ ενισχύεται από το Σεπτέμβριο του 2022, καθώς η αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής από την ΕΚΤ άρχισε να γίνεται εμφανής και να επιδρά στις προσδοκίες για τις αποδόσεις των περιουσιακών στοιχείων. Το ευρώ καταγράφει ανατίμηση έναντι του δολαρίου ΗΠΑ και άλλων νομισμάτων εμπορικών εταίρων, όπως του γιεν Ιαπωνίας, της κορώνας Σουηδίας, της κορώνας Νορβηγίας, του δολαρίου Αυστραλίας, της λίρας Αγγλίας και της λίρας Τουρκίας.

Στους εθνικούς εναρμονισμένους δείκτες ανταγωνιστικότητας τους οποίους καταρτίζει η ΕΚΤ, τόσο της Ελλάδος όσο και άλλων χωρών της ζώνης του ευρώ, παρατηρήθηκε μείωση (βελτίωση) ως προς το κόστος εργασίας και αύξηση (επιδείνωση) ως προς τις τιμές από το δεύτερο εξάμηνο του 2022 (βλ. Διάγραμμα IV.16).

Ο δείκτης πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας παρουσίασε σημαντική μείωση (βελτίωση) το 2022, η οποία, σε μικρότερο βαθμό, αναμένεται να συνεχιστεί κατά το 2023. Σύμφωνα με τα συγκρίσιμα στοιχεία της Ευρωπαϊκής Επιτροπής,<sup>15</sup> το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος το 2022 στο σύνολο της οικονομίας μειώθηκε στην Ελλάδα (-1,7%), ενώ αυξήθηκε στη ζώνη του ευρώ (3,2%). Μάλιστα, η εκτιμώμενη μέση αύξηση για μια ευρεία ομάδα εμπορικών εταίρων ήταν ακόμη μεγαλύτερη. Ο κυριότερος παράγοντας βελτίωσης το 2022 ήταν η υψηλότερη αύξηση της παραγωγικότητας και η μικρότερη άνοδος της μέσης μισθολογικής δαπάνης ανά εργαζόμενο στην Ελλάδα σε σχέση με τις αντίστοιχες εξελίξεις στους βασικούς εμπορικούς της εταίρους. Η αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στην Ελλάδα εκτιμάται ότι θα είναι σημαντική το 2023, αλλά και πάλι θα υπολείπεται εκείνης των χωρών της ζώνης του ευρώ, όπως και άλλων σημαντικών εμπορικών εταίρων.

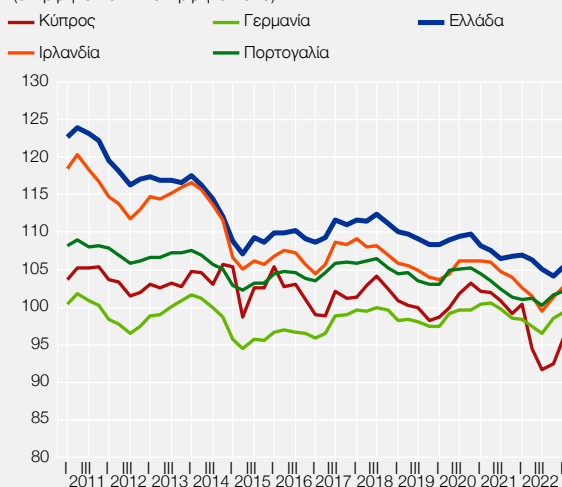
Ο δείκτης πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας με βάση τους σχετικούς δείκτες τιμών καταναλωτή (ΔΤΚ) κατέγραψε μικρή υποχώρηση (βελτίωση) το 2022, λόγω του χαμηλότερου εγχώριου πληθωρισμού συγκριτικά με τον αντίστοιχο σταθμισμένο μέσο των κυριότερων εμπορικών εταίρων. Ωστόσο, οριακή επιδείνωση καταγράφηκε σε σχέση με τους εμπορικούς εταίρους από τη ζώνη του ευρώ, λόγω των τιμών της ενέργειας (βλ. Πίνακα IV.6). Η εξομάλυνση των τιμών της ενέργειας για το 2023 και η επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονο-

15 European Commission, *Economic Forecasts, Spring 2023*.

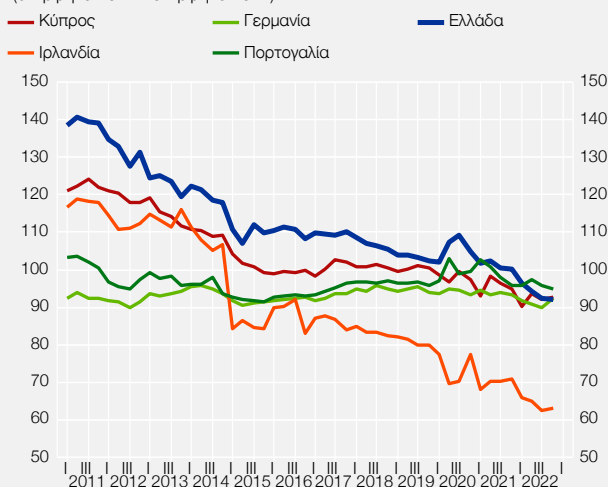
Διάγραμμα IV.16 Εναρμονισμένοι δείκτες ανταγωνιστικότητας  
(δείκτες πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας)

(τριμηνιαία στοιχεία, 2000=100)

α. Με βάση τους δείκτες τιμών καταναλωτή  
(α' τρίμηνο 2011 - α' τρίμηνο 2023)



β. Με βάση τους δείκτες κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος  
(α' τρίμηνο 2011 - δ' τρίμηνο 2022)



Πηγή: ΕΚΤ, Statistical Data Warehouse.

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

Η μεταβολή του ΕνΔΑ της Ιρλανδίας το 2015 αντανακλά αναθεώρηση του τρόπου υπολογισμού των εθνικολογιστικών της στοιχείων.

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	126,1	0,6	123,4	0,1	118,7	0,3
2015	110,6	-2,7	106,5	-4,6	106,8	-4,2	111,9	-4,8	103,4	-3,2
2016	112,0	1,3	107,1	0,5	103,2	-3,4	112,3	0,3	102,8	-0,5
2017	113,6	1,4	107,7	0,6	102,1	-1,0	113,4	1,0	102,1	-0,7
2018	116,0	2,1	108,1	0,3	100,1	-2,0	108,4	-0,9	98,8	-3,1
2019	115,8	-0,2	105,9	-2,0	96,7	-3,4	106,7	-0,8	96,6	-2,3
2020	117,4	1,5	104,4	-1,3	100,2	3,7	105,8	-1,6	99,5	3,0
2021	118,7	1,1	102,5	-1,9	96,3	-3,9	104,4	-2,0	96,2	-3,3
2022	117,5	-1,0	100,1	-2,3	86,9	-9,8	104,9	0,6	91,4	-5,0
2023**	119,3	1,5	98,5	-1,6	83,9	-3,4	103,4	-1,5	88,4	-3,3

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

\* Ο δείκτης υπόκειται σε τακτικές αναθεωρήσεις.

\*\* Εκτίμηση.

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



μίας, επηρεασμένη και από την αύξηση των επιτοκίων, θα περιορίσουν την αυξητική τάση των τιμών σε όλες τις οικονομίες. Μάλιστα, ο πληθωρισμός της Ελλάδος για το 2023 αναμένεται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή να παραμείνει χαμηλότερος των αντίστοιχων ρυθμών τόσο της ευρύτερης ομάδας εμπορικών εταιρών όσο και των εμπορικών εταιρών εντός της ζώνης του ευρώ (4,2% στην Ελλάδα, έναντι 5,8% στη ζώνη του ευρώ).

Παρά τη βελτίωση της διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας την τελευταία πενταετία, η ελληνική οικονομία εξακολουθεί να κατατάσσεται ακόμη σχετικά χαμηλά στους διεθνείς δείκτες διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας, λόγω χρόνιων εγγενών αδυναμιών. Παρά την αξιοσημείωτη πρόοδο τα τελευταία έτη στην ψηφιοποίηση των υπηρεσιών που προσφέρει το κράτος στους πολίτες, η καθυστέρηση στην απονομή της δικαιοσύνης, η γραφειοκρατία και η αναποτελεσματικότητα που εξακολουθεί να υπάρχει σε ορισμένους τομείς της δημόσιας διοίκησης (λ.χ. στις μεταβιβάσεις ακινήτων, στην εκπόνηση χωροταξικών σχεδίων, στην ολοκλήρωση του Εθνικού Κτηματολογίου), η υστέρηση σε βασικές υποδομές όπως στον εκσυγχρονισμό του σιδηροδρομικού δικτύου, η ανεπαρκής καταπολέμηση της εκτεταμένης φοροδιαφυγής, οι οιονεί ολιγοπωλιακές συνθήκες σε συγκεκριμένες αγορές αγαθών και υπηρεσιών που μειώνουν τον ανταγωνισμό και οι στρεβλώσεις στο μηχανισμό διαμόρφωσης τιμών στην αγορά ενέργειας είναι μερικές από τις καταστάσεις οι οποίες δημιουργούν ανικίνητρα στην πραγματοποίηση επενδύσεων, ιδιαίτερα από το εξωτερικό.

## 6 ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΠΛΗΡΩΜΩΝ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΘΕΣΗ

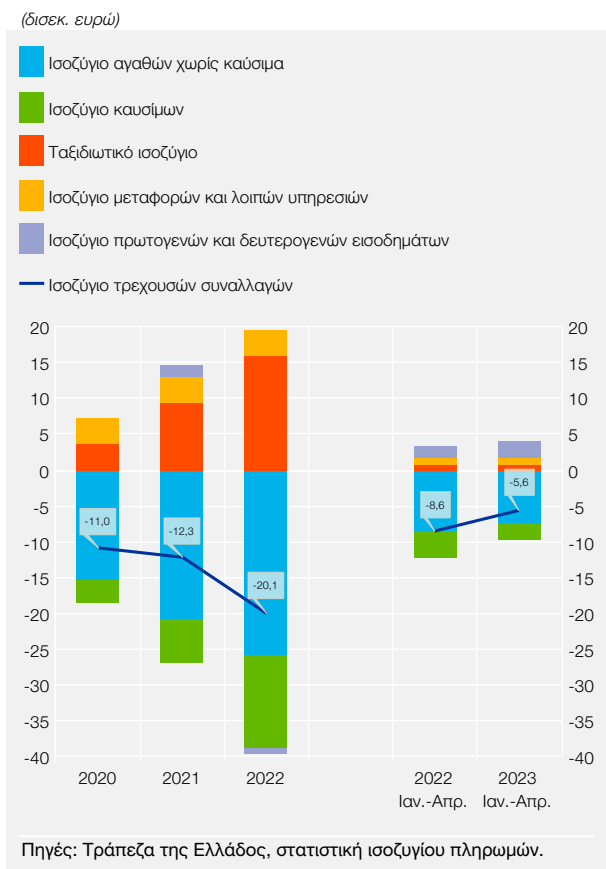
Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ) το 2022 παρουσίασε σημαντική επιδείνωση και το έλλειμμα του διαμορφώθηκε σε 9,7% του ΑΕΠ (έναντι 6,8% του ΑΕΠ το 2021), αφού η αύξηση των εισαγωγών αγαθών ήταν υψηλότερη και υπεραντιστάθμισε τη θετική συμβολή των εξαγωγών αγαθών, των ταξιδιωτικών εισπράξεων και των καθαρών εισπράξεων από θαλάσσιες μεταφορές.

Την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2023 το έλλειμμα του ΙΤΣ μειώθηκε κατά 3,0 δισεκ. ευρώ σε σύγκριση με την ίδια περίοδο του 2022, καθώς το ισοζύγιο αγαθών βελτιώθηκε λόγω της ανόδου των εξαγωγών αγαθών με ταυτόχρονη μείωση των αντίστοιχων εισαγωγών. Παράλληλα, βελτίωση σημείωσε και το ισοζύγιο δευτερογενών εισοδημάτων, αντανακλώντας τις εισροές από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF) και την καταβολή στο Ελληνικό Δημόσιο της τελευταίας δόσης των αποδόσεων από τη διακράτηση ομολόγων (ANFA/SMP). Το ισοζύγιο υπηρεσιών κατέγραψε μικρή αύξηση, παρά τη συρρίκνωση του πλεονάσματος του ισοζυγίου μεταφορών. Οι παραπάνω θετικές εξελίξεις αντισταθμίστηκαν μερικώς από τη μείωση του πλεονάσματος του ισοζυγίου πρωτογενών εισοδημάτων (βλ. Πίνακα 2 του Στατιστικού Παραρτήματος και Διάγραμμα IV.17).

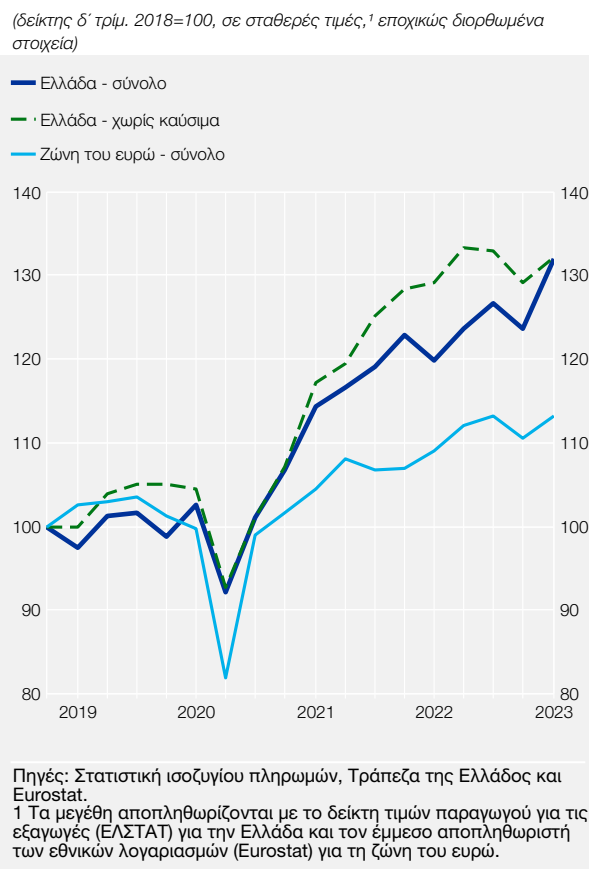
Η βελτίωση του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών οφείλεται στην αύξηση της αξίας των εξαγωγών κατά 12,0%, ενώ οι εισαγωγές αγαθών μειώθηκαν κατά 2,1%. Σε σταθερές τιμές, οι συνολικές εξαγωγές αυξήθηκαν κατά 8,3%, ενώ οι εισαγωγές μειώθηκαν κατά 0,3%. Το ισοζύγιο καυσίμων βελτιώθηκε, λόγω της αύξησης των εξαγωγών καυσίμων (σε σταθερές τιμές κατά 41,6%) με υψηλότερο ρυθμό από την αύξηση των αντίστοιχων εισαγωγών (κατά 20,1%), αλλά και λόγω των μειωμένων διεθνών τιμών των καυσίμων. Επίσης, σε σταθερές τιμές, οι εξαγωγές χωρίς καύσιμα σημείωσαν μικρή άνοδο κατά 0,3%, με τη μεγαλύτερη συμβολή να προέρχεται από τις εξαγωγές των κλάδων των τροφίμων και ποτών και των φαρμακευτικών προϊόντων. Οι εισαγωγές χωρίς καύσιμα μειώθηκαν κατά 3,8% σε σταθερές τιμές, λόγω των χαμηλότερων εισαγωγών πρωτίστως ενδιάμεσων και δευτερευόντως καταναλωτικών αγαθών, ενώ θετική πορεία κατέγραψαν οι εισαγωγές επενδυτικών αγαθών (βλ. Διάγραμμα IV.18).

Το ισοζύγιο υπηρεσιών παρουσίασε σημαντική βελτίωση το 2022, προερχόμενη κυρίως από την αύξηση των ταξιδιωτικών εισπράξεων, οι οποίες ανήλθαν στο 97,2% του επιπέδου του 2019, με τη μέση δαπάνη ανά ταξίδι να είναι αυξημένη κατά 10,7% σε σχέση με το 2019 (βλ. Διάγραμμα IV.19). Η μικρή αύξηση του πλεονάσματος του ισοζυγίου υπηρεσιών το πρώτο τε-

Διάγραμμα IV.17 Βασικά μεγέθη του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών



Διάγραμμα IV.18 Εξαγωγές αγαθών (δ' τρίμηνο 2018 - α' τρίμηνο 2023)



τράμηνο του 2023 συνδέεται με τη βελτίωση των ισοζυγίων ταξιδιωτικών και λοιπών υπηρεσιών, η οποία όμως αντισταθμίστηκε μερικώς από την επιδείνωση του ισοζυγίου μεταφορών. Η δυναμική που καταγράφηκε κατά το 2022, με τη σημαντική αύξηση των αφίξεων και των ταξιδιωτικών εισπράξεων, συνεχίστηκε την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2023: οι αφίξεις αυξήθηκαν κατά 52,5% και οι εισπράξεις κατά 38,0% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2022, έχοντας ξεπεράσει τα επίπεδα του πρώτου τετραμήνου του 2019. Η μέση δαπάνη ανά ταξίδι μειώθηκε κατά 9,6% σε σχέση με την ίδια περίοδο του 2022, αν και θα πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι το διάστημα Ιανουαρίου-Απριλίου δεν αποτελεί περίοδο υψηλής ζήτησης τουριστικών υπηρεσιών. Ο ρυθμός αύξησης των ταξιδιωτών από χώρες εκτός ΕΕ, κυρίως από το Ηνωμένο Βασίλειο και τις ΗΠΑ, υπερβαίνει το ρυθμό αύξησης των ταξιδιωτών από χώρες της ΕΕ, μεταξύ των οποίων η εντονότερη δυναμική καταγράφεται για τους ταξιδιώτες από τη Γαλλία.

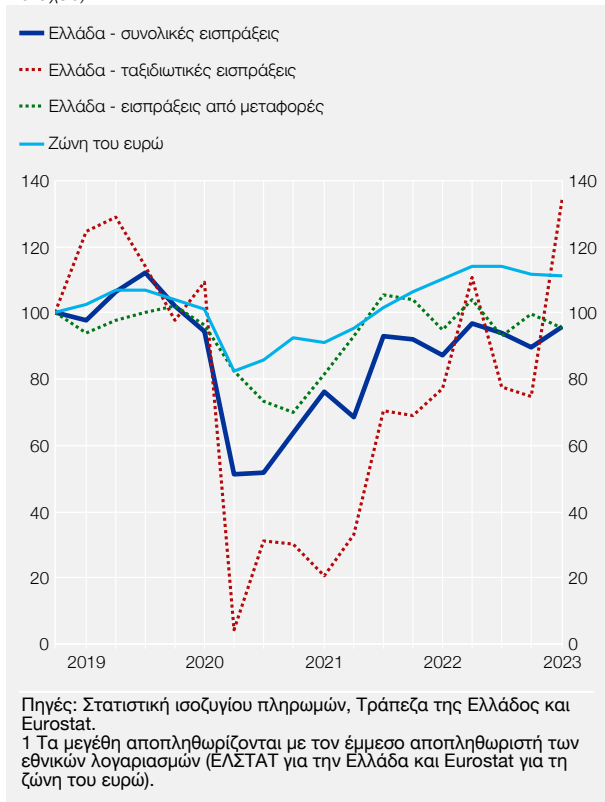
Το ισοζύγιο μεταφορών επιδεινώθηκε την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2023 κατά 32,3%. Ειδικότερα, οι εισπράξεις από θαλάσσιες μεταφορές μειώθηκαν κατά 7,7%, εξέλιξη που αντανάκλα τη μείωση των ναύλων η οποία όμως αντισταθμίστηκε εν μέρει από την ενίσχυση του δολαρίου ΗΠΑ έναντι του ευρώ.<sup>16</sup> Συγκεκριμένα, το μέσο επίπεδο των ναύλων –σύμφωνα με το δείκτη ClarkSea– μειώθηκε κατά 33% συγκριτικά με την αντίστοιχη περίοδο του 2022, αντανάκλωντας δύο αντίθετες τάσεις: αφενός την αξιοσημείωτη άνοδο των ναύλων για τα πετρελαιοφόρα πλοία και αφετέρου τη μείωση των ναύλων για τα πλοία μεταφοράς ξηρού (χύδην) φορτίου.<sup>17</sup>

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 54%, λόγω της επιβράδυνσης της ζήτησης για εισαγωγές πρώτων υλών, καθώς και της αποσυμφόρησης στους λιμένες. Οι ναύλοι των πετρελαιοφόρων κατέγραψαν αξιοσημείωτη άνοδο, που αντανάκλα την αυξημένη ζήτηση θαλάσσιων μεταφορών πετρελαιοειδών.

**Διάγραμμα IV.19 Εξαγωγές υπηρεσιών  
(6<sup>ο</sup> τρίμηνο 2018 - α' τρίμηνο 2023)**

(δείκτης 6<sup>ο</sup> τρίμ. 2018=100, σε σταθερές τιμές,<sup>1</sup> εποχικώς διορθωμένα στοιχεία)



Το ισοζύγιο πρωτογενών εισοδημάτων επιδεινώθηκε το 2022, κυρίως λόγω της αύξησης των καθαρών πληρωμών για τόκους, μερίσματα και κέρδη. Η τάση αυτή συνεχίστηκε και το πρώτο τετράμηνο του 2023, με αποτέλεσμα το πλεόνασμα του ισοζυγίου πρωτογενών εισοδημάτων να μειωθεί σε σχέση με το αντίστοιχο τετράμηνο του 2022.

Η επιδείνωση του ισοζυγίου δευτερογενών εισοδημάτων και του ισοζυγίου κεφαλαίων το 2022 συνδέεται με τη μη εκταμίευση των εγκριμένων εντός του 2022 πληρωμών που αφορούν την επιστροφή κερδών από τα ελληνικά ομόλογα (ANFA/SMP) και με τη μη καταβολή της δεύτερης δόσης στο πλαίσιο του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF). Οι πληρωμές αυτές πραγματοποιήθηκαν το Μάρτιο και τον Ιανουάριο του 2023 αντίστοιχα, με αποτέλεσμα το πλεόνασμα τόσο του ισοζυγίου δευτερογενών εισοδημάτων όσο και του ισοζυγίου κεφαλαίων να αυξηθεί το πρώτο τετράμηνο του τρέχοντος έτους σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2022. Η εκταμίευση της δεύτερης δόσης της χρηματοδότησης μέσω του RRF, ύψους 3,6 δισεκ. ευρώ, με τη μορφή άμεσων μεταβιβάσεων αποτελεί θετική συμβολή στο ΙΤΣ και με τη μορφή επιχορηγήσεων για επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου –που καταγράφονται στο ισο-

ζύγιο κεφαλαίων– μειώνει τις χρηματοδοτικές ανάγκες της οικονομίας από το εξωτερικό, ενώ με τη μορφή δανείων καταγράφεται στο ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών. Η συνολική απορρόφηση των πόρων του RFF, 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 Ιανουαρίου-Απριλίου 2023 οι απολήψεις ανήλθαν σε 627 εκατ. ευρώ και οι αγροτικές επιδοτήσεις στο πλαίσιο της ΚΑΠ σε 1,5 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 έτσι ώστε να διασφαλιστεί η εξ ολοκλήρου απορρόφησή του μέχρι το τέλος του 2023. Στο πλαίσιο του νέου προγράμματος 2021-2027, εκταμιεύθηκαν τα πρώτα 426 εκατ. ευρώ μέχρι τον Απρίλιο του 2023, ωστόσο, όπως έχει παρατηρηθεί από τα προηγούμενα προγράμματα, ο ρυθμός εκταμίευσης επιταχύνεται προς το τέλος της προγραμματικής περιόδου.

Όσον αφορά τις προοπτικές για το 2023, η μείωση των διεθνών τιμών της ενέργειας σε συνδυασμό με τις αυξητικές τάσεις των εξαγωγών αγαθών και των ταξιδιωτικών υπηρεσιών, καθώς

18 Με την ολοκλήρωση των προαπαιτούμενων οροσλήμων, 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.

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.

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.

και τις εισροές από τον RRF, αναμένεται να συμβάλουν στον περιορισμό του ελλείμματος του ΙΤΣ το 2023. Συγκεκριμένα, η αναμενόμενη μείωση των διεθνών τιμών των ενεργειακών αγαθών θα συμβάλει στον περιορισμό του ελλείμματος του ισοζυγίου καυσίμων, ενώ η επιβράδυνση της εγχώριας καταναλωτικής δαπάνης θα έχει ανασχετικό ρόλο στις εισαγωγές καταναλωτικών αγαθών. Ωστόσο, η ανάκαμψη των εγχώριων επενδύσεων, οι οποίες θα ενισχυθούν και από τα έργα που χρηματοδοτούνται από τον RRF, θα οδηγήσει στην αύξηση των εισαγωγών επενδυτικών αγαθών. Η συνεχιζόμενη ανάκαμψη –έστω και με επιβραδυνόμενο ρυθμό– της παγκόσμιας οικονομίας, σε συνδυασμό με τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας, θα έχει θετική επίδραση στις ελληνικές εξαγωγές αγαθών.

Το ισοζύγιο υπηρεσιών αναμένεται να βελτιωθεί το 2023, κυρίως λόγω των εισπράξεων από ταξιδιωτικές υπηρεσίες. Συγκεκριμένα, οι προσδοκίες για την ταξιδιωτική κίνηση και τις σχετικές εισπράξεις είναι ευνοϊκές και τα συναφή μεγέθη αναμένεται να υπερβούν τα επίπεδα του 2019. Οι κύριοι παράγοντες που θα συντελέσουν στην εξέλιξη αυτή είναι η αύξηση των αφίξεων και η επέκταση της τουριστικής περιόδου. Η υλοποίηση επενδύσεων σε νέες ξενοδοχειακές μονάδες με υψηλότερα πρότυπα παρεχόμενων υπηρεσιών αναμένεται να στηρίξει την προσπάθεια προσέλκυσης ταξιδιωτών υψηλότερου εισοδηματικού επιπέδου και κατά συνέπεια τη μέση δαπάνη ανά ταξίδι. Παράλληλα, η επέκταση, ανά την ελληνική επικράτεια, των υποδομών για εγχώρια λιμάνια αναχώρησης (home port) για τις κρουαζιέρες αναμένεται να ενισχύσουν την ανάκαμψη και την περαιτέρω ανάπτυξη του κλάδου. Ωστόσο, η συνεχιζόμενη παρουσία του πληθωρισμού, που διαβρώνει το διαθέσιμο εισόδημα σε κύριες χώρες προέλευσης ταξιδιωτών, καθώς και η αβεβαιότητα που συνδέεται με γεωπολιτικές εξελίξεις, το υψηλό κόστος των αεροπορικών μεταφορών και ο ανταγωνισμός με άλλες περιοχές που επαναδραστηριοποιούνται τουριστικά θα μπορούσαν να περιορίσουν τις αναμενόμενες εισπράξεις. Οι προοπτικές για τις εισπράξεις από θαλάσσιες μεταφορές για το 2023 είναι λιγότερο ευνοϊκές, λόγω της αναμενόμενης διόρθωσης στους ναύλους, αφού αρκετοί από τους έκτακτους παράγοντες που σημειώθηκαν το 2022, όπως οι καθυστερήσεις στους λιμένες που μείωσαν την προσφορά πλοίων και η ισχυρή ανάκαμψη της ζήτησης πρώτων υλών, δεν αναμένεται να διατηρηθούν το 2023. Οι εισπράξεις από αεροπορικές μεταφορές αναμένεται να ενισχυθούν, λόγω και της ανάκαμψης των ταξιδιωτικών αφίξεων.

Θετική συμβολή στο ΙΤΣ το 2023 αναμένεται να έχουν οι εισροές από την ολοκλήρωση της εκταμίευσης του ΕΣΠΑ 2014-2020 (με βάση τον κανόνα n+3), από την επιτάχυνση της υλοποίησης του νέου προγράμματος 2021-2027 και 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.

Στην κατηγορία των άμεσων επενδύσεων, οι υποχρεώσεις των κατοίκων έναντι του εξωτερικού αντιπροσωπεύουν την καθαρή εισροή των ΞΑΕ στην Ελλάδα. Το 2022 διαμορφώθηκαν στο υψηλότερο επίπεδο της τελευταίας εικοσαετίας (6,4 δισεκ. ευρώ ή 3,1% του ΑΕΠ). Κατά την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2023 η ανοδική τάση των ΞΑΕ επιβραδύνθηκε, με τις εισροές να διαμορφώνονται σε 1,1 δισεκ. ευρώ, σε επίπεδο παρόμοιο όπως τα προηγούμενα –πριν το 2022– έτη. Σε αντίθεση με το 2022, οι ΞΑΕ το πρώτο τετράμηνο του τρέχοντος έτους αφορούσαν επενδύσεις σε ακίνητα και μετοχές από αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου. Οι συνολικές εισροές κατευθύνονται κυρίως στους κλάδους της μεταποίησης, των ακινήτων (διαχείριση και ιδιωτικές αγοραπωλησίες ακινήτων), της επικοινωνίας και των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Στην πλειονότητά τους οι ΞΑΕ προέρχονται από το Ηνωμένο Βασίλειο, τις ΗΠΑ και το Χονγκ Κονγκ. Για το σύνολο του 2023, η συμβολή των ΞΑΕ στη χρηματοδότηση του ΙΤΣ εκτιμάται ότι θα είναι σημαντική, λόγω της ενισχυμένης ανταγωνιστικότητας της Ελλάδος και του βελτιωμένου οικονομικού κλίματος. Οι ΞΑΕ για το σύνολο του έτους εκτιμάται ότι θα διατηρηθούν σε υψηλά επίπεδα, υποστηριζόμενες από την επιτάχυνση των

ιδιωτικοποιήσεων ως αποτέλεσμα συναλλαγών ή έργων που έχουν ήδη συμφωνηθεί και βρίσκονται σε τελικό στάδιο.<sup>21</sup>

Όσον αφορά τη Διεθνή Επενδυτική Θέση (ΔΕΘ),<sup>22</sup> στο τέλος του α' τριμήνου του 2023 οι καθαρές υποχρεώσεις της χώρας έναντι του εξωτερικού διαμορφώθηκαν σε 298 δισεκ. ευρώ (141% του ΑΕΠ), καταγράφοντας επιδείνωση κατά 5 δισεκ. ευρώ συγκριτικά με το τέλος του 2022. Ωστόσο, ο λόγος της καθαρής ΔΕΘ προς ΑΕΠ παρέμεινε αμετάβλητος, αφού το ονομαστικό ΑΕΠ αυξήθηκε. Η επιδείνωση της ΔΕΘ οφείλεται κυρίως στην αύξηση των καθαρών υποχρεώσεων των λοιπών τομέων της οικονομίας και δευτερευόντως στη μείωση των καθαρών απαιτήσεων της Τράπεζας της Ελλάδος. Οι εξελίξεις αυτές αντισταθμίστηκαν μερικώς από την αύξηση των καθαρών απαιτήσεων των λοιπών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.<sup>23</sup>

## 7 ΟΙ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Η οικονομική δραστηριότητα διατήρησε τη δυναμική της το 2022, παρά την επιβράδυνση του δεύτερου εξαμήνου, και το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 5,9% στο σύνολο του έτους. Κύριοι παράγοντες ήταν η αποδέσμευση της συμπιεσμένης καταναλωτικής ζήτησης από την περίοδο της πανδημίας, η χρηματοδότηση από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, η δημοσιονομική στήριξη και η ανάκαμψη του τουρισμού. Έτσι, η ισχυρή αύξηση του ΑΕΠ προήλθε κυρίως από την ιδιωτική κατανάλωση, τις επενδύσεις και τις εξαγωγές υπηρεσιών. Η αύξηση των εισαγωγών, που συνδέεται σε μεγάλο βαθμό με την άνοδο της βιομηχανικής παραγωγής, της ιδιωτικής κατανάλωσης και των επενδύσεων, επηρέασε αρνητικά την ανάπτυξη.

Σύμφωνα με τις τρέχουσες προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος, ο ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας το 2023 αναμένεται να διαμορφωθεί στο 2,2%, εξαιτίας της αναμενόμενης κάμψης της οικονομικής δραστηριότητας στην ευρωζώνη και της εξομάλυνσης του ρυθμού αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης. Η νομισματική πολιτική αναμένεται να επιδράσει συσταλτικά, ενώ η δημοσιονομική πολιτική ελαφρώς επεκτατικά στην οικονομική δραστηριότητα το 2023.

Τα επόμενα έτη αναμένεται ότι η ελληνική οικονομία θα συνεχίσει να μεγεθύνεται με ρυθμούς υψηλότερους από αυτούς του δυνητικού προϊόντος. Πιο συγκεκριμένα, ο ρυθμός ανάπτυξης αναμένεται στο 3,0% το 2024 και στο 2,7% το 2025. Οι επιδόσεις αυτές μπορούν να επιτευχθούν υπό την προϋπόθεση ότι, όσον αφορά το εξωτερικό περιβάλλον, θα έχει αποκλιμακωθεί η γεωπολιτική κρίση, θα έχουν μειωθεί οι τιμές της ενέργειας και η αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος θα έχει περιορισμένο αρνητικό αποτύπωμα στην οικονομία της ευρωζώνης. Επιπρόσθετα, οι προβλέψεις βασίζονται στην υπόθεση ότι η ελληνική οικονομία θα συνεχίσει να ενισχύεται σημαντικά από τον διεθνή τουρισμό, την καλή πορεία υλοποίησης των επενδυτικών σχεδίων και την αναπτυξιακή πορεία της ευρωζώνης, που είναι ο μεγάλος εμπορικός εταίρος της χώρας.

Τα επόμενα έτη η καταναλωτική δαπάνη θα καταγράψει χαμηλότερους ρυθμούς ανόδου, αφού θα εξασθενήσουν οι παράγοντες που την ενίσχυσαν τα δύο προηγούμενα έτη (υψηλές αποταμιεύσεις και αναβληθείσα κατανάλωση, κρατική στήριξη των εισοδημάτων), ενώ οι πληθωριστικές πιέσεις εκτιμάται ότι θα συνεχιστούν, συρρικνώνοντας το πραγματικό εισόδημα.

21 Βλ. Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2022, Πίνακας 5.4, σελ. 163.

22 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.

23 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.



Πίνακας IV.7 Μακροοικονομικές προβλέψεις για την Ελλάδα

(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

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

Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ και Τράπεζα της Ελλάδος.

Οι επενδύσεις αναμένεται να αυξηθούν με πολύ υψηλούς ρυθμούς καθ' όλη την περίοδο πρόβλεψης 2023-2025, υποστηριζόμενες από την ικανοποιητική ρευστότητα στον τραπεζικό τομέα και την αξιοποίηση των διαθέσιμων ευρωπαϊκών πόρων. Ειδικότερα, η Ελλάδα θα λάβει συνολική στήριξη ύψους 40 δισεκ. ευρώ περίπου από το μακροπρόθεσμο προϋπολογισμό της ΕΕ 2021-2027 και 33 δισεκ. ευρώ από το NGEU και αυτοί οι πόροι αναμένεται ότι θα προσελκύσουν επιπρόσθετα ιδιωτικά κεφάλαια. Οι υψηλοί ρυθμοί αύξησης των επενδύσεων αντανακλούν τη βελτίωση του οικονομικού κλίματος και τη σημαντική υποεπένδυση της τελευταίας δεκαετίας. Επιπλέον, η σημαντική μείωση του λόγου του δημόσιου χρέους ως προς το ΑΕΠ καθ' όλη την περίοδο πρόβλεψης, με την αναμενόμενη επίτευξη πρωτογενών δημοσιονομικών πλεονασμάτων από το 2023, εκτιμάται ότι θα βοηθήσει στη μείωση του κινδύνου χώρας και θα βελτιώσει περαιτέρω το επενδυτικό κλίμα.

Οι εξαγωγές αναμένεται να συνεχίσουν να αυξάνονται τα επόμενα έτη, κυρίως λόγω των εξαγωγών αγαθών, ενώ οι εξαγωγές υπηρεσιών, ο τουρισμός και η ναυτιλία αναμένεται να παρουσιάσουν πιο συγκρατημένες επιδόσεις σε σχέση με εκείνες που κατέγραφαν τα πρώτα έτη μετά την πανδημία. Οι εισαγωγές αναμένεται επίσης να αυξηθούν τα επόμενα έτη, αν και με χαμηλότερους ρυθμούς, αντανακλώντας αφενός την έντονη επενδυτική δραστηριότητα και αφετέρου τη συγκρατημένη ιδιωτική κατανάλωση.

Η σταδιακή αποκλιμάκωση της ανεργίας την περίοδο 2023-2025 θα υποστηριχθεί από την αναμενόμενη επίτευξη ικανοποιητικών ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης, από τα μέτρα που έχουν υιοθετηθεί τα τελευταία χρόνια με σκοπό την ενίσχυση της απασχόλησης, αλλά και από τη συνέχιση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Η συνολική απασχόληση αναμένεται να αυξηθεί κατά 1,5% το 2023, καθώς η ζήτηση στους τομείς του τουρισμού, του λιανικού εμπορίου, της βιομηχανίας και των κατασκευών αναμένεται ισχυρή. Επιπλέον, το ποσοστό ανεργίας προβλέπεται να μειωθεί στο 11,5% το 2023, περίπου μία ποσοστιαία μονάδα χαμηλότερο από το ποσοστό του 2022.

Οι αποδοχές ανά απασχολούμενο προβλέπεται να αυξηθούν κατά 5,0% το 2023. Η αύξηση των αποδοχών ανά απασχολούμενο αναμένεται ότι θα υποστηριχθεί από την περαιτέρω αύξηση του κατώτατου μισθού, την πίεση για αυξήσεις μισθών λόγω των υψηλότερων επιπέδων των τιμών και την αυξημένη στενότητα σε τμήματα της αγοράς εργασίας.

Ο πληθωρισμός, βάσει του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή, προβλέπεται να διαμορφωθεί στο 4,3%, δηλαδή σε αρκετά χαμηλότερο επίπεδο από εκείνο του 2022 (9,3%), κυ-

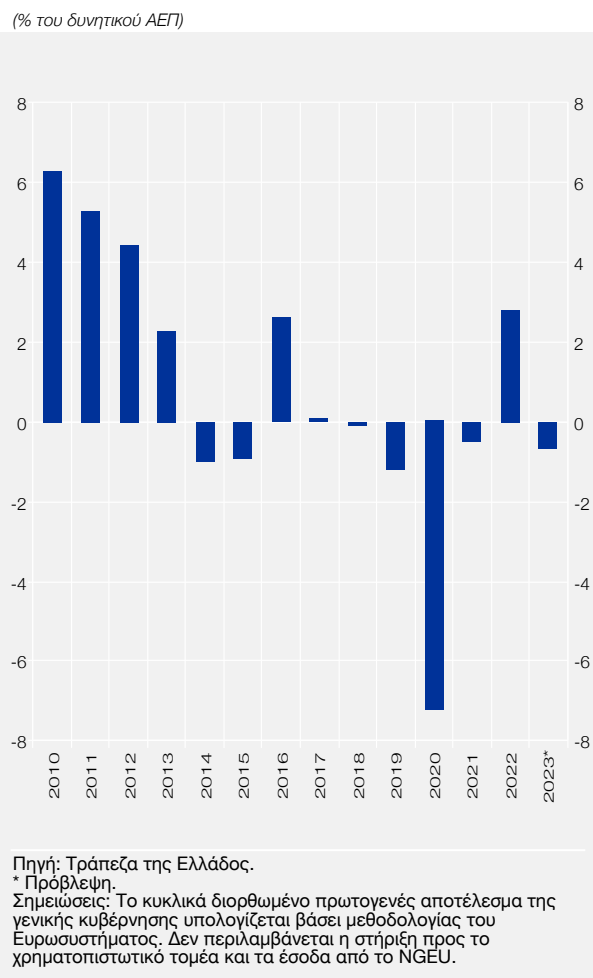
ρίως λόγω της καθοδικής πορείας των τιμών των ενεργειακών αγαθών. Ειδικότερα, ο πληθωρισμός της ενέργειας αναμένεται να σημειώσει αρνητικούς ετήσιους ρυθμούς στη διάρκεια του 2023, καθώς οι τιμές του αργού πετρελαίου, της ηλεκτρικής ενέργειας και του φυσικού αερίου αναμένεται να διαμορφωθούν σε χαμηλότερα επίπεδα σε σύγκριση με το 2022. Επιπλέον, οι κρατικές επιδοτήσεις στους λογαριασμούς ηλεκτρικής ενέργειας και φυσικού αερίου, μαζί με τις καθοδικές επιδράσεις βάσης, θα συμβάλουν στη διατήρηση του ενεργειακού πληθωρισμού σε αρνητικό έδαφος. Αντιθέτως, τα είδη διατροφής, τα μη ενεργειακά αγαθά και οι υπηρεσίες αναμένεται ότι θα συμβάλουν αυξητικά στη δυναμική του πληθωρισμού, λόγω της ανελαστικότητας που εμφανίζουν οι τιμές σε αυτές οι κατηγορίες. Ο πυρήνας του πληθωρισμού (ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια και τα μη επεξεργασμένα είδη διατροφής) προβλέπεται στο 6,9% το 2023 και εκτιμάται ότι θα παραμείνει υψηλός και το 2024, λόγω της ενσωμάτωσης έντονων πληθωριστικών πιέσεων από τις συνιστώσες των μη ενεργειακών αγαθών και των υπηρεσιών. Ο πληθωρισμός το 2024 αναμένεται στο 3,8% και για το 2025 στο 2,3%, κοντά στο στόχο της ΕΚΤ για 2,0%.

Οι κίνδυνοι που περιβάλλουν τις προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος για την ανάπτυξη είναι κυρίως καθοδικοί και συνδέονται ως επί το πλείστον με εξωγενείς παράγοντες. Αναλυτικότερα, κινδύνους για τις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας αποτελούν: (α) η επιδείνωση του εξωτερικού περιβάλλοντος, (β) ο υψηλότερος και πιο επίμονος πληθωρισμός, (γ) ο χαμηλότερος του αναμενομένου ρυθμός απορρόφησης των κονδυλίων του ΝΓΕΥ, (δ) η καθυστέρηση υλοποίησης μεταρρυθμίσεων ή η αντιστροφή παλαιότερων μεταρρυθμιστικών αλλαγών, με αρνητικές επιπτώσεις στην ενίσχυση της παραγωγικότητας της οικονομίας και την ανταγωνιστικότητα των επιχειρήσεων και (ε) η εμφάνιση μιας νέας γενιάς ΜΕΔ, λόγω της αύξησης των επιτοκίων και των επιπτώσεων της ενεργειακής κρίσης. Τυχόν θετικότερη έκβαση σχετίζεται με την ταχύτερη αποκλιμάκωση του πληθωρισμού και την καλύτερη του αναμενομένου επίδοση του τουρισμού.

# V ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Η ταχύτερη του αναμενόμενου επάνοδος σε πρωτογενές πλεόνασμα το 2022 και η μεγαλύτερη δημοσιονομική προσαρμογή συγκριτικά με τις υπόλοιπες χώρες της ζώνης του ευρώ είναι αναμφισβήτητα θετικές εξελίξεις, που δεν θα πρέπει όμως να οδηγήσουν σε εφησυχασμό. Η βελτιωμένη δημοσιονομική επίδοση αναμένεται να καταστήσει ευκολότερη την επίτευξη του στόχου του Προϋπολογισμού για το 2023, λόγω της θετικής μεταφερόμενης επίδρασης. Κατά το πρώτο τετράμηνο του 2023 συνεχίστηκε η στήριξη προς τις ευάλωτες κοινωνικές ομάδες για την αντιμετώπιση της ενεργειακής κρίσης, καθώς και η υπεραπόδοση των φορολογικών εσόδων έναντι του στόχου περιόδου. Η ταχύτερη πορεία της δημοσιονομικής προσαρμογής ανέδειξε τα οφέλη των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων των προηγούμενων ετών και ενίσχυσε την εμπιστοσύνη των αγορών στις αναπτυξιακές προοπτικές της χώρας. 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. Υπό αυτό το πρίσμα και προκειμένου να ανακτηθεί το συντομότερο η επενδυτική βαθμίδα μέσα στο τρέχον έτος, θεωρείται κρίσιμης σημασίας η προσήλωση της νέας κυβέρνησης στο μεταρρυθμιστικό πρόγραμμα. Η έγκαιρη υλοποίηση του 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



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

Το πρώτο εξάμηνο του 2023 επιβεβαιώθηκε η επάνοδος σε πρωτογενές πλεόνασμα το 2022, νωρίτερα από τις αρχικές αλλά και από τις αναθεωρημένες προβλέψεις του Προϋπολογισμού. Αυτή η ευνοϊκή εξέλιξη, η οποία ωστόσο δεν θα πρέπει να αποτελέσει αιτία εφησυχασμού, αναμένεται να έχει θετική μεταφερόμενη επίδραση στα φορολογικά έσοδα του 2023, κάτι που

1 Στο κεφάλαιο αυτό έχουν ληφθεί υπόψη στοιχεία και πληροφορίες που είχαν δημοσιευθεί έως τις 15.6.2023.

επιβεβαιώνεται από τα διαθέσιμα δημοσιονομικά στοιχεία. Σε συνδυασμό με τη σταδιακή υποχώρηση των διεθνών τιμών της ενέργειας, που έχει ως αποτέλεσμα την εξάλειψη του δημοσιονομικού κόστους των ενεργειακών επιδοτήσεων προς νοικοκυριά και επιχειρήσεις, η παρατηρούμενη υπεραπόδοση των φορολογικών εσόδων έναντι του αρχικού στόχου αφήνει περιθώρια υπέρβασης και εφέτος του δημοσιονομικού στόχου που είχε τεθεί στον Προϋπολογισμό του 2023, σύμφωνα και με τις αναθεωρημένες προβλέψεις του Προγράμματος Σταθερότητας 2023.

Οι εξελίξεις αυτές συνέβαλαν μεταξύ άλλων στη μείωση της διαφοράς των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων έναντι των γερμανικών, μείωση η οποία εντάθηκε αισθητά μετά την πρώτη εκλογική αναμέτρηση το Μάιο, λόγω της υποχώρησης της πολιτικής αβεβαιότητας. Το Ελληνικό Δημόσιο διατήρησε την παρουσία του στις αγορές, ενισχύοντας τα ταμειακά του διαθέσιμα και τη ρευστότητα στην αγορά ομολόγων. Συνολικά, από τις αρχές του έτους μέχρι τα μέσα Ιουνίου, ο Οργανισμός Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους (ΟΔΔΗΧ) είχε αντλήσει 6,7 δισεκ. ευρώ, καλύπτοντας σχεδόν το σύνολο των προγραμματισμένων εκδόσεων για το 2023. Παράλληλα, το πρώτο εξάμηνο του 2023 ο οίκος αξιολόγησης Fitch ήταν ο τρίτος μεγάλος οίκος (μετά τους DBRS και S&P το 2022) που αναβάθμισε την πιστοληπτική ικανότητα της χώρας σε μόλις μία βαθμίδα κάτω από την επενδυτική. Επίσης, το ίδιο διάστημα οι Moody's και S&P αναβάθμισαν τις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας από σταθερές σε θετικές.

Για όσο διάστημα διαρκεί η αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) για την αντιμετώπιση των υψηλών πληθωριστικών πιέσεων, είναι αναγκαία η περιοριστική κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής. Η αποκατάσταση της δημοσιονομικής ισορροπίας και η διατήρηση ικανών πρωτογενών πλεονασμάτων ώστε να δημιουργείται το απαραίτητο δημοσιονομικό απόθεμα ασφαλείας (fiscal buffer) είναι ουσιώδη στοιχεία για τη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών και για τη συνεχή πτωτική πορεία του λόγου χρέους/ΑΕΠ. Ένα μεσοπρόθεσμο δημοσιονομικό πλαίσιο βασιζόμενο στη διαχείριση κινδύνων θα πρέπει να προωθεί την άσκηση αντικυκλικής δημοσιονομικής πολιτικής, η οποία επιδιώκει τη δημιουργία αποθεμάτων ασφαλείας όταν η οικονομική συγκυρία είναι ευνοϊκή.

Εξάλλου, η εισαγωγή νέων δημοσιονομικών κανόνων στην ΕΕ το επόμενο έτος θα οδηγήσει τόσο σε σημαντική αλλαγή του μεσοπρόθεσμου δημοσιονομικού σχεδιασμού όσο και σε περιορισμούς στη λήψη πρόσθετων δημοσιονομικών μέτρων. Ειδικότερα, η σχεδιαζόμενη ανάδειξη του δημοσιονομικού κανόνα δαπανών ως λειτουργικού κανόνα επίτευξης δημοσιονομικής βιωσιμότητας θα συνεπάγεται ότι οποιοδήποτε έκτακτο δημοσιονομικό μέτρο δαπανών θα πρέπει να χρηματοδοτείται από μέτρο ισόποσης αύξησης των εσόδων, ενώ τυχόν δημοσιονομικός χώρος θα αξιοποιείται είτε για τη δημιουργία αποθεματικού είτε για τη μείωση του δημόσιου χρέους.

Μεγάλη ευκαιρία για την αντιμετώπιση των πολλαπλών προκλήσεων της τρέχουσας συγκυρίας παρέχει η αποτελεσματική υλοποίηση των επενδύσεων του Εθνικού Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας “Ελλάδα 2.0”, που θα συμβάλει καθοριστικά στην ενίσχυση του δυναμικού προϊόντος και στη βελτίωση της ανθεκτικότητας της ελληνικής οικονομίας και των δημοσιονομικών μεταβλητών.

## 2 ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΤΟ 2023

Τον Απρίλιο του 2023 κοινοποιήθηκαν τα δημοσιονομικά στοιχεία για το 2022, που μαρτυρούν σημαντική αποκλιμάκωση τόσο του πρωτογενούς ελλείμματος, μεγαλύτερη από ό,τι αναμενόταν στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2023, 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 4,8 ποσ. μον. του ΑΕΠ όσον αφορά το δημοσιονομικό αποτέλεσμα και κατά 23,3 ποσ. μον. του ΑΕΠ όσον αφορά το δημόσιο χρέος.

Πίνακας V.1 Αποτελέσματα γενικής κυβέρνησης

(% του ΑΕΠ)

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

Πηγές: Υπουργείο Οικονομικών και ΕΛΣΤΑΤ.

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

Ειδικότερα, σύμφωνα με την πρώτη κοινοποίηση των δημοσιονομικών στοιχείων της περιόδου 2019-2022 από την Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ) στο πλαίσιο της Διαδικασίας Υπερβολικού Ελλείμματος τον Απρίλιο του 2023, το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης για το 2022 διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 0,1% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 4,7% του ΑΕΠ το 2021 και έναντι στόχου στον Προϋπολογισμό για πρωτογενές έλλειμμα 1,6% του ΑΕΠ (βλ. Πίνακα V.1). Το δημόσιο χρέος το 2022 μειώθηκε σε 171,3% του ΑΕΠ, από 194,6% του ΑΕΠ το 2021.

Η βελτίωση του δημοσιονομικού αποτελέσματος έναντι του 2021 οφείλεται στη σημαντική εξοικονόμηση που προέκυψε από την άρση της πλειονότητας των μέτρων για την αντιμετώπιση της πανδημίας, η οποία αντισταθμίστηκε μόνο μερικώς από τη δημοσιονομική επίπτωση των έκτακτων μέτρων για την αντιμετώπιση της ενεργειακής κρίσης (ύψους 4,8% του ΑΕΠ, με συνολική επιβάρυνση του προϋπολογισμού 2,1% του ΑΕΠ<sup>2</sup>), καθώς και στην οικονομική ανάκαμψη. Η δημοσιονομική πολιτική εκτιμάται ότι μεταστράφηκε σε περιοριστική το 2022 μετά από επεκτατική τα δύο προηγούμενα έτη, έντονα το 2020 και ηπιότερα το 2021 (βλ. Διάγραμμα V.1).

Η υπέρβαση του πρωτογενούς αποτελέσματος έναντι του στόχου του Προϋπολογισμού οφείλεται πρωτίστως στην υπεραπόδοση των φορολογικών εσόδων. Η υπέρβαση του στόχου των φορολογικών εσόδων (κυρίως στους έμμεσους φόρους) προέκυψε από σειρά παραγόντων, με κυριότερους το μεγαλύτερο του προβλεπόμενου ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ, τον υψηλότερο πληθωρισμό και την αύξηση των ηλεκτρονικών συναλλαγών, η οποία οδήγησε στη βελτίωση της εισπραξιμότητας των φόρων (βλ. Πλαίσιο V.1).

Η καλύτερη της προβλεπόμενης δημοσιονομική επίδοση το 2022 αναμένεται να έχει θετική μεταφερόμενη επίδραση στο τρέχον έτος, καθιστώντας ευκολότερη την επίτευξη του στόχου στον Προϋπολογισμό του 2023 για πρωτογενές πλεόνασμα ύψους 0,7% του ΑΕΠ,<sup>3</sup> όπως δείχνουν και τα διαθέσιμα στοιχεία εκτέλεσης του Κρατικού Προϋπολογισμού, καθώς και τα ταμειακά στοιχεία της γενικής κυβέρνησης (βλ. ενότητα 5 του παρόντος κεφαλαίου). Με βάση το δημοσιονομικό περιθώριο που δημιουργήθηκε, το α' τρίμηνο του 2023 υιοθετήθηκαν επιπλέον προσωρινές δημοσιονομικές παρεμβάσεις ύψους 0,4% του ΑΕΠ. Παράλληλα, συνεχίστηκαν μερικώς οι επιδοτήσεις της κατανάλωσης ενεργειακών προϊόντων και τροφίμων προς τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις (βλ. ενότητα 3 του παρόντος κεφαλαίου).

2 Μεγάλο μέρος των παρεμβάσεων χρηματοδοτήθηκε από τους πόρους του Ταμείου Ενεργειακής Μετάβασης και την έκτακτη φορολόγηση των πλεοναζόντων εσόδων των παραγωγών ενέργειας, χωρίς να επιβαρύνει τον κρατικό προϋπολογισμό. Το Ταμείο αυτό αφορά ειδικό λογαριασμό που συστάθηκε το 2021 για τη χρηματοδότηση των ενεργειακών επιδοτήσεων. Οι πόροι του προέρχονται κυρίως από τις δημοπρασίες των εκπομπών ρύπων, καθώς και από το πλεόνασμα του ενεργειακού λογαριασμού πληρωμών των παραγωγών ανανεώσιμων πηγών ενέργειας.

3 Σύμφωνα με το Πρόγραμμα Σταθερότητας 2023, ο ετήσιος στόχος του πρωτογενούς πλεονάσματος παραμένει αυτός του αρχικού Προϋπολογισμού παρά την αναθεώρηση της πρόβλεψης για το δημοσιονομικό αποτέλεσμα.



Σύμφωνα με το Πρόγραμμα Σταθερότητας 2023 που κατατέθηκε στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή τον Απρίλιο, το 2023 προβλέπεται επίτευξη πρωτογενούς πλεονάσματος ύψους 1,1% του ΑΕΠ, μεγαλύτερου από αυτό που προβλεπόταν στον Προϋπολογισμό, και περαιτέρω μείωση του δημόσιου χρέους σε 162,6% του ΑΕΠ. Η βελτιωμένη πρόβλεψη για το πρωτογενές αποτέλεσμα βασίζεται στη μεταφερόμενη από το 2022 θετική επίδραση στα φορολογικά έσοδα και στα έσοδα από ασφαλιστικές εισφορές, καθώς και στη βελτιωμένη πρόβλεψη για την οικονομική μεγέθυνση το 2023, σε 2,3% έναντι 1,8% στον Προϋπολογισμό. Η πρόβλεψη ενσωματώνει τις επιπλέον παρεμβάσεις που υιοθετήθηκαν στην αρχή του έτους και βασίζεται στην υπόθεση αμετάβλητων πολιτικών και στην εκτίμηση ότι τα μέτρα για την αντιμετώπιση της ενεργειακής κρίσης ύψους 1,2 δισεκ. ευρώ θα χρηματοδοτηθούν πλήρως από τους πόρους του Ταμείου Ενεργειακής Μετάβασης χωρίς να επιβαρύνουν τον κρατικό προϋπολογισμό.

Για τα επόμενα έτη προβλέπεται οικονομική μεγέθυνση με ετήσιο ρυθμό 3% το 2024 και το 2025 και 2,1% το 2026. Το πρωτογενές πλεόνασμα αναμένεται να αυξηθεί σταδιακά σε 2,1% του ΑΕΠ το 2024, 2,3% του ΑΕΠ το 2025 και 2,5% του ΑΕΠ το 2026, ενώ παράλληλα προβλέπεται περαιτέρω αποκλιμάκωση του δημόσιου χρέους σε 135,2% του ΑΕΠ το 2026. Η πρόβλεψη για το πρωτογενές πλεόνασμα ενσωματώνει την αναμόρφωση του ενιαίου μισθολογίου στο Δημόσιο, με εκτιμώμενο δημοσιονομικό κόστος ύψους 0,3% του ΑΕΠ από το 2024 και εξής, καθώς και την πλήρη απόσυρση των ενεργειακών μέτρων, ενώ δεν συνυπολογίζει το δημοσιονομικό κόστος από μέτρα που εξαγγέλθηκαν προεκλογικά.

Σύμφωνα με τις εαρινές προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής,<sup>4</sup> το πρωτογενές πλεόνασμα της γενικής κυβέρνησης αναμένεται το 2023 να διαμορφωθεί σε 1,9% του ΑΕΠ. Σύμφωνα δε με την αναθεωρημένη πρόβλεψη της Τράπεζας της Ελλάδος, το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης το 2023 αναμένεται να διαμορφωθεί σε πλεόνασμα περίπου 1,1% του ΑΕΠ και το δημόσιο χρέος σε 162,8% του ΑΕΠ, ενώ η δημοσιονομική πολιτική το 2023 εκτιμάται ότι θα μεταστραφεί σε επεκτατική, λόγω της σημαντικής δημοσιονομικής ώθησης που προκαλούν οι επενδυτικές δαπάνες του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (βλ. Διάγραμμα V.1).

Η άνοδος του γενικού επιπέδου των τιμών συνεχίζεται το 2023 με επιβραδυνόμενο ρυθμό. Οι προβλέψεις για τον πληθωρισμό στην ευρωζώνη μεσοπρόθεσμα εξακολουθούν να υπερβαίνουν το στόχο του 2% και ως εκ τούτου η ΕΚΤ συνεχίζει την αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής, εντείνοντας την προσπάθεια να συγκρατήσει τις πληθωριστικές πιέσεις σε ένα περιβάλλον αυξανόμενης αβεβαιότητας, με αποτέλεσμα την αύξηση του κόστους δανεισμού διεθνώς. Σε ένα περιβάλλον αυξανόμενων αποδόσεων λόγω αυστηροποίησης της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ, τον Ιανουάριο του 2023 ο ΟΔΔΗΧ προέβη στην έκδοση δεκαετούς ομολόγου, από την οποία άντλησε 3,5 δισεκ. ευρώ με απόδοση 4,279%, υψηλότερη κατά 244 μ.β. σε σχέση με την αντίστοιχη έκδοση τον Ιανουάριο του 2022. Παρ' όλα αυτά, ο δείκτης κάλυψης ήταν σημαντικά υψηλότερος, αποτυπώνοντας αυξημένη ζήτηση για ελληνικούς τίτλους, ενώ η έκδοση προσέελκυσε περισσότερους μακροπρόθεσμους και θεσμικούς επενδυτές. Στη συνέχεια, το Μάρτιο ο ΟΔΔΗΧ προέβη στην έκδοση πενταετούς ομολόγου, από την οποία άντλησε 2,5 δισεκ. ευρώ με απόδοση 3,919%, και τους μήνες Απρίλιο και Μάιο προέβη σε επανεκδόσεις του δεκαετούς ομολόγου του Ιανουαρίου, από τις οποίες άντλησε 300 εκατ. ευρώ με απόδοση 4,31% και 250 εκατ. ευρώ με απόδοση 3,97% αντίστοιχα. Επιπλέον, το Μάιο ο ΟΔΔΗΧ άντλησε 150 εκατ. ευρώ από την επανέκδοση του εικοσαετούς ομολόγου του 2017 με απόδοση 4,14%. Συνολικά μέχρι τα μέσα Ιουνίου, ο ΟΔΔΗΧ έχει αντλήσει 6,7 δισεκ. ευρώ, εξασφαλίζοντας εμπροσθοβαρώς σχεδόν το σύνολο των προγραμματιζόμενων εκδόσεων για το 2023.

Σε συνέχεια των θετικών εξελίξεων του 2022 με την αναβάθμιση του αξιόχρεου της χώρας από τους οίκους DBRS και S&P, τον Ιανουάριο του 2023 ο Fitch ήταν ο τρίτος οίκος αξιολόγησης

4 Βλ. European Commission, *European Economic Forecast*, Spring 2023.

που αναβάθμισε τη χώρα σε μία μόλις βαθμίδα κάτω από την επενδυτική κατηγορία. Η αναβάθμιση αυτή (από BB σε BB+) υπογράμμισε την ανθεκτικότητα της ελληνικής οικονομίας παρά την επιδείνωση του διεθνούς περιβάλλοντος και την αυξημένη αβεβαιότητα. Το Μάρτιο ο οίκος αξιολόγησης Moody's και τον Απρίλιο ο S&P αναβάθμισαν τις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας από σταθερές σε θετικές.

Παράλληλα, η βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση του Ελληνικού Δημοσίου συνέχισε να υλοποιείται μέσω εκδόσεων εντόκων γραμματίων διάρκειας 13, 26 και 52 εβδομάδων, διατηρώντας σταθερό το απόθεμα των βραχυπρόθεσμων τίτλων στα 11,8 δισεκ. ευρώ. Συνεχίστηκε επίσης ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός μέσω πράξεων διαχείρισης ταμειακής ρευστότητας υπό τη μορφή συμφωνιών επαναγοράς (repos), που συνάπτονται κυρίως με τους φορείς της γενικής κυβέρνησης για την αξιοποίηση των διαθεσίμων τους. Η διαχείριση των διαθεσίμων των φορέων της γενικής κυβέρνησης σε κεντρικό επίπεδο συνιστά μια διαρθρωτική μεταρρύθμιση που συμβάλλει στην αποδοτικότερη διαχείριση των δημόσιων οικονομικών. Οι εν λόγω συμφωνίες παρέχουν μια βραχυπρόθεσμη χρηματοοικονομική διευκόλυνση (15 ημερών) στην κεντρική διοίκηση και ως εκ τούτου χρονική ευελιξία στον ΟΔΔΗΧ όσον αφορά την έξοδο στις αγορές. Αυτή η χρονική ευελιξία διευκολύνει την επιτυχή υλοποίηση της εκδοτικής δραστηριότητας του ΟΔΔΗΧ μέσω της δυνατότητας να επιτύχει καλύτερους όρους δανεισμού, τόσο στις δημοπρασίες εντόκων γραμματίων όσο και στην έκδοση ομολόγων. Η πρακτική αυτή έχει αποδειχθεί ιδιαίτερα επωφελής, και ειδικότερα σε μια περίοδο χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης της χώρας, τόσο για την κεντρική διοίκηση όσο και για το σύνολο της γενικής κυβέρνησης, αφού αυξομειώνει το ενδοκυβερνητικό χρέος προς αποφυγή των πιέσεων για αύξηση του χρέους της γενικής κυβέρνησης.

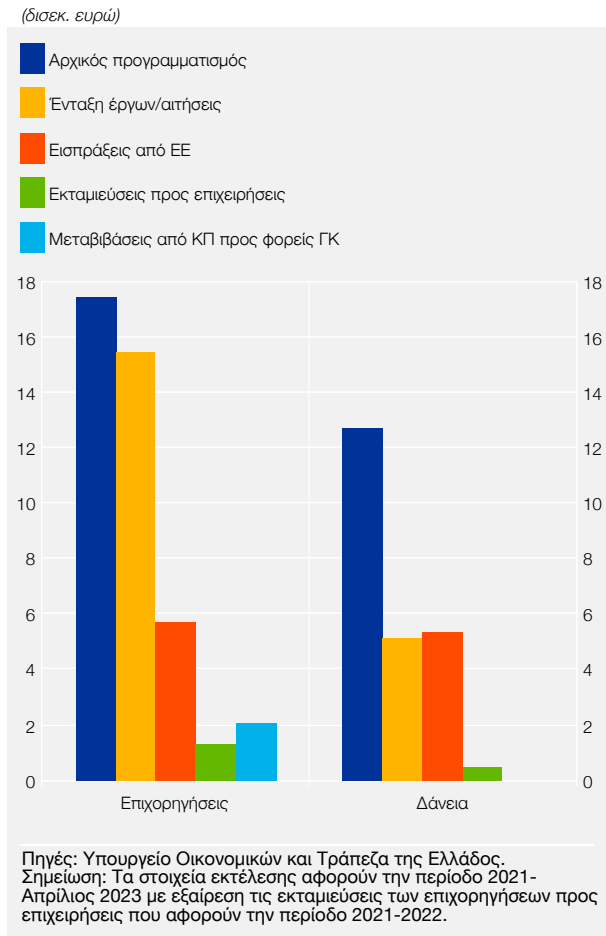
Τα ταμειακά διαθέσιμα διατηρήθηκαν σε υψηλό επίπεδο, καθώς ενισχύθηκαν από (α) την είσπραξη της δεύτερης δόσης, στην οποία περιλήφθηκε το δανειακό σκέλος της τρίτης δόσης, από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF) ύψους 3,56 δισεκ. ευρώ τον Ιανουάριο, (β) την όγδοη και τελευταία δόση των μεσοπρόθεσμων μέτρων ελάφρυνσης του χρέους ύψους 603 εκατ. ευρώ το Μάρτιο και, σε πολύ μικρότερο βαθμό, (γ) από έσοδα αποκρατικοποιήσεων ύψους 43 εκατ. ευρώ. Στο τέλος του α' τριμήνου του 2023 τα ταμειακά διαθέσιμα του Ελληνικού Δημοσίου διαμορφώθηκαν σε 19,4 δισεκ. ευρώ (από 18,8 δισεκ. ευρώ στο τέλος του 2022).

Ωστόσο, οι συνολικές ληξιπρόθεσμες οφειλές της γενικής κυβέρνησης προς τους προμηθευτές της παρουσιάζουν ανοδική τάση από το προηγούμενο έτος, που συνεχίζεται και το 2023, και εστιάζεται κυρίως στα νοσοκομεία (βλ. ενότητα 5.2 παρόντος κεφαλαίου). Αντίθετα, η διαδικασία εκκαθάρισης των ληξιπρόθεσμων οφειλών που αφορούν απονομή συντάξεων σημειώνει μεγάλη πρόοδο. Ειδικότερα, σε συνέχεια της σχεδόν πλήρους εκκαθάρισης εκκρεμών κύριων συντάξεων το 2022, από την αρχή του 2023 δόθηκε έμφαση στην αντιμετώπιση των εκκρεμοτήτων σε επικουρικές συντάξεις και εφάπαξ, μέσω της χρήσης των αυτοματοποιημένων διαδικασιών και των ψηφιακών εργαλείων. Πιο συγκεκριμένα, κατά την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2023 εκκαθαρίστηκε το 80% περίπου των υποθέσεων επικουρικών συντάξεων που εκκρεμούσαν στις 31 Δεκεμβρίου 2022 και το 70% των εκκρεμών υποθέσεων εφάπαξ.

Όσον αφορά την απορρόφηση των πόρων του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, μέχρι στιγμής η Ελλάδα συγκαταλέγεται στους πρωτοπόρους της ΕΕ. Ειδικότερα, η Ελλάδα έχει λάβει συνολικά 11,1 δισεκ. ευρώ (36% των διαθέσιμων πόρων), εκ των οποίων 5,35 δισεκ. ευρώ σε δάνεια (42% του συνόλου) και 5,75 δισεκ. ευρώ σε επιδοτήσεις (32% του συνόλου), έχοντας ολοκληρώσει το 13% των συμφωνημένων στόχων/οροσήμων.<sup>5</sup> Παράλληλα, έχει καταθέσει αίτημα από το Μάρτιο για άντληση επιπλέον πόρων ύψους 5 δισεκ. ευρώ για δάνεια στο πλαίσιο του REPowerEU, ενώ το Μάιο κατέθεσε αίτημα είσπραξης του σκέλους των επιχορη-

5 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.

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



γήσεων της τρίτης δόσης ύψους 1,7 δισεκ. ευρώ. Σημειώνεται ότι η Ελλάδα είναι από τις λίγες χώρες που έχουν υποβάλει αίτημα τρίτης δόσης, ενώ το αντίστοιχο σκέλος των δανείων ύψους 1,8 δισεκ. ευρώ είχε εισπραχθεί ως μέρος της δεύτερης δόσης, χάρη στην υλοποίηση των σχετικών προαπαιτούμενων νωρίτερα από τον αρχικό σχεδιασμό.

Πρόοδος έχει συντελεστεί και ως προς την ένταξη των έργων στο Σχέδιο “Ελλάδα 2.0”. Συγκεκριμένα, έως τον Απρίλιο είχαν ενταχθεί έργα για χρηματοδότηση μέσω επιχορηγήσεων συνολικού προϋπολογισμού 15,4 δισεκ. ευρώ (έναντι εγκεκριμένων πόρων ύψους 17,4 δισεκ. ευρώ). Επιπλέον, έχουν κατατεθεί 392 αιτήσεις για χρηματοδότηση μέσω δανείων του Μηχανισμού, προϋπολογισμού 5,1 δισεκ. ευρώ (έναντι εγκεκριμένων πόρων ύψους 12,7 δισεκ. ευρώ), από τις οποίες 136 έχουν προχωρήσει σε υπογραφή σύμβασης έργων ύψους 2,34 δισεκ. ευρώ.

Εντούτοις, οι εκταμιεύσεις προς τις επιχειρήσεις παρουσιάζουν καθυστερήσεις. Ειδικότερα, μέχρι το τέλος του 2022 οι μεταβιβάσεις από τον κρατικό προϋπολογισμό προς φορείς της γενικής κυβέρνησης ανέρχονταν σε 3,1 δισεκ. ευρώ, εκ των οποίων μόλις τα 1,3 δισεκ. ευρώ είχαν καταβληθεί στις επιχειρήσεις, αντανakλώντας περιορισμούς των φορέων σε περιφερειακό και τοπικό επίπεδο ως προς τη διοικητική διεκπεραίωση και την υλοποίηση των

σχεδίων. Αναφορικά με τα δάνεια αντίστοιχα, οι εκταμιεύσεις προς τις επιχειρήσεις ανέρχονταν σε 450 εκατ. ευρώ έως το τέλος Απριλίου 2023 (βλ. Διάγραμμα V.2).

Δεδομένου ότι βρισκόμαστε περίπου στα μέσα της διάρκειας ζωής του ευρωπαϊκού μέσου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (NGEU), χρειάζεται ένταση της προσπάθειας για την υλοποίηση των επενδυτικών σχεδίων ώστε να καταστεί δυνατή η πλήρης αξιοποίηση των θετικών επιδράσεων του μέσου αυτού στο ρυθμό ανάπτυξης και στην παραγωγικότητα της οικονομίας τα επόμενα χρόνια.

**Πλαίσιο V.1**

**ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΤΗΣ ΥΠΕΡΑΠΟΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΩΝ ΕΣΟΔΩΝ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΑΝΔΗΜΙΑ**

Τα φορολογικά έσοδα καθ’ όλη τη διάρκεια του 2022 και τους πρώτους μήνες του 2023 έχουν υπερβεί τις εκτιμήσεις του Προϋπολογισμού, ως αποτέλεσμα μιας σειράς παραγόντων, κάποιοι από τους οποίους είναι συγκυριακού χαρακτήρα, όπως η εξωγενής πληθωριστική διαταραχή, η θετική έκπληξη στη μεγέθυνση της οικονομικής δραστηριότητας και τα έκτακτα μέτρα φορολόγησης των υπερκερδών των παραγωγών ηλεκτρικής ενέργειας. Παράλληλα όμως με την παροδική επίδραση των παραπάνω, η απόδοση των φορολογικών εσόδων αντανakλά και μια σειρά θετικών επιδράσεων μόνιμου και διαρθρωτικού χαρακτήρα, όπως η διευρυμένη χρήση ηλεκτρονικών πληρωμών, οι μακροχρόνιες τάσεις στην καταναλωτική συμπεριφορά, αλλά και η αναβάθμιση των εργαλείων της φορολογικής διοίκησης.

### Μακροοικονομικές επιδράσεις

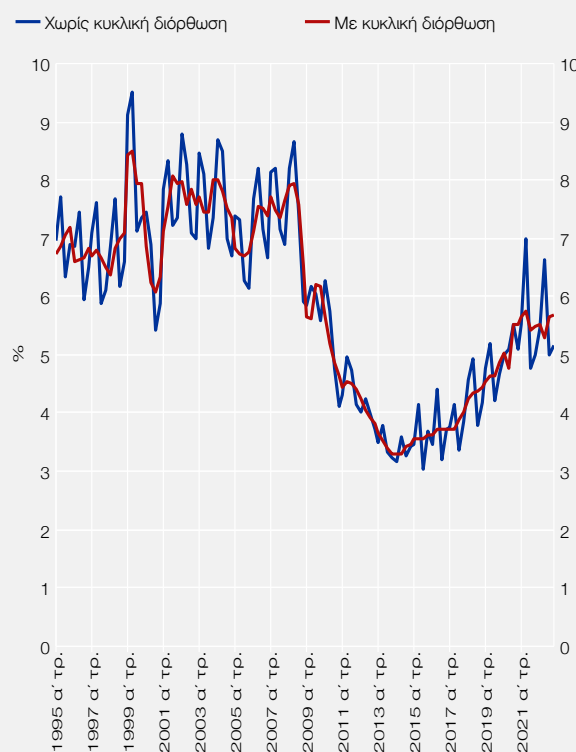
Ο πληθωρισμός ασκεί βραχυχρόνια αυξητική επίδραση στα φορολογικά έσοδα, η οποία αντικατοπτρίζει τόσο τη διεύρυνση των ονομαστικών φορολογικών βάσεων<sup>1</sup> (ειδικότερα στην περίπτωση των έμμεσων φόρων) όσο και τη μη αναπροσαρμογή των φορολογικών κλιμακίων της άμεσης φορολογίας με βάση το ύψος του πληθωρισμού. Η διάρκεια και το μέγεθος της θετικής επίπτωσης του πληθωρισμού διαφέρουν ανάλογα με τη φύση των πληθωριστικών πιέσεων. Η πρόσφατη βιβλιογραφία<sup>2</sup> συγκλίνει στο συμπέρασμα ότι οι επιδράσεις στο ύψος των εσόδων είναι συγκριτικά ευνοϊκότερες και τείνουν να έχουν μεγαλύτερη διάρκεια όταν ο πληθωρισμός οφείλεται σε μια (εξωγενή) διαταραχή από την πλευρά της ζήτησης παρά όταν οφείλεται σε μια διαταραχή από την πλευρά της προσφοράς. Και αυτό διότι τα δύο είδη διαταραχών δεν επηρεάζουν με τον ίδιο τρόπο τον πραγματικό ρυθμό μεγέθυνσης της οικονομίας και τις αντίστοιχες φορολογικές βάσεις. Κατ' ακολουθία, μια πληθωριστική διαταραχή η οποία οφείλεται σε μεγάλο βαθμό σε παράγοντες στην πλευρά της προσφοράς, όπως αυτή της τρέχουσας συγκυρίας, δεν αναμένεται να έχει μόνιμες θετικές επιδράσεις στα φορολογικά έσοδα.<sup>3</sup>

Εκτός από την ονομαστική διεύρυνση των φορολογικών βάσεων, η απόδοση των έμμεσων φόρων έχει ενισχυθεί και από την ποιοτική διαφοροποίηση της καταναλωτικής δαπάνης. Συγκεκριμένα, οι εισπράξεις ΦΠΑ έχουν επωφεληθεί από την αυξημένη συμμετοχή των διαρκών αγαθών στην ιδιωτική κατανάλωση, καθώς αυτά τείνουν να φορολογούνται με υψηλότερους συντελεστές. Το μερίδιο της καταναλωτικής δαπάνης των νοικοκυριών που κατευθύνεται προς διαρκή αγαθά παρουσιάζει αύξηση τα τελευταία έτη και έχει ανακάμψει από μόλις 3,0% το γ' τρίμηνο του 2015 σε 5,6% κατά μέσο όρο στη διάρκεια του 2021 και του 2022 (βλ. Διάγραμμα Α). Το μερίδιο αυτό, παρά την παρατηρούμενη ενίσχυση της κατανάλωσης διαρκών αγαθών, παραμένει σημαντικά χαμηλότερο από τη μέση τιμή της περιόδου προ του 2008 (7,3%), γεγονός που αφήνει περιθώριο για περαιτέρω βελτίωση της απόδοσης των φορολογικών εσόδων. Επίσης, είναι σημαντικό να τονιστεί ότι, σε αντίθεση με τη θετική επίδραση του πληθωρισμού, τα οφέλη από την ευνοϊκότερη σύνθεση της ιδιωτικής κατανάλωσης δεν είναι συγκυριακού χαρακτήρα, αφού παρατηρούνται σταθερά τα τελευταία έτη και σχετίζονται με τη σταδιακή αύξηση των εισοδημάτων.

### Διεύρυνση ηλεκτρονικών συναλλαγών

Στη βελτίωση της απόδοσης των εσόδων ΦΠΑ έχει συμβάλει καθοριστικά η αυξημένη χρήση ηλεκτρονικών συναλλαγών, οι οποίες –σε αντίθεση με τις συναλλαγές με μετρητά– είναι ανιχνεύσιμες, γεγονός που διευκολύνει το έργο των ελεγκτικών μηχανισμών και περιορίζει τα περιθώρια φοροδιαφυγής.<sup>4</sup> Η χρήση ηλεκτρονικών συνα-

Διάγραμμα Α Μερίδιο διαρκών αγαθών στην καταναλωτική δαπάνη των νοικοκυριών



Πηγή: Επεξεργασία δεδομένων ΕΛΣΤΑΤ.

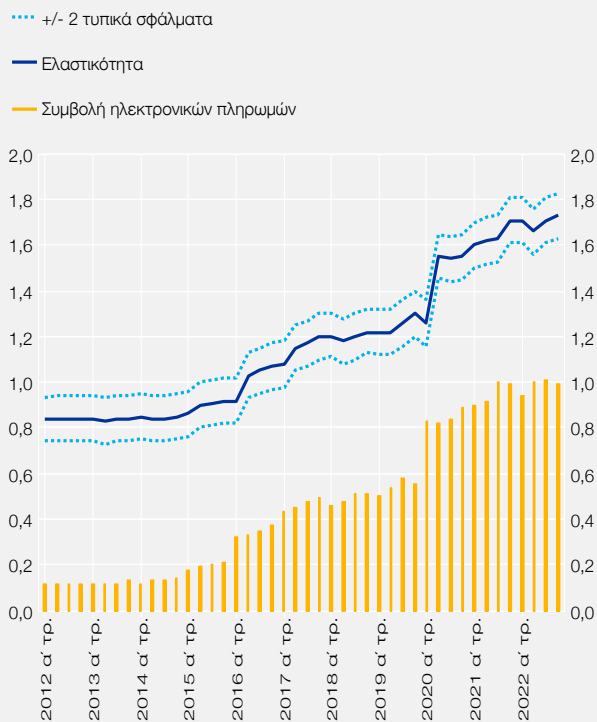
1 Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική 2021-2022*, Ιούνιος 2022, Πλαίσιο V.1 "Επίδραση του υψηλού πληθωρισμού στα δημόσια οικονομικά".

2 Lazaretou, S. and G. Palaiodimos (2023), "An assessment of the impacts of inflation on Greek public finances: macroeconomic effects and policy implications", Bank of Greece, *Economic Bulletin*, No. 57, υπό έκδοση.

3 Για μια ανάλυση των παραγόντων της προσφοράς και ζήτησης που συνεισφέρουν στον πληθωρισμό στις προηγμένες οικονομίες, βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2022*, Απρίλιος 2023, Πλαίσιο II.1 "Ο ρόλος της προσφοράς και της ζήτησης στη διαμόρφωση του πληθωρισμού στις προηγμένες οικονομίες".

4 Hondroyiannis, G. and D. Papaioikonomou (2017), "The effect of card payments on VAT revenue: New evidence from Greece", *Economics Letters*, 157, 17-20, και Hondroyiannis, G. and D. Papaioikonomou (2020), "The effect of card payments on VAT revenue in the euro area: evidence from a panel VECM", *Journal of Economic Studies*, 47(6), 1281-1306.

**Διάγραμμα Β Ελαστικότητα εσόδων ΦΠΑ ως προς τη φορολογική βάση**



Πηγή: Εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος.  
Σημείωση: Η ελαστικότητα αναφέρεται στο συντελεστή  $\beta_{2,t}$  του υποδείγματος, που εξειδικεύεται στην υποσημείωση 6 του κειμένου.

χρεωστικών καρτών, αλλά και μέσω τραπεζών. Σημειώνεται ότι, παρά τη θεαματική αύξηση που έχει σημειωθεί τα τελευταία έτη, το μερίδιο της ιδιωτικής κατανάλωσης που δαπανάται μέσω καρτών στην Ελλάδα (περίπου 37% το 2022) εξακολουθεί να υπολείπεται σημαντικά του μέσου όρου της ευρωζώνης, ο οποίος το 2021 ανερχόταν σε 46%.

**Αναβάθμιση των εργαλείων της ΑΑΔΕ**

Προς την κατεύθυνση της βελτίωσης της εισπραξιμότητας των φόρων, σημαντικός είναι ο ρόλος της Ανεξάρτητης Αρχής Δημοσίων Εσόδων (ΑΑΔΕ). Μαζί με την ανεξαρτησία αυτής, δρομολογήθηκε σειρά δράσεων για την αναδιοργάνωση και τον εκσυγχρονισμό των μεθόδων ελέγχου και είσπραξης (π.χ. χρήση ανάλυσης κινδύνου για την επιλογή ελέγχων, διασταύρωση με πληροφορίες από τρίτες πηγές κ.λπ.), αποδίδοντας προ-

λαγών ενισχύθηκε περαιτέρω κατά τη διάρκεια της πανδημίας. Είναι ενδεικτικό ότι το μερίδιο της ιδιωτικής κατανάλωσης που δαπανάται μέσω καρτών πληρωμών αυξήθηκε από περίπου 20% το 2019 σε πάνω από 37% κατά τη διάρκεια του 2022.<sup>5</sup> Η αύξηση των ηλεκτρονικών συναλλαγών έχει οδηγήσει διαχρονικά σε θεαματική αύξηση της ελαστικότητας των εσόδων ΦΠΑ ως προς τη φορολογική βάση (βλ. Διάγραμμα Β). Πριν από την επιβολή περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων το 2015 και τη συνακόλουθη διεύρυνση των ηλεκτρονικών συναλλαγών, μια αύξηση της φορολογικής βάσης κατά μία ποσοστιαία μονάδα (ποσ. μον.) εκτιμάται ότι οδηγούσε σε αύξηση των εσόδων ΦΠΑ κατά περίπου 0,8 ποσ. μον. (δηλαδή η ελαστικότητα των εσόδων ΦΠΑ ήταν 0,8 ποσ. μον.). Στο τέλος του 2022 η ελαστικότητα των εσόδων ΦΠΑ εκτιμάται ότι είχε υπερβεί τις 1,7 ποσ. μον., εκ των οποίων περίπου 0,4 ποσ. μον. προστέθηκε στη διάρκεια της πανδημίας.<sup>6</sup> Λόγω της αυξημένης ελαστικότητας, η προβλεπόμενη μεγέθυνση της οικονομίας τα επόμενα έτη και η συνακόλουθη ενίσχυση του μεριδίου αγοράς των διαρκών αγαθών στην καταναλωτική δαπάνη αναμένεται ότι θα συνεχίσουν να ασκούν θετική επίδραση στα έσοδα ΦΠΑ. Επιπλέον, τα οφέλη αυτά θα μπορούσαν να ενισχυθούν σημαντικά από την περαιτέρω διεύρυνση των ηλεκτρονικών συναλλαγών με την επέκταση της χρήσης των φορητών μηχανών διενέργειας συναλλαγών (POS) σε περισσότερες οικονομικές δραστηριότητες<sup>7</sup> και την παροχή κινήτρων για πληρωμές μέσω

5 Σύμφωνα με την ειδική μελέτη του IOBE (2023), “Ηλεκτρονικές πληρωμές στην Ελλάδα κατά τη διάρκεια της πανδημίας – Κύρια ευρήματα”, η συνολική αξία των εγχώριων συναλλαγών με ελληνικές κάρτες πληρωμών ξεπέρασε την αξία των αναλήψεων μετρητών για πρώτη φορά το 2022.

6 Οι εκτιμήσεις βασίζονται στην παρακάτω αναθεωρημένη εκδοχή του υποδείγματος χρονομεταβλητών συντελεστών των Hondroyiannis and Παραοικονομου (2017, βλ. υποσημείωση 4), το οποίο έχει υπολογιστεί με τη χρήση φίλτρου Kalman βάσει τριμηνιαίων παρατηρήσεων που καλύπτουν την περίοδο α’ τρίμηνο 2000-δ’ τρίμηνο 2022.

$$\Delta^4 \ln(VAT_t) = \beta_{1,t} + \beta_{2,t} \Delta^4 \ln(base_t) + \beta_{3,t} \Delta^4 (rate_t) + \beta_{4,t} \Delta^4 (durables_t) + \varepsilon_t \tag{1}$$

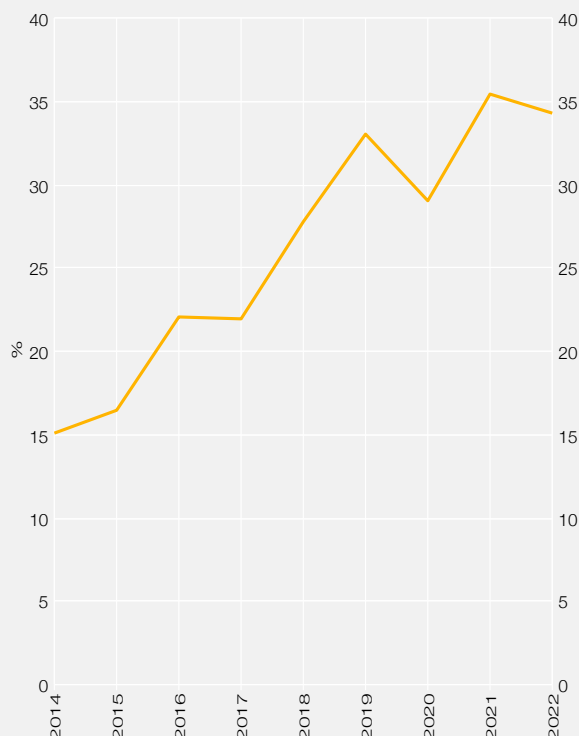
$$\beta_{i,t} = \bar{\beta}_i (1-\rho) + \rho \beta_{i,t-1} + \mu_i (cards_t) + u_{i,t}, i = 1, \dots, 4 \tag{2}$$

όπου  $\Delta^4 x_t \equiv x_t - x_{t-4}$ ,  $\ln()$  ο φυσικός λογάριθμος,  $\bar{\beta}_i$ ,  $\rho$  και  $\mu_i$  σταθερές παράμετροι,  $\varepsilon_t$  και  $u_{i,t}$  τυχαία κατάλοιπα με σταθερή διακύμανση,  $VAT$  τα έσοδα ΦΠΑ,  $base$  η φορολογική βάση,  $rate$  ο βασικός φορολογικός συντελεστής,  $durables$  το μερίδιο της κατανάλωσης των νοικοκυριών που δαπανάται σε διαρκή αγαθά και  $cards$  το μερίδιο της ιδιωτικής κατανάλωσης που δαπανάται με τη χρήση καρτών πληρωμών.

7 Η σχεδιαζόμενη διεύρυνση των επαγγελματικών κατηγοριών που θα υποχρεούνται να διαθέτουν συσκευές POS θα συμβάλει προς αυτή την κατεύθυνση.



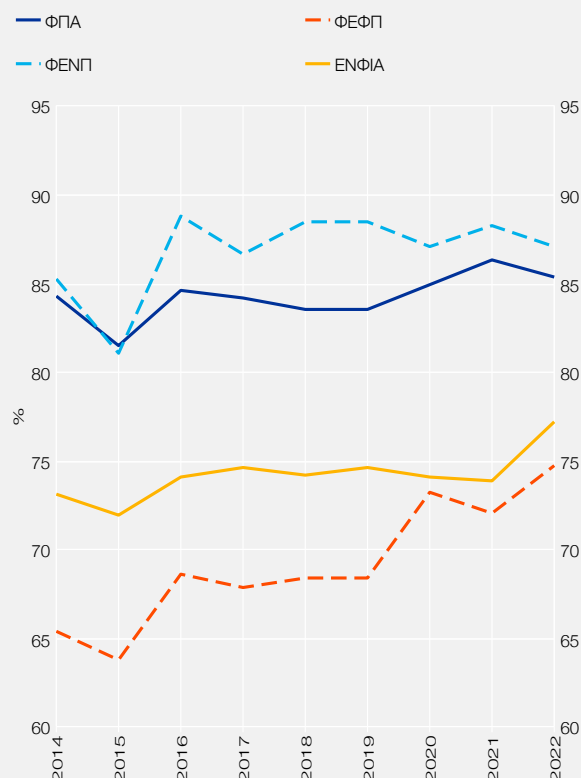
Διάγραμμα Γ Εισπραξιμότητα νέου ληξιπρόθεσμου χρέους (%) (KPI 2)



Πηγή: ΑΑΔΕ.

Σημείωση: Εισπράξεις έναντι νέου ληξιπρόθεσμου χρέους (δισεκ. ευρώ) ως ποσοστό του νέου ληξιπρόθεσμου χρέους που προστέθηκε στα βιβλία έως τον προηγούμενο μήνα από το μήνα αναφοράς (δισεκ. ευρώ), εξαιρουμένων των μη φορολογικών κατηγοριών (μετά την αφαίρεση των ανεπίδεκτων εισπραξής). Ως νέο ληξιπρόθεσμο χρέος ορίζεται το ληξιπρόθεσμο υπόλοιπο που διαμορφώνεται κατά το τρέχον έτος (KPI: Key Performance Indicators).

Διάγραμμα Δ Δείκτες συμμόρφωσης: Εμπρόθεσμες πληρωμές (%) (KPI 8)



Πηγή: ΑΑΔΕ.

Σημείωση: Οι δείκτες συμμόρφωσης αποτυπώνουν το λόγο εμπρόθεσμων πληρωμών προς το συνολικά οφειλόμενο φόρο (KPI: Key Performance Indicators).

τεραιότητα στις νέες φορολογικές υποθέσεις, στους μεγάλους οφειλότες και στους στρατηγικούς κακοπληρωτές. Αυτό κατέστη δυνατόν χάρη στην αξιοποίηση των νέων τεχνολογιών και την εισαγωγή νέων ηλεκτρονικών εργαλείων για την ανταλλαγή πληροφοριών σε πραγματικό χρόνο μέσω του κεντρικού πληροφοριακού συστήματος *taxis* της ΑΑΔΕ<sup>8</sup> (π.χ. εφαρμογή “myDATA”, ηλεκτρονική διασύνδεση συσκευών POS με ταμειακές μηχανές κ.λπ.).<sup>9</sup>

Παράλληλα, σε θεσμικό επίπεδο, η κύρωση του επικαιροποιημένου και απλοποιημένου Κώδικα Είσπραξης Δημοσίων Εσόδων ενίσχυσε την εισπραξιμότητα των δημοσίων εσόδων μειώνοντας το κόστος συμμόρφωσης, καθώς με τον νέο κώδικα καταπολεμάται η πολυνομία, συστηματοποιούνται και αποσαφηνίζονται διάσπαρτες διατάξεις νόμων, ενώ παράλληλα καταργούνται παρωχημένες νομοθετικές ρυθμίσεις. Επιπρόσθετα, σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ,<sup>10</sup> παρεμβάσεις με τις οποίες μειώθηκε το ανώτατο όριο πληρωμών με μετρητά για τις λιανικές συναλλαγές (στα 500 ευρώ σήμερα) λειτούργησαν επιβλητικά προς τον περιορισμό της φοροδιαφυγής, βελτιώνοντας την εισπραξιμότητα των εσόδων.

8 Βλ. ΑΑΔΕ (2022), Έκθεση Απολογισμού 2021, σελ. 8, όπου αναφέρονται όλες οι ηλεκτρονικές πλατφόρμες που έχουν αναπτυχθεί από την ΑΑΔΕ.

9 Μέτρα όπως η τήρηση ηλεκτρονικών βιβλίων και ψηφιακού πελατολογίου, καθώς και η έκδοση ηλεκτρονικών τιμολογίων και δελτίων αποστολής, αναμένεται να λειτουργήσουν συμπληρωματικά προς την ίδια κατεύθυνση.

10 OECD (2018), *OECD Economic Surveys: Greece 2018*, OECD Publishing, Paris.

Οι τάσεις βελτίωσης της εισπραξιμότητας αποτυπώνονται στους Δείκτες Απόδοσης Φορολογικής Διοίκησης (Key Performance Indicators – KPIs), τους οποίους δημοσιεύει η ΑΑΔΕ. Από τους δείκτες αυτούς διαπιστώνεται βαθμιαία αύξηση της εισπραξιμότητας στην περίπτωση νέων ληξιπρόθεσμων οφειλών (βλ. Διάγραμμα Γ),<sup>11</sup> όπου οι εισπράξεις έχουν αυξηθεί από 2 δισεκ. ευρώ το 2014 σε περίπου 2,5 δισεκ. ευρώ στο τέλος του 2022. Παράλληλα, η παροχή δυνατότητας εξόφλησης φορολογικών υποχρεώσεων νωρίτερα και σε μεγαλύτερο αριθμό δόσεων υποβοήθησε σημαντικά τους δείκτες φορολογικής συμμόρφωσης, ιδιαίτερα στην περίπτωση της φορολογίας εισοδήματος φυσικών και νομικών προσώπων (ΦΕΦΠ και ΦΕΝΠ), αλλά και στην περίπτωση του ΦΠΑ και του φόρου επί της ακίνητης περιουσίας (ΕΝΦΙΑ) (βλ. Διάγραμμα Δ).

### Συμπεράσματα

Υπό την προϋπόθεση ότι θα συνεχιστούν οι μεταρρυθμίσεις για τον περιορισμό της φοροδιαφυγής, εκτιμάται ότι η υπεραπόδοση των φορολογικών εσόδων θα συνεχιστεί και τα επόμενα έτη. Η συνεχιζόμενη αναβάθμιση των ηλεκτρονικών εργαλείων της ΑΑΔΕ διευρύνει τις δυνατότητες διαχείρισης και αξιοποίησης των πληροφοριών που συλλέγονται μέσω των ηλεκτρονικών συναλλαγών. Η εν εξελίξει διασύνδεση των ταμειακών μηχανών με τις φορολογικές αρχές θα συμβάλει θετικά προς την ίδια κατεύθυνση. Εντούτοις, τα υπάρχοντα φορολογικά κίνητρα για την αποκάλυψη των συναλλαγών σε κατηγορίες επαγγελματιών υψηλής φοροδιαφυγής παραμένουν αναποτελεσματικά.<sup>12</sup> Η βελτιωμένη απόδοση των φορολογικών εσόδων θα μπορούσε να αξιοποιηθεί για τη χρηματοδότηση αποτελεσματικότερων φορολογικών κινήτρων (π.χ. με τη μορφή φοροαπαλλαγών για την αποκάλυψη συναλλαγών σε κλάδους υψηλής φοροδιαφυγής), που θα αποδυνάμωναν αντίστοιχα τα κίνητρα φοροδιαφυγής. Τέλος, μια αύξηση του αφορολόγητου ορίου θα πρέπει να συνοδεύεται από τη διεύρυνση της φορολογικής βάσης μέσω της βελτίωσης της φορολογικής συμμόρφωσης.

11 Αυτή η βαθμιαία βελτίωση οφείλεται στο ότι οι ταμειακές εισπράξεις έναντι νέου ληξιπρόθεσμου χρέους αυξήθηκαν και ξεπερνούν τις αντίστοιχες εισπράξεις του 2014, ενώ και το ύψος του ληξιπρόθεσμου χρέους από μόνο του μειώθηκε σημαντικά κατά την υπό εξέταση περίοδο (από περίπου 14 δισεκ. ευρώ το 2014 σε περίπου 7 δισεκ. ευρώ το 2022).

12 Όπως διαπιστώνει η Ευρωπαϊκή Επιτροπή στην ειδική έκθεση για την Ελλάδα (*Commission Staff Working Document, 2023 Country Report – Greece, 23.5.2023*, σελ. 11-12), σύμφωνα με τα δημοσιευμένα στοιχεία της φορολογικής διοίκησης, παρατηρείται σημαντικό περιθώριο διεύρυνσης της φορολογικής βάσης και βελτίωσης της φορολογικής συμμόρφωσης στην περίπτωση των αυτοαπασχολουμένων, των οποίων ο κύκλος εργασιών αυξήθηκε ραγδαία, ενώ τα δηλωθέντα εισοδήματά τους σχεδόν δεν αυξήθηκαν. Αυτή η απόκλιση είναι πιθανό να υποδηλώνει σημαντική φοροδιαφυγή και απώλεια φορολογικών εσόδων.

## 3 ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΚΑΙ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΙΣ

Το πρώτο εξάμηνο του 2023 οι επιδοτήσεις σε νοικοκυριά και επιχειρήσεις για την κατανάλωση ενεργειακών προϊόντων συνεχίστηκαν αλλά ήταν μειωμένες, καθώς οι τιμές της ενέργειας αποκλιμακώθηκαν αισθητά. Επιπλέον, ενεργοποιήθηκε για την περίοδο Φεβρουαρίου-Ιουλίου 2023 η χορήγηση οικονομικής ενίσχυσης στα νοικοκυριά με χαμηλά και μεσαία εισοδήματα για την κάλυψη μέρους του κόστους αγοράς ειδών διατροφής (market pass), που είχε θεσμοθετηθεί το Δεκέμβριο του 2022 (ν. 5007/2022), και θεσμοθετήθηκαν επιπλέον παρεμβάσεις για τη στήριξη της κοινωνίας με τη χρησιμοποίηση μέρους της καλύτερης του αναμενόμενου δημοσιονομικής επίδοσης το 2022. Ειδικότερα, το Μάρτιο του 2023 με τον ν. 5036/2023 θεσπίστηκαν μεταξύ άλλων: (α) η χορήγηση έκτακτης ενίσχυσης σε συνταξιούχους, (β) η παράταση μειωμένων συντελεστών ΦΠΑ έως το τέλος του έτους σε μια σειρά από προϊόντα και υπηρεσίες, όπως είναι οι μεταφορές επιβατών, ο καφές και τα μη αλκοολούχα ποτά, οι κινηματογράφοι, τα γυμναστήρια και οι σχολές χορού, (γ) η επιστροφή του ειδικού φόρου κατανάλωσης (ΕΦΚ) στο αγροτικό πετρέλαιο και για το 2023, (δ) η καταβολή εκκρεμών αγροτικών αποζημιώσεων, (ε) η αύξηση και διεύρυνση του επιδόματος επικίνδυνης και ανθυγιεινής εργασίας και (στ) το νέο πλαίσιο ρυθμίσεων οφειλών.<sup>6</sup>

6 Βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2022*, Απρίλιος 2023, Παράρτημα Κεφ. V, “Μέτρα δημοσιονομικής πολιτικής”.

Τον Απρίλιο, με το ν. 5042/2023, θεσπίστηκε η φορολόγηση των αναδρομικών ποσών που προκύπτουν από την κατάργηση των μειώσεων οι οποίες είχαν επιβληθεί στα μερίσματα και στην οικονομική ενίσχυση που κατέβαλλαν στους μερισματούχους τους τα Μετοχικά Ταμεία Στρατού, Ναυτικού και Αεροπορίας και τους οικείους Ειδικούς Κλάδους. Η φορολόγηση γίνεται εντός του έτους καταβολής και διενεργείται μέσω παρακράτησης με συντελεστή 20%. Επίσης, με το ν. 5043/2023 αυξήθηκε από 1.5.2023 κατά 8% το μηνιαίο ποσό 13 επιδομάτων που χορηγούνται σε άτομα με αναπηρία από τον Ηλεκτρονικό Εθνικό Φορέα Κοινωνικής Ασφάλισης (e-ΕΦΚΑ) και τον Οργανισμό Προνοιακών Επιδομάτων και Κοινωνικής Αλληλεγγύης (ΟΠΕΚΑ).

Παράλληλα, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εξέδωσε κατευθύνσεις για τη δημοσιονομική πολιτική το 2024,<sup>7</sup> σύμφωνα με τις οποίες η ρήτρα διαφυγής από τους κανόνες του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης θα απενεργοποιηθεί στο τέλος του 2023. Ως προτάσεις πολιτικής αναδεικνύονται η συμμόρφωση με τους στόχους των εθνικών Προγραμμάτων Σταθερότητας, οι οποίοι πρέπει να είναι συνεπείς με την πτωτική πορεία του δημόσιου χρέους ή τη διατήρησή του σε συνετά επίπεδα και, μεσοπρόθεσμα, με το όριο αναφοράς για το έλλειμμα (3% του ΑΕΠ). Τα κράτη-μέλη θα πρέπει επίσης να συνεχίσουν να υλοποιούν τα επενδυτικά σχέδια που χρηματοδοτούνται με εθνικούς πόρους και παράλληλα να διασφαλίσουν την αποτελεσματική αξιοποίηση πόρων από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας και άλλα κοινοτικά ταμεία, ιδιαίτερα για την πράσινη και ψηφιακή μετάβαση και την εξυπηρέτηση στόχων ανθεκτικότητας.

Επίσης, το Μάιο του 2023 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσίευσε τη δεύτερη έκθεση μεταπρογραμματικής εποπτείας,<sup>8</sup> σύμφωνα με την οποία η Ελλάδα διατηρεί την ικανότητά της να ικανοποιεί τις χρηματοδοτικές της ανάγκες λόγω της ανθεκτικότητας της ελληνικής οικονομίας και των δημόσιων οικονομικών στις προκλήσεις της τρέχουσας συγκυρίας. Όσον αφορά τη βιωσιμότητα του χρέους, η έκθεση αναγνωρίζει ότι το χρέος παραμένει σε καθοδική τροχιά υπό την προϋπόθεση της διατήρησης πρωτογενών πλεονασμάτων.

Τον ίδιο μήνα, στο πλαίσιο του Ευρωπαϊκού Εξαμήνου<sup>9</sup> η Ευρωπαϊκή Επιτροπή συνέστησε την κατάργηση των μέτρων για την αντιμετώπιση της ενεργειακής κρίσης, ενώ στην περίπτωση που αυτά είναι απαραίτητα τόνισε ότι θα πρέπει να είναι στοχευμένα στις ευάλωτες ομάδες, να διατηρούν τα κίνητρα για την εξοικονόμηση ενέργειας και να υπάρχει το δημοσιονομικό περιθώριο για τη χρηματοδότησή τους. Ειδικότερα, στις προτάσεις της για την Ελλάδα<sup>10</sup> η Επιτροπή συνέστησε τη διατήρηση της δυναμικής στην εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων του φιλόδοξου εθνικού σχεδίου ανάκαμψης και ανθεκτικότητας. Παράλληλα πρότεινε να ενταθεί η προσπάθεια διεύρυνσης της φορολογικής βάσης, ενίσχυσης της φορολογικής συμμόρφωσης και επαρκούς και αποδοτικής στελέχωσης της δημόσιας διοίκησης και της υγείας.

#### 4 ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Σε ένα περιβάλλον διαδοχικών κρίσεων και αυξημένης αβεβαιότητας, η οικονομική πολιτική της χώρας πρέπει να διαπνέεται από έναν μεσοπρόθεσμο ορθολογικό σχεδιασμό, με καθαρό όραμα και σαφείς και μετρήσιμους στόχους, ο οποίος θα διασφαλίζει τόσο τη δημοσιονομική βιωσιμότητα όσο και διατηρήσιμους υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Με αυτό τον τρόπο θα ενισχυθεί η αξιοπιστία της οικονομικής πολιτικής, που τόσο δύσκολα ανακτήθηκε ύστερα από την κρίση χρέους της προηγούμενης δεκαετίας.

Συνεπώς, για όσο διάστημα διαρκεί η αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ για την αντιμετώπιση των υψηλών πληθωριστικών πιέσεων, είναι αναγκαία η περιοριστική κατεύ-

7 Βλ. *Communication from the Commission to the Council, Fiscal policy guidance for 2024*, 8.3.2023.

8 European Commission, *Post-Programme Surveillance Report – Greece*, Spring 2023.

9 European Commission, *2023 Spring Package Communication*, May 2023.

10 European Commission, *2023 Country Report – Greece*, May 2023.

θунση της δημοσιονομικής πολιτικής. Δημοσιονομικές πολιτικές που δημιουργούν πλεονάζουσα ζήτηση σε μια οικονομία περιορισμένης προσφοράς λειτουργούν αντίρροπα στις προσπάθειες ανάσχεσης του πληθωρισμού και ενδέχεται να οδηγήσουν σε μεγαλύτερη αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής από ό,τι θα χρειαζόταν διαφορετικά.

Παράλληλα, είναι κρίσιμη η προσήλωση στην αποκατάσταση της δημοσιονομικής ισορροπίας. Και αυτό διότι η αύξηση του κόστους δανεισμού και η υποχώρηση των ρυθμών ανάπτυξης περιορίζουν τη μειωτική συμβολή της διαφοράς έμμεσου επιτοκίου-ονομαστικού ρυθμού ανάπτυξης (“snowball effect”) στη δυναμική του χρέους. Κατά συνέπεια, αποδυναμώνεται σταδιακά η αρχικά ευεργετική επίδραση του πληθωρισμού στη μείωση του λόγου χρέους/ΑΕΠ, άρα απαιτείται η δημιουργία διατηρήσιμων πρωτογενών πλεονασμάτων ώστε να μην υπονομευθεί η συνεχής πτωτική πορεία του δημόσιου χρέους.

Εξάλλου, η εισαγωγή νέων δημοσιονομικών κανόνων στην ΕΕ το επόμενο έτος θα οδηγήσει σε σημαντική αλλαγή του μεσοπρόθεσμου δημοσιονομικού σχεδιασμού, με περιορισμούς ως προς τη λήψη πρόσθετων δημοσιονομικών μέτρων. Στον πυρήνα των νέων κανόνων θα είναι η μείωση του δημόσιου χρέους και ο μετριασμός των κινδύνων βιωσιμότητάς του μεσομακροπρόθεσμα, μέσω του ελέγχου του ρυθμού αύξησης των δημόσιων δαπανών. Αυτό σημαίνει ότι η συμμόρφωση με τους νέους κανόνες θα αφορά όχι μόνο τη διαμόρφωση του δημοσιονομικού ελλείμματος κάτω από το 3% του ΑΕΠ, αλλά και την αύξηση των δημόσιων δαπανών με ρυθμό χαμηλότερο από το μεσοπρόθεσμο δυναμικό ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ. Κατ’ επέκταση, 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 δημοσιονομικοί κανόνες δαπανών προωθούν την άσκηση αντικυκλικής δημοσιονομικής πολιτικής, σύμφωνα με την οποία στην ανοδική φάση του οικονομικού κύκλου θα δημιουργούνται τα αναγκαία δημοσιονομικά αποθέματα τα οποία θα μπορούν να αξιοποιηθούν στην καθοδική φάση του κύκλου.

Η εξάλειψη του πρωτογενούς ελλείμματος το 2022 αποτελεί αναμφισβήτητα μια θετική εξέλιξη, η οποία όμως δεν θα πρέπει να οδηγήσει σε εφησυχασμό. Η επίτευξη πρωτογενών πλεονασμάτων μεσοπρόθεσμα θα καταστεί δυσκολότερη, καθώς προβλέπεται σημαντική επιβράδυνση των ρυθμών ανάπτυξης, ενώ η θετική επίδραση του πληθωρισμού στα δημόσια οικονομικά σταδιακά θα εξαλειφθεί. Στο Πρόγραμμα Σταθερότητας προβλέπεται η επιστροφή σε πρωτογενή πλεονάσματα άνω του 2% του ΑΕΠ μεσοπρόθεσμα, στόχος που είναι συμβατός με τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους. Εντούτοις, λαμβάνοντας υπόψη την ευνοϊκή επίδραση του οικονομικού κύκλου λόγω της δημοσιονομικής ώθησης που προκαλούν οι επενδύσεις του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, το πρωτογενές πλεόνασμα (σε κυκλικά διορθωμένους όρους) υπολείπεται του 2%, 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.

Σε ένα τέτοιο περιβάλλον δημοσιονομικών περιορισμών, οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής θα πρέπει να θέσουν ξεκάθαρες προτεραιότητες κατά τη λήψη πιθανών νέων στοχευμένων μέτρων στήριξης των πιο ευάλωτων εισοδηματικών ομάδων. Δεδομένης της υψηλής αβεβαιότητας, ο μεσοπρόθεσμος σχεδιασμός της δημοσιονομικής πολιτικής θα πρέπει να δίνει μεγαλύτερη έμφαση στην αξιολόγηση των κινδύνων και στη δημιουργία ικανών αποθεμάτων διαχρονικά, ώστε να υπάρχει δυνατότητα στήριξης της οικονομίας σε περιόδους κρίσης. Ένα πλαίσιο βασισμένο στη διαχείριση κινδύνων θα πρέπει (α) να παρέχει κίνητρα δημόσιας αποταμίευσης (δημιουργίας αποθεμάτων), ακόμη και όταν δεν υπάρχει άμεσος υψηλός κίνδυνος για τη βιωσιμότητα του χρέους, και (β) να θέτει πιο φιλόδοξους στόχους δημοσιονομικής προσαρμογής για χώρες με υψηλό δημόσιο χρέος, υπό τον όρο της αποφυγής υπερκυκλικής πολιτικής.

Επιπλέον, προκειμένου να βελτιωθεί η ανθεκτικότητα της οικονομίας μας καθώς και τα δημοσιονομικά μεγέθη, χρειάζεται να ενισχυθεί και να θωρακιστεί το δυνητικό προϊόν μέσω τόνωσης των επενδύσεων, της καινοτομίας και των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Σε αυτό το πλαίσιο, η αποτελεσματική αξιοποίηση των πόρων του Μηχανισμού Ανάκαμψης είναι καθοριστικός παράγοντας για την υλοποίηση των αναγκαίων μεταρρυθμίσεων, καθώς και για την κάλυψη του επενδυτικού κενού και, ειδικότερα, την ενίσχυση των επενδύσεων σε ανθρώπινο κεφάλαιο, καθαρή ενέργεια και ψηφιακές τεχνολογίες.

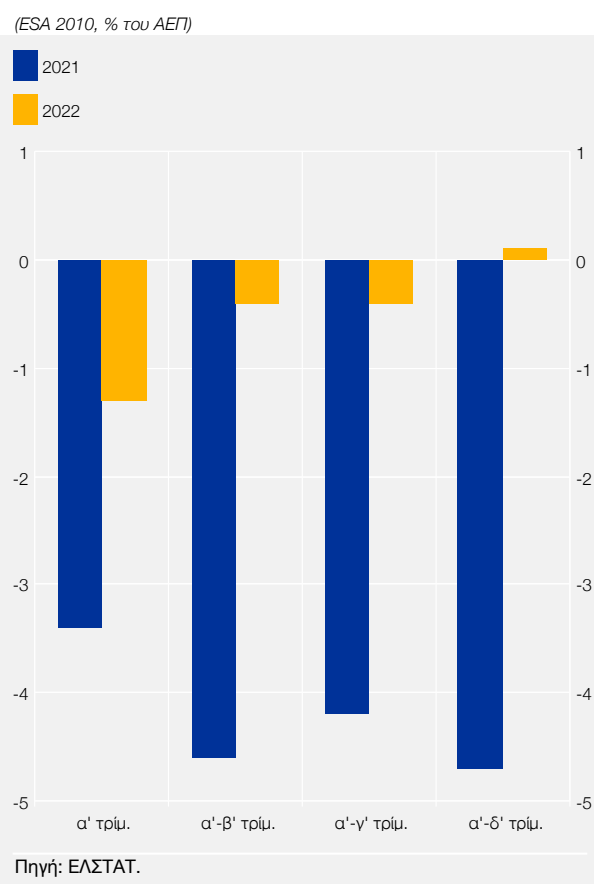
## 5 Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ ΤΟ 2022

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

Τον Απρίλιο του 2023 δημοσιεύθηκαν τα εθνικολογιστικά στοιχεία της γενικής κυβέρνησης για το 2022, σύμφωνα με τα οποία το πρωτογενές αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης παρουσίασε βελτίωση κατά 4,8 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ έναντι του 2021 και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 0,1% του ΑΕΠ (βλ. Διάγραμμα V.3). Η βελτίωση προέκυψε ως το καθαρό αποτέλεσμα από τη μείωση των πρωτογενών δαπανών κατά 5,2 ποσοστιαίες μονάδες και τη μείωση των εσόδων κατά 0,4 ποσ. μον. του ΑΕΠ.

Σε απόλυτα μεγέθη, τα έσοδα αυξήθηκαν (κατά 13,7%) έναντι του 2021, λόγω της βελτίωσης της οικονομικής δραστηριότητας, της παύσης των αναστολών πληρωμών φορολογικών και ασφαλιστικών υποχρεώσεων, της αύξησης του κατώτατου μισθού, καθώς και των ανατιμήσεων στα ενεργειακά και άλλα προϊόντα οι οποίες, μεταξύ άλλων, επηρέασαν και τα κέρδη των παραγωγών ενέργειας (μέρος των οποίων αποδόθηκε στο Ταμείο Ενεργειακής Μετάβασης). Αύξηση παρουσίασαν και οι πρωτογενείς δαπάνες (κατά 3,8%) έναντι του 2021, αντανακλώντας κυρίως τα αυξημένα μέτρα για την αντιμετώπιση της ενεργειακής κρίσης, την άνοδο της ενδιάμεσης κατανάλωσης λόγω των ανατιμήσεων ενεργειακών και άλλων προϊόντων, καθώς επίσης και την άνοδο των επενδυτικών δαπανών.

Διάγραμμα V.3 Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης σε εθνικολογιστική βάση



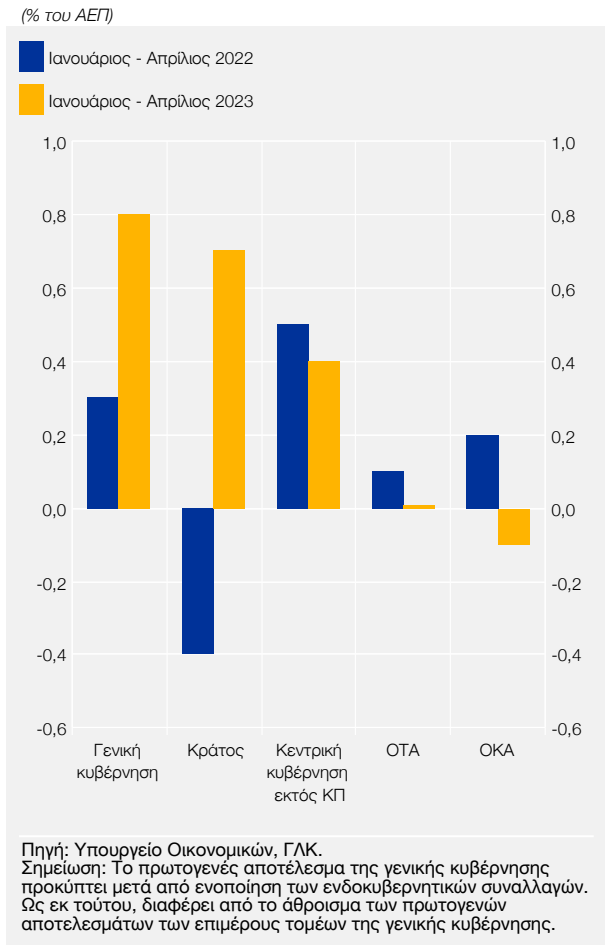
### 5.2 Γενική κυβέρνηση (στοιχεία Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους)

Σύμφωνα με τα ταμειακά στοιχεία της γενικής κυβέρνησης (ΓΚ) που συλλέγει το Γενικό Λογιστήριο του Κράτους (ΓΛΚ), την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2023 το ταμειακό αποτέλεσμα της ΓΚ διαμορφώθηκε σε έλλειμμα 0,5% του ΑΕΠ, παρουσιάζοντας βελτίωση σε σχέση με την αντίστοιχη περυσινή περίοδο, κατά την οποία είχε καταγραφεί έλλειμμα 0,9% του ΑΕΠ. Το πρωτογενές αποτέλεσμα επίσης βελτιώθηκε και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 0,8% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος 0,3% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2022.

Η ευνοϊκή εξέλιξη του πρωτογενούς αποτελέσματος προήλθε από τη βελτίωση του πρωτογενούς αποτελέσματος του κρατικού προϋπολογισμού (ΚΠ) κατά 1,1 ποσ. μον. του ΑΕΠ, που οφείλεται στην αύξηση των εσόδων σε όλες τις κατηγορίες. Αντίθετα, καταγράφηκε επιδείνωση



**Διάγραμμα V.4 Πρωτογενές αποτέλεσμα γενικής κυβέρνησης σε ταμειακή βάση**



του πρωτογενούς αποτελέσματος των νομικών προσώπων της κεντρικής κυβέρνησης κατά 139 εκατ. ευρώ ή 0,1 ποσ. μον. του ΑΕΠ, λόγω καταβολής του επιδόματος τροφίμων (market pass) ύψους 250 εκατ. ευρώ από το φορέα “Κοινωνία της Πληροφορίας”, και επιδείνωση του πρωτογενούς αποτελέσματος των οργανισμών κοινωνικής ασφάλισης (ΟΚΑ) κατά 742 εκατ. ευρώ ή 0,3 ποσ. μον. του ΑΕΠ, που οφείλεται πρωτίστως σε αυξημένες δαπάνες για κοινωνικές παροχές και συντάξεις λόγω, μεταξύ άλλων, αυξημένων δαπανών που προκύπτουν από την εκκαθάριση των εκκρεμών αιτήσεων συνταξιοδότησης. Τέλος, το πρωτογενές πλεόνασμα των οργανισμών τοπικής αυτοδιοίκησης (ΟΤΑ) παρουσίασε οριακή μείωση (βλ. Διάγραμμα V.4).

Οι συνολικές ληξιπρόθεσμες οφειλές της ΓΚ στο τέλος Μαρτίου 2023 (στις οποίες συμπεριλαμβάνονται οι επιστροφές φόρων, αλλά όχι οι εκκρεμείς αιτήσεις συνταξιοδότησης) διαμορφώθηκαν σε 2,8 δισεκ. ευρώ, έναντι 2,4 δισεκ. ευρώ στο τέλος Δεκεμβρίου 2022.

### 5.3 Κρατικός Προϋπολογισμός (τροποποιημένη ταμειακή βάση)

Την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2023 ο ΚΠ παρουσίασε βελτιωμένο αποτέλεσμα έναντι της αντίστοιχης περυσινής περιόδου. Συγκεκριμένα, σημείωσε έλλειμμα 0,4% του ΑΕΠ από έλλειμμα 1,6% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο

του 2022 (βλ. Πίνακα V.2). Το πρωτογενές αποτέλεσμα του ΚΠ επίσης βελτιώθηκε και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 1,1% του ΑΕΠ, από έλλειμμα 0,4% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2022.

Αναλυτικότερα, σε σύγκριση με το πρώτο τετράμηνο του 2022, η βελτίωση οφείλεται πρωτίστως στην αύξηση των εσόδων, ιδιαίτερα από μεταβιβάσεις. Η αύξηση αυτή σχετίζεται με την είσπραξη της όγδοης και τελευταίας δόσης των μεσοπρόθεσμων μέτρων ελάφρυνσης του χρέους (ύψους 603 εκατ. ευρώ) και με αυξημένα έσοδα του Προϋπολογισμού Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ). Αυξημένα ήταν και τα φορολογικά έσοδα, ιδίως από τους έμμεσους φόρους και το φόρο εισοδήματος φυσικών προσώπων. Οι πρωτογενείς δαπάνες του ΚΠ ήταν αυξημένες έναντι του 2022, κυρίως λόγω της αύξησης των δαπανών για μεταβιβάσεις, η οποία υπεραντιστάθμισε τη μείωση των εξοπλιστικών δαπανών.

Το πρωτογενές αποτέλεσμα παρουσίασε υπέρβαση κατά 3.313 εκατ. ευρώ έναντι του στόχου περιόδου στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού 2023. Η υπέρβαση ήταν αναμενόμενη, καθώς σχετίζεται με την πρόβλεψη του Προϋπολογισμού του 2023 για το δημοσιονομικό αποτέλεσμα, η οποία έχει αναθεωρηθεί προς τα άνω στο Πρόγραμμα Σταθερότητας 2023.

### 5.4 Κρατικός Προϋπολογισμός σε ταμειακή βάση

Το καθαρό ταμειακό αποτέλεσμα του ΚΠ το πρώτο τετράμηνο του 2023 παρουσίασε βελτίωση σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του προηγούμενου έτους και διαμορφώθηκε σε έλλειμμα

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

(εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος-Απρίλιος		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>17.691</b>	<b>21.057</b>	<b>19,0</b>	<b>2.511</b>
<b>α. Έσοδα κρατικού προϋπολογισμού (I+II+III+IV)</b>	<b>19.373</b>	<b>23.185</b>	<b>19,7</b>	<b>2.900</b>
I. Φόροι	16.040	17.803	11,0	1.567
II. Μεταβιβάσεις	2.443	3.959	62,1	811
III. Πωλήσεις αγαθών και υπηρεσιών	236	284	20,3	18
IV. Λοιπά έσοδα	654	1.139	74,2	504
<b>β. Επιστροφές φόρων</b>	<b>1.681</b>	<b>2.128</b>	<b>26,6</b>	<b>389</b>
Πληροφοριακά στοιχεία:				
Έσοδα από το Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) <sup>2</sup>	839	1.756	109,3	341
Έσοδα από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας <sup>3</sup>	1.718	1.718	0,0	0
<b>2. Δαπάνες κρατικού προϋπολογισμού (I+II+III+IV+V+VI+VII+VIII)</b>	<b>21.007</b>	<b>21.846</b>	<b>4,0</b>	<b>-529</b>
<b>Πρωτογενείς δαπάνες κρατικού προϋπολογισμού (2-VI)</b>	<b>18.479</b>	<b>18.610</b>	<b>0,7</b>	<b>-805</b>
I. Παροχές σε εργαζομένους	4.464	4.602	3,1	107
II. Μεταβιβάσεις	9.537	10.418	9,2	758
III. Αγορές αγαθών και υπηρεσιών	344	325	-5,5	104
IV. Αποκτήσεις πάγιων περιουσιακών στοιχείων	1.414	206	-85,4	-840
V. Λοιπές πρωτογενείς δαπάνες	151	249	64,9	-742
VI. Τόκοι (σε ακαθάριστη βάση)	2.528	3.236	28,0	276
VII. Δαπάνες Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων	2.558	2.670	4,4	340
VIII. Δαπάνες Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας	11	141		-531
<b>3. Ισοζύγιο κρατικού προϋπολογισμού (1-2)</b>	<b>-3.316</b>	<b>-789</b>		<b>3.040</b>
% του ΑΕΠ	-1,6	-0,4		
<b>4. Πρωτογενές αποτέλεσμα κρατικού προϋπολογισμού (3+2.VI)</b>	<b>-799</b>	<b>2.443</b>		<b>3.313</b>
% του ΑΕΠ	-0,4	1,1		

Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών, Γενικό Λογιστήριο του Κράτους, Εκτέλεση Κρατικού Προϋπολογισμού, Μηνιαίο Δελτίο, Απρίλιος 2023.

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”.

0,9% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 2,0% του ΑΕΠ το 2022 (βλ. Πίνακα V.3). Επίσης, το καθαρό πρωτογενές ταμειακό αποτέλεσμα του ΚΠ βελτιώθηκε και διαμορφώθηκε σε πλεόνασμα 0,6% 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 ως αποτέλεσμα βάσης, καθώς την αντίστοιχη περίοδο του 2022 εφαρμόζονταν περιορισμοί στην οικονομική δραστηριότητα λόγω της πανδημίας. Οι πρωτογενείς δαπάνες σημείωσαν οριακή αύξηση, καθώς οι επιχορηγήσεις που δόθηκαν για την καταβολή του επιδόματος τροφίμων (market pass), της εφάπαξ οικονομικής ενίσχυσης συνταξιούχων με προσωπική διαφορά και της προκαταβολής επικουρικής σύνταξης υπερέβησαν τις περυσινές που αφορούσαν τις έκτακτες οικονομικές ενισχύσεις σε συνταξιούχους και ευάλωτες κοινωνικές ομάδες για την αντιμετώπιση της ενεργειακής κρίσης.

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

(εκατ. ευρώ)

	Ετήσια στοιχεία		Ιανουάριος-Απρίλιος	
	2021	2022	2022	2023
Κρατικός προϋπολογισμός <sup>1</sup>	-15.880	-12.664	-4.062	-1.915
% του ΑΕΠ	-8,7	-6,1	-2,0	-0,9
- Τακτικός προϋπολογισμός	-13.780	-6.950	-4.054	-2.578
- Προϋπολογισμός Δημοσίων Επενδύσεων	-2.100	-5.714	-8	662

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

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

τικών εγγυήσεων στο πλαίσιο του προγράμματος “Ηρακλής”, καθώς οι νέοι κανόνες της Eurostat για την καταγραφή εγγυήσεων στο πλαίσιο πιλοποιήσεων αποφασίστηκε να εφαρμοστούν από το Φεβρουάριο του 2023 και εξής.

Ως ποσοστό του ΑΕΠ, το χρέος της ΓΚ μειώθηκε σημαντικά το 2022 σε 171,3% του ΑΕΠ, από 194,6% το 2021, καταγράφοντας τη μεγαλύτερη μείωση μεταξύ των χωρών-μελών της ΕΕ και επιστρέφοντας στο χαμηλότερο επίπεδο που έχει επιτευχθεί μετά την αναδιάρθρωση χρέους μέσω PSI το 2012. Τη μεγαλύτερη συμβολή (22,2 ποσ. μον.) σ’ αυτή τη μείωση 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. 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, το Πρόγραμμα Σταθερότητας 2023 προβλέπει περαιτέρω αποκλιμάκωση του χρέους της ΓΚ ως ποσοστού του ΑΕΠ σε 162,6% του ΑΕΠ το 2023. Μεσοπρόθεσμα, ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί σε 135,2 % του ΑΕΠ το 2026, υπό την

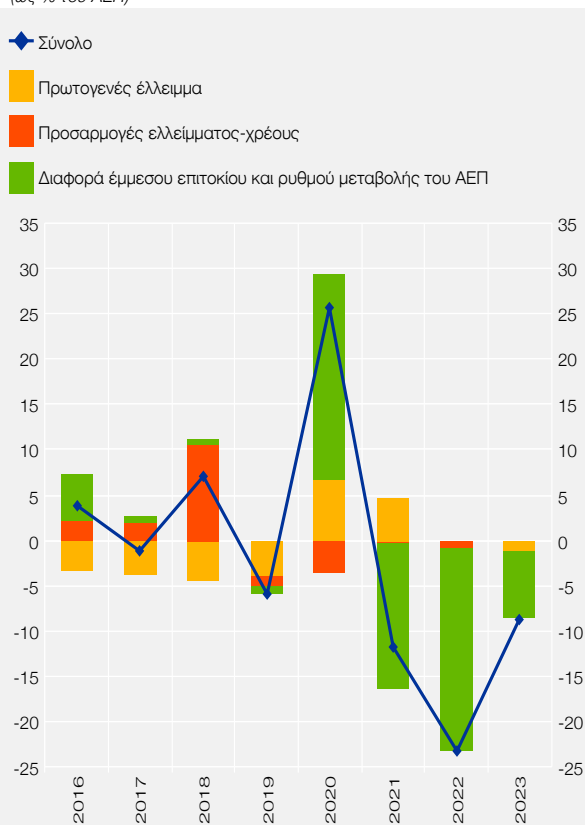
Ο Προϋπολογισμός Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ), στον οποίο περιλαμβάνονται οι εισπράξεις και οι πληρωμές από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, παρουσίασε επίσης βελτίωση σε σχέση με πέρυσι, λόγω αυξημένων εσόδων από την ΕΕ.

### 5.5 Χρέος γενικής κυβέρνησης

Το χρέος της ΓΚ το 2022 αυξήθηκε σε 356.256 εκατ. ευρώ, από 353.489 εκατ. ευρώ το 2021. Η ονομαστική αύξηση του δημόσιου χρέους αποτυπώνει, μεταξύ άλλων, δάνεια από το πρόγραμμα SURE και το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας της ΕΕ, καθώς και την αύξηση του αποθέματος βραχυπρόθεσμων δανείων (gepos). Το χρέος της ΓΚ δεν έχει επιβαρυνθεί αναδρομικά από τη χορήγηση κρα-

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

(ως % του ΑΕΠ)



Πηγή: Επεξεργασία δεδομένων της ΕΛΣΤΑΤ και προβλέψεων του Προγράμματος Σταθερότητας για το 2023.

προϋπόθεση ότι το Ελληνικό Δημόσιο θα ανακτήσει την επενδυτική βαθμίδα αξιολόγησης, γεγονός που θα περιορίσει τον κίνδυνο αναχρηματοδότησης και θα επιτρέψει τη σταδιακή μείωση των υψηλών ταμειακών διαθεσίμων.

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος,<sup>11</sup> παρά την αύξηση που σημείωσαν οι αποδόσεις των ελληνικών τίτλων στη διάρκεια του 2022, 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. Επιπλέον, πρόσθετη πηγή αβεβαιότητας αποτελεί η κλιματική κρίση, που αναμένεται να έχει αρνητικές επιπτώσεις στη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους.<sup>12</sup>

Οι εξαιρετικά περιορισμένες διαφοροποιήσεις στην εκτιμώμενη εξέλιξη των λόγων χρέους και ακαθάριστων χρηματοδοτικών αναγκών προς ΑΕΠ μεταξύ των υπό εξέταση σεναρίων μέχρι τις αρχές του 2030 καταδεικνύουν 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 προκειμένου να αξιοποιηθεί αυτό το παράθυρο ευκαιρίας είναι η διαφύλαξη της δημοσιονομικής αξιοπιστίας, η ανάκτηση της επενδυτικής βαθμίδας και η αποτελεσματική αξιοποίηση των ευρωπαϊκών πόρων.

11 Τράπεζα της Ελλάδος, *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2022*, Πλαίσιο V.1.

12 Τράπεζα της Ελλάδος, *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2022*, Πλαίσιο V.1.

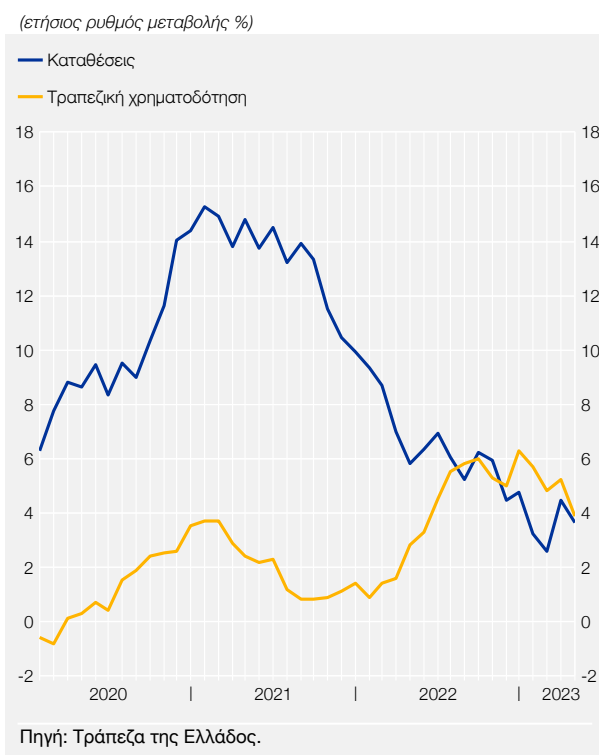




# VI ΧΡΗΜΑ, ΠΙΣΤΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΕΣ

Στις αρχές του 2023 οι καθαρές ροές τραπεζικών πιστώσεων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά κατέγραψαν μείωση έναντι του προηγούμενου έτους. Παράλληλα υποχώρησε το ύψος των ιδιωτικών καταθέσεων στις εγχώριες τράπεζες. Τα τραπεζικά επιτόκια, ιδίως τα επιτόκια δανεισμού, σημείωσαν αύξηση, ενώ ταυτόχρονα διευρύνθηκε η διαφορά επιτοκίων μεταξύ καταθέσεων προθεσμίας και καταθέσεων ταμειυτηρίου. Οι τράπεζες ενίσχυσαν την οργανική τους κερδοφορία κατά το α' τρίμηνο του 2023, η οποία υποστηρίχθηκε από το σχηματισμό μειωμένων προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο και την αύξηση των καθαρών εσόδων από τόκους και προμήθειες συγκριτικά με το α' τρίμηνο του 2022. Μειωτική επίδραση στα καθαρά έσοδα από τόκους ασκεί το υψηλότερο κόστος χρηματοδότησης, σε ένα περιβάλλον αυξημένων επιτοκίων διεθνώς, διαταράξεων στον τραπεζικό τομέα, κυρίως στις ΗΠΑ, καθώς και σταδιακής αύξησης της ζήτησης για προθεσμιακές καταθέσεις έναντι καταθέσεων μίας ημέρας. Σημειώνεται ότι το Μάρτιο του 2023 οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας των ελληνικών τραπεζών βρίσκονταν άνω του ελάχιστου ορίου, ενώ οι δείκτες ρευστότητας παρέμεναν ισχυροί, υπερβαίνοντας τους αντίστοιχους των τραπεζών της ευρωζώνης. Η διατήρηση ισχυρής κερδοφορίας και η συγκράτηση του κόστους δανεισμού τους αποτελούν προκλήσεις για τις ελληνικές τράπεζες, και προς αυτή την κατεύθυνση θα συμβάλει θετικά τυχόν περαιτέρω αναβάθμιση των πιστοληπτικών τους αξιολογήσεων.

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



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

Η αυστηροποίηση της κατεύθυνσης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής ήδη από το 2022 οδήγησε σε αυξήσεις των τραπεζικών επιτοκίων, ιδίως των επιτοκίων δανεισμού, από τις εγχώριες τράπεζες. Όσον αφορά τα επιτόκια καταθέσεων, καταγράφηκε σημαντική διεύρυνση της διαφοράς επιτοκίου μεταξύ των καταθέσεων προθεσμίας και των καταθέσεων ταμειυτηρίου. Σε συνέπεια με αυτή την εξέλιξη, τα νοικοκυριά και οι επιχειρήσεις μετακίνησαν αποταμιευτικούς πόρους από καταθέσεις μίας ημέρας προς καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια. Όμως η καθαρή ροή των καταθέσεων του εγχώριου ιδιωτικού τομέα κατά το διάστημα Ιανουαρίου-Απριλίου 2023 ήταν συνολικά αρνητική και ο ρυθμός αύξησης των ιδιωτικών καταθέσεων σε ετήσια βάση επιβραδύνθηκε (βλ. Διάγραμμα VI.1).

<sup>1</sup> Το κεφάλαιο ενσωματώνει πληροφορίες και στοιχεία που ήταν διαθέσιμα μέχρι τις 16.6.2023.

Εξαιτίας της προοδευτικής επιβράδυνσης της οικονομικής δραστηριότητας και της ανόδου των επιτοκίων, η καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (ΜΧΕ) εμφανίζεται μειωμένη σε μηνιαία βάση κατά την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2023 έναντι της ροής που καταγράφηκε το προηγούμενο έτος. Η χορήγηση τραπεζικής χρηματοδότησης κυρίως προς τις επιχειρήσεις εξακολουθεί να στηρίζεται από τα προγράμματα του Ομίλου της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων (ΕΤΕπ) και της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας (ΕΑΤ), καθώς και από το Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF). Κατά την περίοδο υπό επισκόπηση, ο ρυθμός μεταβολής των στεγαστικών δανείων έγινε περισσότερο αρνητικός, ενώ ο ρυθμός μεταβολής της καταναλωτικής πίστης έλαβε αυξανόμενες θετικές τιμές.

Κατά τα επόμενα έτη η εξέλιξη αφενός της τραπεζικής πίστης προς τον ιδιωτικό τομέα και αφετέρου των ιδιωτικών καταθέσεων θα ακολουθήσει την πορεία της οικονομικής δραστηριότητας. Περιοριστική επίδραση στα πιστωτικά μεγέθη (απευθείας, αλλά και μέσω αρνητικής επίδρασης στην οικονομική δραστηριότητα) θα ασκήσει τυχόν συνέχιση της αύξησης των δανειακών επιτοκίων, είτε λόγω περαιτέρω μετακύλισης των αυξήσεων των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ, οι οποίες έχουν ήδη πραγματοποιηθεί, είτε λόγω περαιτέρω αυστηροποίησης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Στήριξη προς την πιστωτική επέκταση θα συνεχίσουν να παρέχουν η ΕΤΕπ, η ΕΑΤ και με ολοένα μεγαλύτερη ένταση ο Μηχανισμός Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας. Η αποκλιμάκωση του ρυθμού πληθωρισμού θα συμβάλει σε επιβράδυνση, σε ονομαστικούς όρους, τόσο της τραπεζικής χρηματοδότησης όσο και των τραπεζικών καταθέσεων. Βέβαια, τυχόν συνακόλουθη άνοδος του πραγματικού επιτοκίου καταθέσεων ή και αντιστροφή της πρόσφατης υποχώρησης του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών θα επιδράσει προς την αντίθετη κατεύθυνση, ενισχύοντας τη ζήτηση καταθέσεων.

Το α' τρίμηνο του 2023 οι δείκτες ποιότητας ενεργητικού των τραπεζών παρέμειναν αμετάβλητοι σε σύγκριση με το τέλος του 2022. Οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας μειώθηκαν ελαφρώς, κυρίως λόγω της ενσωμάτωσης της πλήρους επίδρασης του Διεθνούς Προτύπου Χρηματοοικονομικής Αναφοράς 9 (IFRS 9), ενώ οι δείκτες ρευστότητας παρέμειναν ισχυροί. Οι ελληνικοί τραπεζικοί όμιλοι κατέγραψαν κέρδη το α' τρίμηνο του 2023, χάρη στη μείωση των προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο και στην αύξηση των καθαρών εσόδων από τόκους και προμήθειες σε ετήσια βάση. Η αύξηση των επιτοκίων επιδρά ενισχυτικά στα καθαρά έσοδα από τόκους, αν και ταυτόχρονα αυξάνονται οι δαπάνες για τόκους λόγω της έκδοσης ομολόγων σε ένα περιβάλλον με αυξημένο κόστος δανεισμού διεθνώς και με διαταράξεις στον τραπεζικό τομέα, κυρίως των ΗΠΑ. Θετικά στην κερδοφορία των τραπεζών αναμένεται επίσης να επιδράσει η συνέχιση της πιστωτικής επέκτασης (παρά τη μείωση των υπολοίπων των δανείων που παρατηρήθηκε το α' τρίμηνο του 2023), υποστηριζόμενη από το NextGenerationEU, ενώ σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα ενδεχόμενη επιδείνωση της οικονομικής δραστηριότητας δύναται να ασκήσει αυξητικές πιέσεις στο κόστος πιστωτικού κινδύνου.

## 2 ΤΡΑΠΕΖΙΚΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ

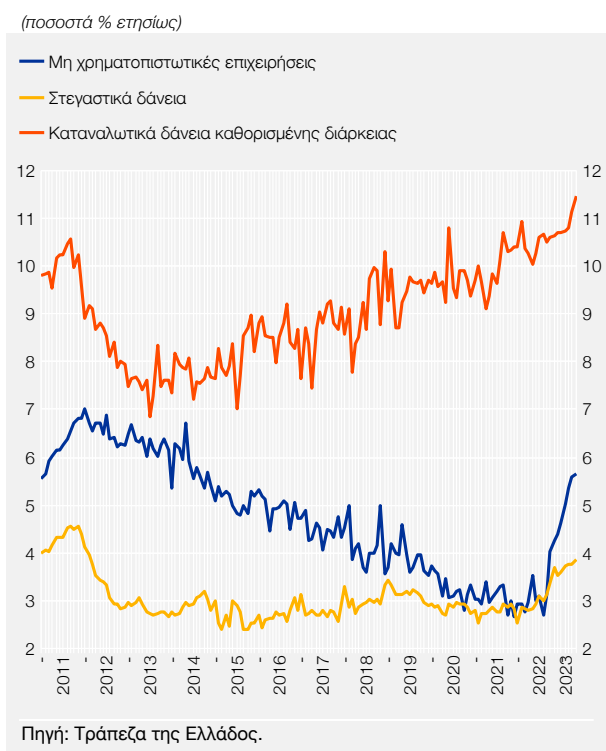
Τα επιτόκια τραπεζικών καταθέσεων αυξήθηκαν προοδευτικά από το δ' τρίμηνο του 2022 (βλ. Διάγραμμα VI.2), ακολουθώντας, με υστέρηση σε χρόνο και ένταση, τις αυξήσεις των επιτοκίων πολιτικής του Ευρωσυστήματος. Το μέγεθος των αυξήσεων ήταν αντιστρόφως ανάλογο του βαθμού ρευστότητας μεταξύ των κατηγοριών καταθέσεων. Ειδικότερα, το μεσοσταθμικό επιτόκιο στις καταθέσεις προθεσμίας των νοικοκυριών και των ΜΧΕ διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο το πρώτο τετράμηνο του 2023 σε 1,1% στις καταθέσεις διάρκειας έως 1 έτος και σε 1,6% στις καταθέσεις διάρκειας άνω του 1 έτους, κατά περίπου 100 μ.β. και 150 μ.β. υψηλότερα αντιστοίχως έναντι του πρώτου τετραμήνου του 2022, ενώ στις καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας (λογαριασμοί τρεχούμενοι, όψεως και ταμιευτηρίου) παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητο.

Σε σύγκριση με τη ζώνη του ευρώ, οι αυξήσεις των επιτοκίων καταθέσεων στην Ελλάδα υπήρξαν πιο περιορισμένες (βλ. Διάγραμμα VI.2). Ως αποτέλεσμα, για πρώτη φορά από το 2003, οπότε άρχισαν να δημοσιεύονται εναρμονισμένες χρονολογικές σειρές επιτοκίων μεταξύ των κρατών-μελών, τα επιτόκια καταθέσεων προθεσμίας στην Ελλάδα διαμορφώνονται από τα μέσα του 2022 σε επίπεδο σημαντικά χαμηλότερο έναντι του μέσου επιτοκίου της ζώνης του ευρώ.

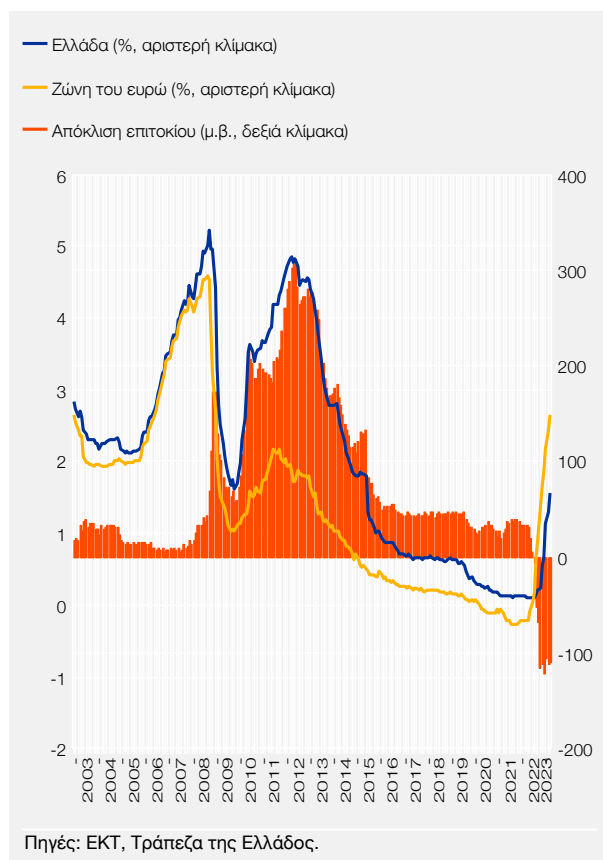
Τα επιτόκια τραπεζικών δανείων προς ΜΧΕ διαμορφώθηκαν κατά μέσο όρο το πρώτο τετράμηνο του τρέχοντος έτους άνω των 200 μ.β. υψηλότερα έναντι του πρώτου τετραμήνου του 2022 στην πλειονότητα των κατηγοριών δανείων. Το μεσοσταθμικό επιτόκιο επιχειρηματικών δανείων ανήλθε κατά μέσο όρο σε 5,4%, έναντι μέσης τιμής 3% το πρώτο τετράμηνο του 2022 (βλ. Διάγραμμα VI.3).

Αναλυτικότερα, στα δάνεια με καθορισμένη διάρκεια (τακτή λήξη) το μεσοσταθμικό επιτόκιο αυξήθηκε την επισκοπούμενη περίοδο σε 5,3% (πρώτο τετράμηνο 2022: 2,9%). Το αντίστοιχο επιτόκιο στα δάνεια προς μικρομεσαίες επιχει-

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



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



ρήσεις (ΜΜΕ) – που αντιπροσώπευαν το 22% της ακαθάριστης ροής επιχειρηματικών δανείων με τακτή λήξη τη διαθέσιμη περίοδο του 2023 – αυξήθηκε κατά 2,4 ποσοστιαίες μονάδες και διαμορφώθηκε σε 5,5%. Ομοίως, στα δάνεια μη καθορισμένης διάρκειας το μεσοσταθμικό επιτόκιο αυξήθηκε περισσότερο από 2 ποσ. μον. σε 6%. Όσον αφορά την ανά μέγεθος ταξινόμηση των δανείων με καθορισμένη διάρκεια, παρόμοιες αυξήσεις επιτοκίου καταγράφηκαν σε όλες τις επιμέρους κατηγορίες. Ειδικότερα, το μεσοσταθμικό επιτόκιο δανεισμού διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο το πρώτο τετράμηνο του 2023 σε: (α) 6,8% στα δάνεια έως 250.000 ευρώ (πρώτο τετράμηνο 2022: 4,6%), (β) 5,8% στα δάνεια μεταξύ 250.000 ευρώ και 1 εκατ. ευρώ (πρώτο τετράμηνο 2022: 3,4%) και (γ) 5,2% στα άνω του 1 εκατ. ευρώ (πρώτο τετράμηνο 2022: 2,8%). Το μερίδιο των νέων δανείων μεγαλύτερου ύψους, δηλ. άνω του 1 εκατ. ευρώ, ενισχύθηκε ελαφρά σε σύγκριση με το 2022 (σε 92% της ετήσιας ακαθάριστης ροής των επιχειρηματικών δανείων με τακτή λήξη).

Το κόστος τραπεζικής χρηματοδότησης προς τις επιχειρήσεις μετρίασαν τα προγράμματα του Ομίλου της ΕΤΕπ και της ΕΑΤ, καθώς και τα δάνεια που χορηγήθηκαν μέσω του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας.<sup>2</sup> Οι εκταμιεύσεις επιχειρηματικών δανείων που συνδέονται με τα χρηματοδοτικά εργαλεία των αναπτυξιακών οργανισμών ανήλθαν το τετράμηνο Ιανουαρίου-Απριλίου 2023 σε περίπου 0,35 δισεκ. ευρώ (2022: 4,2 δισεκ. ευρώ), ποσό που ισοδυναμεί με το 7% των νέων δανείων καθορισμένης διάρκειας (τακτής λήξης) προς το σύνολο των ΜΧΕ για την εν λόγω περίοδο (2022: 19%). Οι αντίστοιχες εκταμιεύσεις επιχειρηματικών δανείων προς ΜΜΕ ανήλθαν περίπου σε 190 εκατ. ευρώ (2022: 2,9 δισεκ. ευρώ) και αντιπροσώπευαν το 17% 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 περίπου 0,25 δισεκ. ευρώ το πρώτο τετράμηνο του τρέχοντος έτους και 0,6 δισεκ. ευρώ σωρευτικά από τον Ιούλιο του 2022, οπότε πραγματοποιήθηκαν οι πρώτες εκταμιεύσεις δανείων.<sup>3</sup>

Τα επιτόκια τραπεζικών δανείων προς τα νοικοκυριά αυξήθηκαν περαιτέρω το 2023, αλλά συγκριτικά λιγότερο από ό,τι τα αντίστοιχα προς τις επιχειρήσεις. Το μεσοσταθμικό επιτόκιο των δανείων προς ιδιώτες διαμορφώθηκε σε 5,8%, κατά 93 μ.β. υψηλότερα από τη μέση τιμή του πρώτου τετραμήνου του 2022. Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλαν πρωτίστως η γενικευμένη προς τα πάνω αναπροσαρμογή των επιτοκίων στεγαστικής πίστης και δευτερευόντως οι μικρότερες αυξήσεις επιτοκίου καταναλωτικής πίστης. Ειδικότερα, το μεσοσταθμικό επιτόκιο των στεγαστικών δανείων διαμορφώθηκε το πρώτο τετράμηνο του 2023 σε 3,8%, επίπεδο κατά 96 μ.β. υψηλότερο έναντι της μέσης τιμής του πρώτου τετραμήνου του 2022,<sup>4</sup> ενώ το αντίστοιχο επιτόκιο καταναλωτικών δανείων καθορισμένης διάρκειας αυξήθηκε σε 11%, επίπεδο κατά 63 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 κατά 21 μ.β. σε 14,9%.

Η απόκλιση μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ ως προς το μεσοσταθμικό κόστος δανεισμού για τις ΜΧΕ διαμορφώθηκε σε 141 μ.β. κατά μέσο όρο το πρώτο τετράμηνο του 2023, όσο περίπου και το 2022, έναντι 290 μ.β. κατά μέσο όρο την περίοδο 2011-2019. Η αντίστοιχη απόκλιση στο μεσοσταθμικό κόστος δανεισμού των νοικοκυριών για τη λήψη στεγαστικού δανείου περιορίστηκε σε 53 μ.β. (2022: 104 μ.β.).

Στο άμεσο μέλλον, τα επιτόκια τραπεζικού δανεισμού των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών αναμένεται να διατηρήσουν ήπια ανοδική τάση. Η μετακίνηση κεφαλαίων από τις καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας προς τις υψηλότερου επιτοκίου καταθέσεις προθεσμίας επιδρά αυξητικά στο μεσοσταθμικό κόστος του συνόλου των καταθέσεων λιανικής, δηλ. της βασικής πηγής άντλησης ρευστότητας των τραπεζών. Παράλληλα, οι αυξήσεις των επιτοκίων νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος ασκούν ανοδικές πιέσεις στο κόστος των εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης, λ.χ. τη διατραπεζική αγορά και την έκδοση ομολόγων. Ωστόσο, οι όροι και η διαθεσιμότητα επιχειρηματικής και στεγαστικής πίστης αναμένεται να συνεχίσουν να υποστηρίζονται από προγράμματα συγχρηματοδότησης και εγγυοδοσίας και, ειδικά όσον αφορά τις επιχειρήσεις, από τα χαμηλότοκα δάνεια που χορηγούνται στο πλαίσιο του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας.

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

3 Περιλαμβάνονται οι εκταμιεύσεις επιχειρηματικών δανείων εκ μέρους τραπεζών εσωτερικού και εξωτερικού που χρηματοδοτούνται από δημόσιους και τραπεζικούς πόρους. Δεν περιλαμβάνονται οι χρηματοδοτήσεις μέσω κεφαλαιακών συμμετοχών.

4 Μεταξύ των επιμέρους κατηγοριών στεγαστικής πίστης, οι αναπροσαρμογές επιτοκίων ήταν εμφανώς μεγαλύτερες στα δάνεια κυμαινόμενου επιτοκίου (κατά μέσο όρο περίπου 140 μ.β.). Μικρότερες (κατά μέσο όρο περίπου 50 μ.β.) ήταν οι αναπροσαρμογές στα σταθερά επιτόκια διάρκειας 5-10 ετών και άνω των 10 ετών.

### 3 ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ

Κατά το πρώτο τετράμηνο του 2023 οι τραπεζικές καταθέσεις του εγχώριου ιδιωτικού τομέα κατέγραψαν σωρευτική υποχώρηση κατά 3,7 δισεκ. ευρώ, η οποία ήταν εντονότερη από την αντίστοιχη περίοδο πέρυσι.

Οι καταθέσεις των νοικοκυριών σημείωσαν περιορισμένη αύξηση κατά 0,2 δισεκ. ευρώ την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου 2023 (έναντι αύξησης 0,7 δισεκ. ευρώ το ίδιο διάστημα πέρυσι) και ο ετήσιος ρυθμός ανόδου τους συνέχισε να επιβραδύνεται (Απρίλιος 2023: 3,7%, Δεκέμβριος 2022: 4,4%, βλ. Διάγραμμα VI.4). Στην αποκλιμάκωση της ανόδου των καταθέσεων των νοικοκυριών συνέβαλε η σημαντική επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος στη διάρκεια του 2022, καθώς και οι αυξημένες καταναλωτικές δαπάνες των νοικοκυριών δεδομένου και του υψηλού δομικού πληθωρισμού. Επιπρόσθετα, η μετακύλιση της ανόδου των επιτοκίων πολιτικής στο (μεσοσταθμικό) επιτόκιο για το σύνολο των καταθέσεων ήταν πολύ περιορισμένη (βλ. Ενότητα 2 του παρόντος κεφαλαίου). Το πραγματικό επιτόκιο καταθέσεων παρέμεινε αρνητικό, με αποτέλεσμα να μην ενισχυθεί το κίνητρο των νοικοκυριών για αποταμίευση.

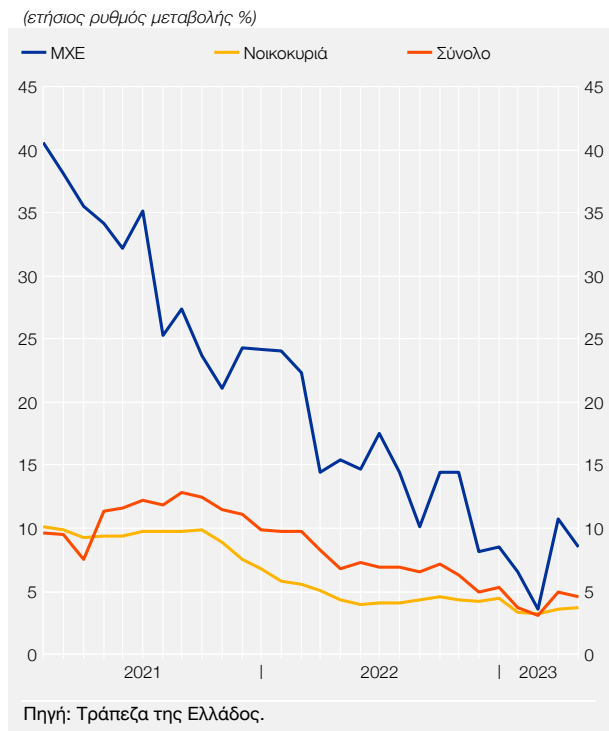
Οι εισοδηματικές ενισχύσεις που καταβλήθηκαν προς τα φυσικά πρόσωπα εξαιτίας των ανατιμήσεων συνέχισαν να λειτουργούν υποστηρικτικά για τις καταθέσεις των νοικοκυριών, αν και ήταν μικρότερης έκτασης το εξεταζόμενο τετράμηνο σε σύγκριση με το προηγούμενο. Μάλιστα, εφόσον ληφθεί υπόψη η εξέλιξη του πληθωρισμού, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των καταθέσεων των νοικοκυριών σε πραγματικούς όρους από το Φεβρουάριο του 2022 λαμβάνει αρνητικές τιμές (Απρίλιος 2023: -0,8%).

Οι επιχειρηματικές καταθέσεις μειώθηκαν κατά 3,8 δισεκ. ευρώ τους τέσσερις πρώτους μήνες του 2023, έναντι υποχώρησης κατά 3,5 δισεκ. ευρώ το αντίστοιχο διάστημα του 2022. Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου των επιχειρηματικών καταθέσεων εξακολούθησε γενικά να επιβραδύνεται μέχρι το Φεβρουάριο του 2023, αλλά στη συνέχεια ανέκαμψε και τον Απρίλιο κυμάνθηκε στο ίδιο επίπεδο με τα τέλη του 2022 (Απρίλιος 2023: 8,5%, Δεκέμβριος 2022: 8,5%, βλ. Διάγραμμα VI.4).

Η σχετική ανθεκτικότητα των επιχειρηματικών καταθέσεων αντανακλά σε μεγάλο βαθμό τη διατήρηση αξιόλογων ρυθμών πιστωτικής επέκτασης προς τις ΜΧΕ το 2022 και τους πρώτους μήνες του 2023, ενώ η αισθητή ανάκαμψη του κύκλου εργασιών και των ταξιδιωτικών εισπράξεων το προηγούμενο έτος, που διατηρήθηκε και τους πρώτους μήνες του 2023, ενίσχυσε τα ταμειακά διαθέσιμα των επιχειρήσεων.

Διακρίνοντας τις καταθέσεις με βάση το βαθμό ρευστότητας, διαπιστώνεται ότι η επιβράδυνση της ανόδου των ιδιωτικών καταθέσεων τους πρώτους μήνες του 2023 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 τριάντισι έτη, και στη συνέχεια επιταχύνθηκε, αντανακλώντας κυρίως την πορεία των καταθέσεων προθεσμίας των νοικοκυριών (Απρίλιος 2023: 21,1%, Δεκέμβριος 2022: -11,9%, βλ. Διάγραμμα

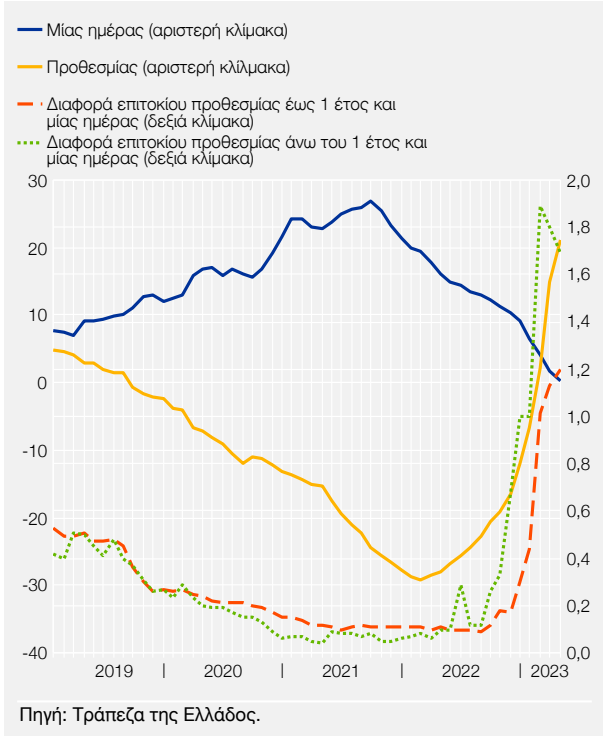
Διάγραμμα VI.4 Καταθέσεις στις εγχώριες τράπεζες (Ιανουάριος 2021 - Απρίλιος 2023)





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

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής % και διαφορά σε ποσοστιαίες μονάδες)



VI.5). Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των καταθέσεων προθεσμίας των ΜΧΕ παραμένει θετικός από τον Οκτώβριο του 2022 και τους τελευταίους μήνες ήταν ιδιαίτερα υψηλός (Απρίλιος 2023: 91,3%, Δεκέμβριος 2022: 80,7%).

Οι μεταβολές αυτές είναι ενδεικτικές της υπό εξέλιξη αναδιάρθρωσης των ρευστών διαθέσιμων των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών προς καταθετικούς λογαριασμούς προθεσμίας με χαμηλότερη ρευστότητα, λόγω των καλύτερων αποδόσεων που αρχίζουν να προσφέρουν ως απόρροια της αυστηροποίησης της νομισματικής πολιτικής από την ΕΚΤ, ιδίως όσον αφορά καταθέσεις με διάρκεια μεγαλύτερη από ένα έτος (βλ. Διάγραμμα VI.5).<sup>5</sup> Συγκεκριμένα, οι καταθέσεις προθεσμίας των νοικοκυριών παρουσίασαν αύξηση κατά 6,9 δισεκ. ευρώ, η οποία έλαβε χώρα σχεδόν εξ ολοκλήρου κατά το πρώτο τετράμηνο του 2023. 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 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 (76% των καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα). Το υπόλοιπο των καταθέσεων μίας ημέρας ενισχυόταν αδιάλειπτα μέχρι πρόσφατα, λόγω των υπηρεσιών ρευστότητας και πληρωμών που προσφέρουν (και οι οποίες δεν τιμολογούνται άμεσα), αλλά και λόγω της σχεδόν μηδενικής διαφοράς του επιτοκίου τους έναντι των καταθέσεων με συμφωνημένη διάρκεια, οπότε το κόστος ευκαιρίας των καταθέσεων μίας ημέρας ήταν πολύ χαμηλό.

Το μερίδιο των καταθέσεων των ΜΧΕ στο σύνολο των καταθέσεων του εγχώριου ιδιωτικού τομέα, το οποίο ενισχύεται σταδιακά τα τελευταία έτη, διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο το πρώτο τετράμηνο του 2023 στο 22%, αμετάβλητο έναντι του 2022, ενώ το αντίστοιχο των νοικοκυριών ενισχύθηκε οριακά σε 76%, από 75% κατά μέσο όρο το 2022. Το μερίδιο των ασφαλιστικών επιχειρήσεων και των λοιπών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (εκτός των τραπεζών) υποχώρησε στο 2%.

Η διατήρηση αξιόλογων ρυθμών ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας, καθώς και της πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις, αναμένεται ότι θα συμβάλει στη συνέχιση των θετικών ρυθμών μεταβολής στη ζήτηση τραπεζικών καταθέσεων. Τυχόν μεγαλύτερος βαθμός ενσωμάτωσης των αυξήσεων των επιτοκίων πολιτικής στα εγχώρια επιτόκια καταθέσεων επίσης θα τονώσει τα αποταμιευτικά κίνητρα των ιδιωτών και επομένως τη ζήτηση τοκοφόρων καταθέσεων. Από την άλλη πλευρά, τυχόν επιμονή του πληθωρισμού σε υψηλά επίπεδα θα έχει αρνητικό αντίκτυπο στις καταθέσεις, μέσω της συρρίκνωσης του πραγματικού διαθέσιμου

<sup>5</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 το α' τετράμηνο του 2023 κατά 90 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 το α' τετράμηνο του 2023 κατά 68 μ.β., έναντι 94 μ.β. το 2022 συνολικά.

εισοδήματος, ενώ ταυτόχρονα καθιστά ελκυστικότερες εναλλακτικές τοποθετήσεις, όπως ακίνητα, εμπορεύματα κ.ά., που διατηρούν την πραγματική τους αξία.

#### 4 ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΠΙΣΤΗ

Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου των τραπεζικών πιστώσεων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (ΜΧΕ), μετά την αξιοσημείωτη επιτάχυνση που εμφάνισε το 2022, το πρώτο τετράμηνο του 2023 κάπως περιορίστηκε.

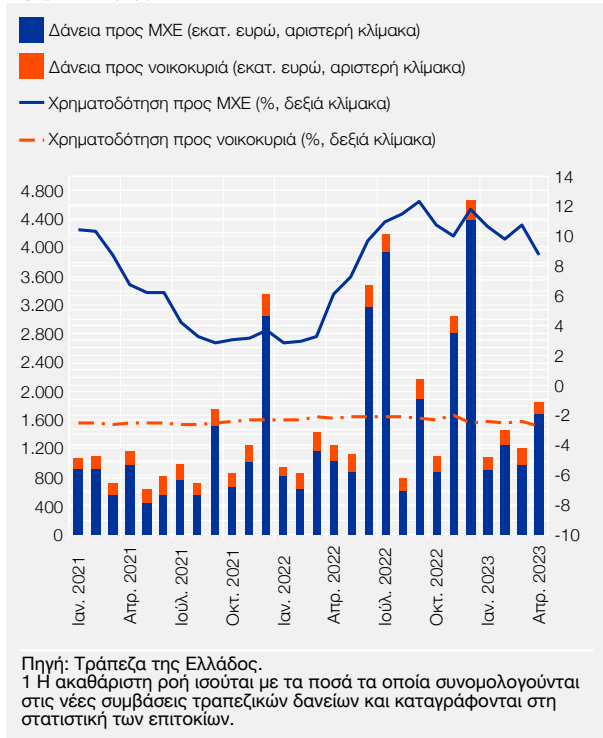
Αναλυτικότερα, τον Απρίλιο του 2023 ο ετήσιος ρυθμός ανόδου της χρηματοδότησης προς τις ΜΧΕ υποχώρησε σε 8,7%, από 11,8% το Δεκέμβριο του 2022 (Απρίλιος 2022: 6,1%, βλ. Διάγραμμα VI.6), αντανακλώντας σημαντικές αποπληρωμές δανείων από ορισμένες μεγάλες επιχειρήσεις για λόγους εξορθολογισμού του επιτοκιακού τους κόστους (υπενθυμίζεται ότι ο ρυθμός αυτός βασίζεται στην ετήσια καθαρή ροή χρηματοδότησης). Την περίοδο Ιανουαρίου-Απριλίου του 2023 η μέση μηνιαία καθαρή ροή τραπεζικής χρηματοδότησης προς ΜΧΕ έγινε αρνητική, -154 εκατ. ευρώ, έναντι 278 εκατ. ευρώ το ίδιο τετράμηνο του 2022. Η μέση μηνιαία ακαθάριστη ροή τραπεζικών δανείων καθορισμένης διάρκειας (δηλαδή τακτής λήξης) προς τις ΜΧΕ το πρώτο τετράμηνο του 2023 διαμορφώθηκε σε 1,2 δισεκ. ευρώ (εκ των οποίων 0,9 δισεκ. ευρώ προς μεγάλες ΜΧΕ), έναντι 913 εκατ. ευρώ το πρώτο τετράμηνο του 2022. Επίσης, το μέσο μηνιαίο υπόλοιπο της τραπεζικής χρηματοδότησης χωρίς καθορισμένη διάρκεια (δηλ. των πιστωτικών γραμμών και άλλων διευκολύνσεων) προς τις ΜΧΕ αυξήθηκε κατά 12,5% το πρώτο τετράμηνο του 2023 σε σύγκριση με το αντίστοιχο διάστημα του 2022.

Η σημαντική άνοδος των επιτοκίων των τραπεζικών δανείων προς τις ΜΧΕ τους τελευταίους μήνες επέδρασε ανασχετικά στη ζήτηση τραπεζικών πιστώσεων (βλ. Πλαίσιο VI.1). Η επίδραση αυτή και η μείωση της ζήτησης πιστώσεων καταγράφηκε, για πρώτη φορά από την αρχή της πανδημίας, και στα αποτελέσματα της Έρευνας Τραπεζικών Χορηγήσεων για το α' τρίμηνο του 2023. Φαίνεται ότι κάποιες επιχειρήσεις αποφεύγουν να αναλάβουν χρέος με σταθερό επιτόκιο για πολύμηνες περιόδους, ενδεχομένως επειδή αναμένουν αποκλιμάκωση των επιτοκίων στο εγγύς μέλλον ή επειδή δεν γνωρίζουν σε ποια έκταση θα χρειαστεί να χρησιμοποιήσουν δανειακούς πόρους. Επίσης, τους τελευταίους μήνες πραγματοποιήθηκαν σημαντικές αποπληρωμές πιστώσεων με κυμαινόμενο επιτόκιο από κάποιες μεγάλες επιχειρήσεις, οι οποίες χρησιμοποίησαν πόρους από τα σημαντικά αποθέματα ρευστότητας που είχαν συγκεντρώσει τα τελευταία έτη, προκειμένου να περιορίσουν το κόστος δανεισμού τους και να προλάβουν την ενσωμάτωση επιτοκιακών αυξήσεων. Από την πλευρά της προσφοράς τραπεζικών πιστώσεων, μετά την αξιοσημείωτη μείωση των ΜΕΔ μέχρι το τέλος του 2022, οι τράπεζες έχουν διευκολυνθεί σημαντικά προκειμένου να διοχετεύσουν χορηγήσεις στην οικονομία. Η διατήρηση της ρευστότητας των πιστωτικών ιδρυμάτων σε ικανοποιητικά επίπεδα συνέχισε να στηρίζει τη δυνατότητά τους να παρέχουν νέες πιστώσεις. Βέβαια οι τράπεζες, μετά το Δεκέμβριο του 2022, πραγματοποίησαν σημαντικές αποπληρωμές της χρηματοδότησης που είχαν λάβει από το Ευρωσύστημα. Προκειμένου να διεκπεραιώσουν αυτές τις αποπληρωμές, τα πιστωτικά ιδρύματα είχαν την ευχέρεια να μειώσουν το συνολικό απόθεμα των διαθεσίμων που είχαν συγκεντρώσει τα τελευταία έτη στην Τράπεζα της Ελλάδος. Το πρώτο τετράμηνο του 2023 η σωρευτική καθαρή ροή καταθέσεων πελατών στις τράπεζες ήταν αρνητική περισσότερο από ό,τι το αντίστοιχο τετράμηνο του 2022, όμως το απόθεμα καταθέσεων παρέμεινε υψηλό. Οι τράπεζες άντλησαν (σε καθαρή βάση) ρευστότητα από τη διατραπεζική αγορά του εξωτερικού το τετράμηνο αυτό, όπως και την ίδια περίοδο του 2022. Τέλος, τα πιστωτικά ιδρύματα διατήρησαν τη δυνατότητα να αντλήσουν κάποιους πόρους το τετράμηνο αυτό, όπως και το προηγούμενο έτος, μέσω της έκδοσης ομολόγων.

Επίσης, το πρώτο τετράμηνο του 2023 η συμβολή των χρηματοδοτικών εργαλείων του Ομίλου ΕΤΕπ και της ΕΑΤ στις εκταμιεύσεις πιστώσεων προς τις ΜΧΕ ήταν μικρότερη από ό,τι το ίδιο διάστημα του 2022. Οι εκταμιεύσεις δανείων το πρώτο τετράμηνο του 2023 για συγχρηματοδοτήσεις εκ μέρους των τραπεζών των επενδυτικών σχεδίων που υπάγονται στο Μηχανισμό Ανά-

**Διάγραμμα VI.6 Τραπεζική χρηματοδότηση και δάνεια με καθορισμένη διάρκεια προς ΜΧΕ και νοικοκυριά (Ιανουάριος 2021 - Απρίλιος 2023)**

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



καμψης και Ανθεκτικότητας (RRF) ήταν περιορισμένες.

Το υπόλοιπο των τραπεζικών πιστώσεων προς τα νοικοκυριά εξακολούθησε να συρρικνώνεται το πρώτο τετράμηνο του 2023, με σχετικά εντονότερο ετήσιο ρυθμό μεταβολής έναντι του 2022 κυρίως ως αποτέλεσμα του ταχύτερου ρυθμού μείωσης των στεγαστικών δανείων (Απρίλιος: -3,9%), ενώ ο ρυθμός ανόδου των καταναλωτικών δανείων ενισχύθηκε (1,7%).

Ως προς τη μελλοντική πορεία των τραπεζικών πιστώσεων προς τις ΜΧΕ, η αναμενόμενη επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου του ΑΕΠ το 2023 και τα υψηλότερα επιτόκια εκτιμάται ότι θα συμβάλουν σε υποχώρηση του ετήσιου ρυθμού πιστωτικής επέκτασης προς τις ΜΧΕ, ο οποίος όμως θα παραμείνει σε θετικές τιμές. Το ενδεχόμενο δημιουργίας νέων ΜΕΔ το 2023 εκτιμάται ότι θα έχει αρνητική επίδραση στην πιστωτική επέκταση. Αντίθετα, θετική επίδραση θα έχουν η αναμενόμενη ενίσχυση των εκταμιεύσεων στο πλαίσιο του RRF κατά το 2023 και οι πόροι χρηματοδότησης εκ μέρους των τραπεζών και του Ομίλου ΕΤΕπ που θα διατεθούν στο πλαίσιο του ΕΣΠΑ (2021-2027).

## 5 ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΟΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΤΟΜΕΑ

Το 2022 οι σημαντικές τράπεζες της ευρωζώνης, ως σύνολο, παρουσίασαν άνοδο της κερδοφορίας και της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων. Η εξέλιξη αυτή επήλθε παρά την αύξηση των λειτουργικών δαπανών και των προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο, λόγω της αύξησης των λειτουργικών εσόδων, εν μέσω ανόδου των επιτοκίων και πιστωτικής επέκτασης.<sup>6</sup> Επίσης, η υποχώρηση του αποθέματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων των ελληνικών τραπεζών επέφερε σημαντική μείωση των προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο το 2022, που συνεχίστηκε και το α΄ τρίμηνο του 2023, με αποτέλεσμα την ενίσχυση της κερδοφορίας τους (βλ. Πίνακα VI.1). Στην ίδια εξέλιξη συνέβαλε η αύξηση των καθαρών εσόδων από τόκους και προμήθειες σε ετήσια βάση. Σε σχέση με το α΄ τρίμηνο του 2022 μειώθηκαν τα καθαρά έσοδα από χρηματοοικονομικές πράξεις και λοιπά έσοδα, τα οποία είχαν επηρεαστεί από μη επαναλαμβανόμενα κέρδη το προηγούμενο έτος.

Σχετικά με τις προοπτικές κερδοφορίας των ελληνικών τραπεζών, αυξητικά επιδρούν η άνοδος των επιτοκίων, σε συνδυασμό με την πιστωτική επέκταση, καθώς έτσι ενισχύονται τα έσοδα από τόκους. Από την άλλη πλευρά όμως, η συνιστώσα των εξόδων για τόκους που έχει αυξηθεί σχετίζεται με την άνοδο του κόστους δανεισμού από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές, λόγω της αυστη-

<sup>6</sup> Οι αναλυτές έχουν αναθεωρήσει προς τα πάνω τις εκτιμήσεις τους για την αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων (RoE) των εισηγμένων τραπεζών της ευρωζώνης για το οικονομικό έτος 2023 (σε 9,8% από 8,5% στο τέλος του 2022, σύμφωνα με την I/B/E/S Global Aggregates της Refinitiv). Για τις ελληνικές τράπεζες, οι διεθνείς οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης αναμένουν ότι η κερδοφορία τους θα υποβοηθηθεί και το 2023 από την αύξηση των επιτοκίων και ότι η ανθεκτικότητα των ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και οι δανειοδοτήσεις στο πλαίσιο του RRF θα αντισταθμίσουν τη συμβολή των αυξήσεων των επιτοκίων στη δημιουργία νέων ΜΕΔ (ενδεικτικά βλ. S&P Ratings (25.4.2023), "Various positive rating actions taken on Greek and Cypriot banks", και Moody's (20.3.2023), "Robust credit growth, higher rates and lower impairments boost systemic Greek banks' 2022 ratings").

ροποίησης των νομισματικών και χρηματοπιστωτικών συνθηκών διεθνώς.<sup>7</sup> Σημειώνεται ότι οι πρόσφατες διαταράξεις στον τραπεζικό τομέα, κυρίως των ΗΠΑ, επέδρασαν αυξητικά στις αποδόσεις των τραπεζικών ομολόγων, κυρίως της μη επενδυτικής κατηγορίας, μεταξύ των οποίων και τα ομόλογα των ελληνικών τραπεζών. Μια επιπλέον πρόκληση για την κερδοφορία των τραπεζών προέρχεται από την επίδραση της αύξησης των επιτοκίων στο κόστος χρηματοδότησής τους από καταθέσεις, που δύναται να προέλθει από περαιτέρω αύξηση στα επιτόκια καταθέσεων ή/και στη ζήτηση για προθεσμιακές καταθέσεις έναντι καταθέσεων μίας ημέρας. Επίσης, η άνοδος των επιτοκίων ενδεχομένως θα έχει αρνητικές επιδράσεις στην ποιότητα του ενεργητικού των ελληνικών τραπεζών.<sup>8</sup>

Επομένως, το περιβάλλον υψηλών επιτοκίων καθίσταται σημαντικός κίνδυνος, καθώς θα συνεχίζονται οι εκδόσεις ομολόγων των ελληνικών τραπεζών με σκοπό την κάλυψη της Ελάχιστης Απαιτήσης Ιδίων Κεφαλαίων και Επιλέξιμων Υποχρεώσεων (MREL).<sup>9</sup> Σε αυτό το περιβάλλον, η αναβάθμιση του Ελληνικού Δημοσίου στην Επενδυτική Κατηγορία θα αποτελούσε σημαντική εξέλιξη και για τις τράπεζες, καθώς αναμένεται ότι θα οδηγήσει σε αναβαθμίσεις των πιστοληπτικών αξιολογήσεων των ελληνικών τραπεζών, γεγονός που θα συμβάλει στη συγκράτηση του κόστους δανεισμού τους από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές.<sup>10</sup>

Οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών που εποπτεύονται από τον Ενιαίο Εποπτικό Μηχανισμό (Single Supervisory Mechanism – SSM) εμφάνισαν ελαφρά υποχώρηση το Δεκέμβριο του 2022 σε σχέση με το Δεκέμβριο του 2021.<sup>11</sup>

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

(ποσά σε εκατ. ευρώ)

	α' τρίμηνο 2022	α' τρίμηνο 2023	Μεταβολή (%)
<b>Λειτουργικά έσοδα</b>	<b>2.732</b>	<b>2.480</b>	<b>-9,2</b>
Καθαρά έσοδα από τόκους	1.230	1.954	58,9
– Έσοδα από τόκους	1.654	2.971	79,6
– Έξοδα τόκων	-424	-1.017	139,8
Καθαρά έσοδα από μη τοκοφόρες εργασίες	1.502	526	-65,0
– Καθαρά έσοδα από προμήθειες	405	412	1,7
– Έσοδα από χρηματοοικονομικές πράξεις	1.044	87	-91,7
– Λοιπά έσοδα	54	28	-47,8
<b>Λειτουργικά έξοδα</b>	<b>-914</b>	<b>-983</b>	<b>7,6</b>
Δαπάνες προσωπικού	-430	-490	13,9
Διοικητικά έξοδα	-337	-344	1,9
Αποσβέσεις	-147	-150	2,3
<b>Καθαρά έσοδα (λειτουργικά έσοδα – λειτουργικά έξοδα)</b>	<b>1.818</b>	<b>1.497</b>	<b>-17,6</b>
Προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο	-452	-340	-24,8
Λοιπές ζημιές απομείωσης <sup>1</sup>	-50	-20	-59,9
Μη επαναλαμβανόμενα κέρδη/ζημιές	-98	-10	-90,1
<b>Κέρδη/ζημιές προ φόρων</b>	<b>1.217</b>	<b>1.127</b>	<b>-7,4</b>
Φόροι	-188	-301	60,2
Κέρδη/ζημιές από διακοπτόμενες δραστηριότητες	242	-26	-
<b>Κέρδη/ζημιές μετά από φόρους</b>	<b>1.272</b>	<b>801</b>	<b>-37,0</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.

- 7 Το 2023 οι σημαντικές ελληνικές τράπεζες συνέχισαν να εκδίδουν ομόλογα με σκοπό την κάλυψη της Ελάχιστης Απαιτήσης Ιδίων Κεφαλαίων και Επιλέξιμων Υποχρεώσεων (MREL). Συγκεκριμένα, η Eurobank πραγματοποίησε μία έκδοση ομολόγου υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας 500 εκατ. ευρώ με επιτόκιο 7,0% και διάρκεια 6 έτη, ενώ η Alpha Bank μία έκδοση ομολόγου μειωμένης εξασφάλισης AT1 ύψους 400 εκατ. ευρώ με τοκομερίδιο 11,875% χωρίς τακτή ημερομηνία λήξης και μία έκδοση ομολόγου υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας 70 εκατ. ευρώ με επιτόκιο 6,75% και διάρκεια 6 έτη.
- 8 Η συμμετρική άνοδος των επιτοκίων σε καταθέσεις και δάνεια θα είχε αρνητική επίπτωση στο καθαρό εισόδημα από τόκους των ελληνικών τραπεζών, σε συνάφεια με το χαμηλό λόγο δανείων προς καταθέσεις στις ελληνικές τράπεζες (64,7%) σε σύγκριση με τις τράπεζες στην ευρωζώνη (103,5%).
- 9 Με βάση τα στοιχεία του Ενιαίου Συμβουλίου Εξυγίανσης (SRB MREL Dashboard 2022:Q4), και τις εκδόσεις που πραγματοποιήθηκαν το 2023 έως τις 15 Ιουνίου, απομένουν περίπου 6,7 δισεκ. ευρώ που πρέπει να καλυφθούν από αντίστοιχες ομολογιακές εκδόσεις ή άλλους τύπους επιλέξιμων στοιχείων παθητικού έως το τέλος του 2025.
- 10 Σημειώνεται ότι ενδεχόμενη αναβάθμιση του Ελληνικού Δημοσίου στην επενδυτική κατηγορία αναμένεται να οδηγήσει σε αναβαθμίσεις και των τεσσάρων μεγάλων τραπεζών, όπως συνέβη το 2022 και τους πρώτους μήνες του 2023. Η απόσταση της πλέον ευνοϊκής μακροπρόθεσμης πιστοληπτικής αξιολόγησης της κάθε σημαντικής τράπεζας σε επίπεδο ομίλου από την επενδυτική κατηγορία έχει διαμορφωθεί σε 3 βαθμίδες για τη Eurobank και την Εθνική Τράπεζα (BB-), 4 βαθμίδες για την Alpha Bank (B+) και 5 βαθμίδες για την Τράπεζα Πειραιώς (B2).
- 11 Στοιχεία EKT, Supervisory Banking Statistics: α) Δείκτης Κεφαλαίου Κοινών Μετοχών (CET1) 15,3% το Δεκέμβριο του 2022 από 15,6% το Δεκέμβριο του 2021, β) Συνολικός Δείκτης Κεφαλαίου (TCR) 19,3% το Δεκέμβριο του 2022 από 19,6% το Δεκέμβριο του 2021.

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

(ποσοστό %, στοιχεία εντός ισολογισμού, ατομική βάση)

	Μάρτ. 2022	Δεκ. 2022	Μάρτ. 2023
Δείκτης μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ)	12,1	8,7	8,8
<b>Δείκτης ΜΕΔ ανά χαρτοφυλάκιο</b>			
<i>Επιχειρηματικά</i>	12,1	7,6	7,6
Μεγάλες επιχειρήσεις	6,1	3,4	3,4
Μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις	22,0	11,7	12,3
Ελεύθεροι επαγγελματίες και πολύ μικρές επιχειρήσεις	30,3	27,1	27,2
Ναυτιλιακά	4,1	2,5	1,8
<i>Στεγαστικά</i>	10,2	10,5	10,7
<i>Καταναλωτικά</i>	20,1	18,1	17,7
<b>Δείκτης διάρθρωσης ΜΕΔ ανά περίοδο ή κατηγορία αθέτησης</b>			
Σε καθυστέρηση > 90 ημέρες	33,4	33,2	32,9
91-180 ημέρες	6,5	3,6	3,9
181-360 ημέρες	4,7	4,0	3,7
>1 έτος	22,2	25,6	25,3
Αβέβαιης είσπραξης	31,6	30,6	31,7
Καταγγεμένες απαιτήσεις	35,0	36,2	35,4
<b>Λοιποί δείκτες</b>			
Σε καθεστώς ρύθμισης (ως προς το σύνολο των δανείων)	9,7	7,5	7,2
Εξυπηρετούμενα δάνεια <sup>1</sup>	5,8	4,8	4,5
Μη εξυπηρετούμενα δάνεια <sup>2</sup>	38,1	36,1	35,6
Υπό καθεστώς νομικής προστασίας	0,4	0,3	0,4
Δείκτης κάλυψης ΜΕΔ από προβλέψεις	43,2	45,3	47,2
Δείκτης αθέτησης (default rate)	0,5	0,4	0,4
Δείκτης αποκατάστασης της τακτικής εξυπηρέτησης δανείων (cure rate)	3,3	4,0	3,1

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Σημείωση: Τα μεγέθη αφορούν στο σύνολο του τραπεζικού συστήματος.

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

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

Για τις ελληνικές τράπεζες, ο Δείκτης Κεφαλαίου Κοινών Μετοχών της Κατηγορίας 1 (Common Equity Tier 1 – CET1 ratio) σε ενοποιημένη βάση μειώθηκε στο 13,4% το Μάρτιο του 2023 (από 14,4% το Δεκέμβριο του 2022), όπως και ο Συνολικός Δείκτης Κεφαλαίου (Total Capital Ratio – TCR) στο 16,5% (από 17,4% το Δεκέμβριο του 2022), παραμένοντας αμφότεροι χαμηλότερα από τους αντίστοιχους μέσους όρους σε επίπεδο ευρωζώνης. Η μείωση στο Συνολικό Δείκτη Κεφαλαίου οφείλεται κυρίως στην ενσωμάτωση της πλήρους επίδρασης του Διεθνούς Προτύπου Χρηματοοικονομικής Αναφοράς 9.

Αναφορικά με την ποιότητα χαρτοφυλακίου, ο δείκτης μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ) σε επίπεδο ευρωζώνης υποχώρησε το Δεκέμβριο του 2022 σε σχέση με το τέλος του 2021. Από την άλλη πλευρά, το ποσοστό των εξυπηρετούμενων δανείων που παρουσιάζουν σημαντικά αυξημένο πιστωτικό κίνδυνο σε σύγκριση με την αρχική αναγνώριση (stage 2 loans) επί του συνόλου των δανείων αυξήθηκε το Δεκέμβριο του 2022 σε σχέση με το τέλος του 2021.<sup>12</sup> Για τις ελληνικές τράπεζες, η ποιότητα του χαρτοφυλακίου δανείων σε ατομική βάση παρέμεινε αμετάβλητη το α' τρίμηνο του 2023 (βλ. Πίνακα VI.2).<sup>13</sup> Το υπόλοιπο των ΜΕΔ μειώθηκε κατά 1,3%, αλλά ο λόγος των ΜΕΔ προς το σύνολο των δανείων αυξήθηκε οριακά (Μάρτιος 2023: 8,8%, Δεκέμβριος 2022: 8,7%), εξαιτίας της μικρής μείωσης των υπολοίπων του συνόλου των δανείων.<sup>14</sup> Επίσης, το ποσοστό των εξυπηρετούμενων δανείων που παρουσιάζουν σημαντικά αυξημένο πιστωτικό κίνδυνο σε σύγκριση με την αρχική αναγνώριση (stage 2 loans) επί του συνόλου των δανείων παρέμεινε αμετά-

βλητο το Μάρτιο του 2023 σε σχέση με το Δεκέμβριο του 2022 (10,7%). Η αξιοσημείωτη βελτίωση της ποιότητας ενεργητικού τα τελευταία έτη δεν θα πρέπει να οδηγήσει σε εφησυχασμό, λαμβάνοντας υπόψη ότι ο δείκτης ΜΕΔ παραμένει σημαντικά υψηλότερος από το μέσο όρο των τραπεζών της ευρωζώνης. Επισημαίνεται ότι κατά τη διάρκεια του α' τριμήνου του 2023 παρατηρήθηκε καθαρή εισροή νέων ΜΕΔ σε όλα τα χαρτοφυλάκια δανείων, καθώς ο συνδυασμός

12 Στοιχεία ΕΚΤ, Supervisory Banking Statistics: α) Δείκτης ΜΕΔ 2,3% το Δεκέμβριο του 2022 από 2,6% το Δεκέμβριο του 2021, β) Δάνεια stage 2 ως προς το σύνολο των δανείων: 9,6% το Δεκέμβριο του 2022 από 9,1% το Δεκέμβριο του 2021.

13 Τα ΜΕΔ ανήλθαν σε 13,0 δισεκ. ευρώ, μειωμένα κατά περίπου 0,2 δισεκ. ευρώ συγκριτικά με το τέλος του Δεκεμβρίου 2022 και κατά περίπου 95,7 δισεκ. ευρώ έναντι του Μαρτίου του 2016, οπότε είχε καταγραφεί και το υψηλότερο επίπεδο ΜΕΔ. 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.

14 Ο λόγος των ΜΕΔ προς το σύνολο των δανείων για τις τέσσερις σημαντικές τράπεζες ήταν 6,4% το Μάρτιο του 2023. Σχετικά με τη διάρθρωση των ΜΕΔ, το 65% περίπου αφορά επιχειρηματικά δάνεια, το 25% περίπου στεγαστικά και το υπόλοιπο καταναλωτικά. Επίσης, περίπου ισόποση είναι η κατανομή μεταξύ δανειακών συμβάσεων που έχουν ήδη καταγγελθεί από τις τράπεζες, δανείων αβέβαιης είσπραξης ("unlikely to pay") και δανείων σε καθυστέρηση μεγαλύτερη των 90 ημερών τα οποία δεν έχουν ακόμη καταγγελθεί. Επισημαίνεται ότι το Μάρτιο του 2023 το σύνολο των δανείων στα οποία έχουν εφαρμοστεί ρυθμίσεις (δηλ. συμπεριλαμβανομένων εκείνων που εξυπηρετούνται κανονικά) ανερχόταν σε 10,7 δισεκ. ευρώ.



αυξημένων επιτοκίων και πληθωρισμού φαίνεται ότι επηρέασε τη χρηματοοικονομική κατάσταση ορισμένων επιχειρήσεων και νοικοκυριών<sup>15</sup>. Ενδεχόμενη επιδείνωση της οικονομικής δραστηριότητας δύνανται να ασκήσει αυξητικές πιέσεις στο κόστος πιστωτικού κινδύνου μελλοντικά.<sup>16</sup>

Όσον αφορά την άντληση ρευστότητας από την κεντρική τράπεζα, τόσο οι ευρωπαϊκές όσο και οι ελληνικές τράπεζες έχουν προβεί σε σημαντικές αποπληρωμές των στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος TLTRO III, σε συνάφεια με τις αποφάσεις της ΕΚΤ για ομαλοποίηση της νομισματικής πολιτικής. Παρ' όλα αυτά, η ρευστότητά τους, όπως αποτυπώνεται από το δείκτη κάλυψης ρευστότητας (Liquidity Coverage Ratio – LCR) και το δείκτη καθαρής σταθερής χρηματοδότησης (Net Stable Funding Ratio – NSFR)<sup>17</sup>, δεν επηρεάστηκε σημαντικά. Συγκεκριμένα, η ρευστότητα των τραπεζών της ευρωζώνης υποχώρησε ελαφρώς το Δεκέμβριο του 2022 σε σχέση με το τέλος του 2021. Για τις ελληνικές τράπεζες, ο δείκτης LCR αυξήθηκε το Μάρτιο του 2023 σε σχέση με το Δεκέμβριο του 2022 και ο δείκτης NSFR διατηρήθηκε σχετικά σταθερός, παραμένοντας αμφότεροι σε υψηλότερο επίπεδο από τους αντίστοιχους δείκτες των τραπεζών της ευρωζώνης.<sup>18</sup>

Συνοπτικά, ο ελληνικός τραπεζικός τομέας το επόμενο διάστημα αντιμετωπίζει προκλήσεις, οι οποίες σχετίζονται με την ανάγκη διατήρησης ισχυρής κερδοφορίας και περαιτέρω μείωσης των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Επιβροητικά στην κερδοφορία των τραπεζών δρουν η αύξηση των επιτοκίων, η ανθεκτικότητα των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων σε παρατηρούμενες διαταράξεις (βλ. Κεφ. VII, ενότητα 5.2) και η προοπτική για πιστωτική επέκταση με αξιοποίηση των πόρων του NextGenerationEU. Ταυτόχρονα όμως, η άνοδος των επιτοκίων και οι διαταράξεις στον τραπεζικό τομέα, κυρίως των ΗΠΑ, επιδρούν αυξητικά στις δαπάνες για τόκους, καθώς και στη ζήτηση για νέα δάνεια. Αυτοί οι παράγοντες, σε συνδυασμό με ενδεχόμενη δημιουργία νέας γενιάς ΜΕΔ, θα επηρεάσουν αρνητικά την κερδοφορία των τραπεζών. Από την άλλη πλευρά, μια ενδεχόμενη αναβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης του Ελληνικού Δημοσίου στην επενδυτική κατηγορία θα οδηγήσει στην περαιτέρω αναβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης των ελληνικών τραπεζών, βοηθώντας έτσι –μεταξύ άλλων– στη συγκράτηση του κόστους δανεισμού τους από τις αγορές.

15 Η καθαρή εισροή νέων ΜΕΔ υπολογίζεται από τη διαφορά μεταξύ των ρών 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.

16 Το κόστος πιστωτικού κινδύνου είναι ο λόγος των προβλέψεων χρήσης για τον πιστωτικό κίνδυνο προς τα δάνεια μετά από τις συσσωρευμένες προβλέψεις.

17 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).

18 α) Δείκτης LCR: ευρωζώνη: 161,5% το Δεκέμβριο του 2022 από 173,4% το Δεκέμβριο του 2021, Ελλάδα: 205,2 το Μάρτιο του 2023 από 197,3 το Δεκέμβριο του 2022, β) Δείκτης NSFR (για τις αντίστοιχες χρονικές περιόδους): ευρωζώνη: 125,8% από 129,4%, Ελλάδα: 131,9 από 132,8.

## Πλαίσιο VI.1

### Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΤΩΝ ΔΑΝΕΙΑΚΩΝ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ ΣΤΗΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Η αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής επιδρά περιοριστικά στην πιστωτική επέκταση. Το διάστημα Ιουλίου 2022-Μαρτίου 2023 η σωρευτική αύξηση των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ ήταν 350 μονάδες βάσης. Στην Ελλάδα παρατηρήθηκε άνοδος των επιτοκίων στα δάνεια προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (ΜΧΕ) κατά 256 μονάδες βάσης και προς τα νοικοκυριά κατά 87 μονάδες βάσης (μέχρι τον Απρίλιο του 2023). Οι αυξήσεις των επιτοκίων των δανείων προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά υπολείπονται των αυξήσεων των επιτοκίων της ΕΚΤ, καθώς κατά τη διαδικασία μετακύλισης της ανόδου των επιτοκίων πολιτικής στα τραπεζικά επιτόκια είναι εύλογο να υπάρχουν υστερήσεις. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι στα δάνεια με κυμαινόμενο επιτόκιο οι τράπεζες αναπροσαρμόζουν μόνο μετά από ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα τα επιτόκιά τους (π.χ. μετά από ένα μήνα για

τα στεγαστικά δάνεια ή κάθε Δεκέμβριο και Ιούνιο για τα επιχειρηματικά δάνεια). Επίσης, η πολιτική τιμολόγησης την οποία ακολουθεί μία τράπεζα μπορεί να προβλέπει μόνο μερική ή σταδιακή μετακύλιση του επιτοκιακού κόστους στους δανειολήπτες, ενώ υπάρχουν διαφορές μεταξύ των τραπεζών ως προς την έκταση και την ταχύτητα ενσωμάτωσης των αυξήσεων των επιτοκίων της ΕΚΤ.

Επιπλέον, μέσω του δανειακού σκέλους του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF) προβλέπεται η διάθεση προς τις επιχειρήσεις (με τη διαμεσολάβηση των τραπεζών) σημαντικών δημόσιων δανειακών πόρων με πολύ χαμηλά επιτόκια. Επισημαίνεται, ωστόσο, ότι η τραπεζική πιστωτική επέκταση προς τις ΜΧΕ δεν περιλαμβάνει τα εν λόγω χαμηλότοκα δάνεια (καθώς δεν είναι κατ' ουσίαν τραπεζικά), περιλαμβάνει όμως τα δάνεια συγχρηματοδότησης εκ μέρους των τραπεζών (με δικούς τους πόρους) των επενδύσεων που υπάγονται στο δανειακό σκέλος του RRF, τα οποία παρέχονται με τα τρέχοντα επιτόκια της αγοράς.

Επομένως, είτε μέσω των αμιγώς τραπεζικών δανείων που υπάγονται στον RRF είτε μέσω εκείνων τα οποία δεν υπάγονται σε αυτόν, η αύξηση των επιτοκίων συγκρατεί τον ετήσιο ρυθμό ανόδου της τραπεζικής χρηματοδότησης των ΜΧΕ. Το παρόν πλαίσιο εξετάζει την επίδραση που άσκησε στον ετήσιο ρυθμό της πιστωτικής επέκτασης η αύξηση των επιτοκίων τους τελευταίους μήνες, καθώς και τις ενδεχόμενες μετέπειτα επιδράσεις.

### Ανάλυση αποτελεσμάτων από ασκήσεις προσομοίωσης

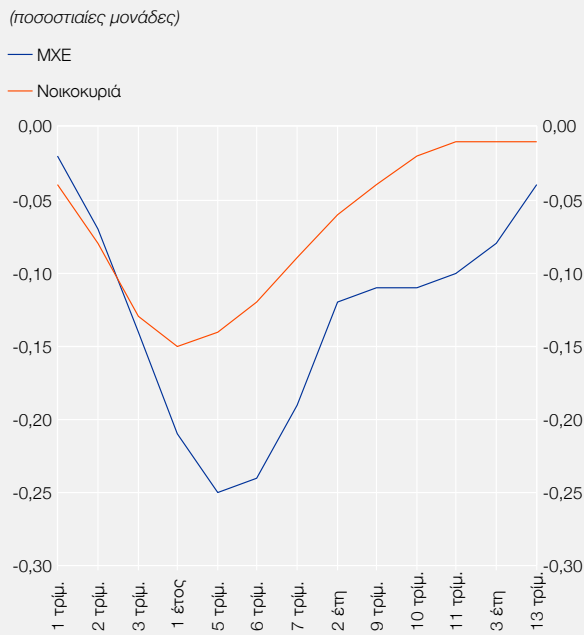
Η συμβολή της αύξησης των επιτοκίων στο ρυθμό μεταβολής της τραπεζικής χρηματοδότησης διερευνάται με τη χρήση δύο οικονομετρικών υποδειγμάτων για τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά, που έχουν εκτιμηθεί με δείγματα ιστορικών παρατηρήσεων για την περίοδο από το α' τρίμηνο του 1995 μέχρι και το δ' τρίμηνο του 2022. Στα υποδείγματα αυτά ενσωματώνονται μεταβλητές προσφοράς και ζήτησης τραπεζικών δανείων. Τα εν λόγω υποδείγματα πολλών εξισώσεων είναι αυτοπαλίνδρομα με διόρθωση σφάλματος και ενσωματώνουν χρονικά μεταβαλλόμενους συντελεστές. Στη συνέχεια διεξάγονται ασκήσεις προσομοίωσης, οι οποίες καταγράφουν τη συνάρτηση απόκρισης της μεταβλητής των δανείων σε διαταραχές στη μεταβλητή των επιτοκίων.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της άσκησης προσομοίωσης, μία θετική διαταραχή από την αύξηση του βασικού επιτοκίου πολιτικής της ΕΚΤ μετακυλίεται στα επιτόκια των τραπεζικών δανείων, προκαλώντας μείωση του υπολοίπου των πιστώσεων. Η δυναμική των δανείων στο υπόδειγμα επηρεάζεται από την προσαρμογή προς μια μακροχρόνια σχέση ζήτησης δανείων, σύμφωνα με την οποία τα επιτόκια, μεταξύ άλλων παραγόντων, επιδρούν με αρνητικό συντελεστή στα δάνεια, όπως αναμένεται και από τη θεωρία. Ο συντελεστής αυτός στο υπόδειγμα επιτρέπεται να μεταβάλλεται διαχρονικά και, ειδικότερα στο διάστημα της πανδημίας μέχρι το τέλος του 2022, οι εκτιμήσεις δείχνουν ότι μειώνεται για τις ΜΧΕ σε απόλυτο μέγεθος. Αυτό το αποτέλεσμα είναι εύλογο, αν ληφθεί υπόψη ότι η εξωγενής (θετική) επίδραση στα δάνεια από τα προγράμματα ενίσχυσης πιστώσεων της Ελληνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας (ΕΑΤ) και του Ομίλου της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων (ΕΤΕπ) ήταν αξιοσημείωτη το 2020-2022 και αποδυνάμωσε την επίδραση των μακροοικονομικών παραγόντων όπως τα επιτόκια (και το ΑΕΠ).<sup>1</sup> Σημειώνεται ότι στην άσκηση προσομοίωσης το υπόλοιπο των πιστώσεων επηρεάζεται και από τις επιπτώσεις της ανόδου των επιτοκίων σε μεταβλητές από την πλευρά της προσφοράς δανείων, όπως η μείωση της ρευστότητας των τραπεζών και η αύξηση του πιστωτικού κινδύνου.

Το Διάγραμμα Α παρουσιάζει, για τις ΜΧΕ και για τα νοικοκυριά, την εκτιμώμενη από το υπόδειγμα απόκριση (της μεταβολής) του υπολοίπου των τραπεζικών πιστώσεων σε μία διαταραχή που προσδιορίζεται ως αύξηση του βασικού επιτοκίου της ΕΚΤ κατά 50 μονάδες βάσης και η οποία ενσωματώνεται στην εξίσωση προσδιορισμού των επιτοκίων. Η επίδραση αυτής της αύξησης μεγιστοποιείται μετά από 4 και 5 τρίμηνα (για τα νοικοκυριά και για τις επιχειρήσεις αντιστοίχως), κατά τα οποία ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των δανείων προς τις ΜΧΕ μειώνεται κατά περίπου 0,3 της ποσοστιαίας μονάδας (νοικοκυριά: 0,2), και τείνει να μηδενιστεί μετά από 2-3 έτη. Το Διάγραμμα Β παρουσιάζει τις εκτιμήσεις της συνολικής επίδρασης των αυξήσεων (κατά 375 μονάδες βάσης) των

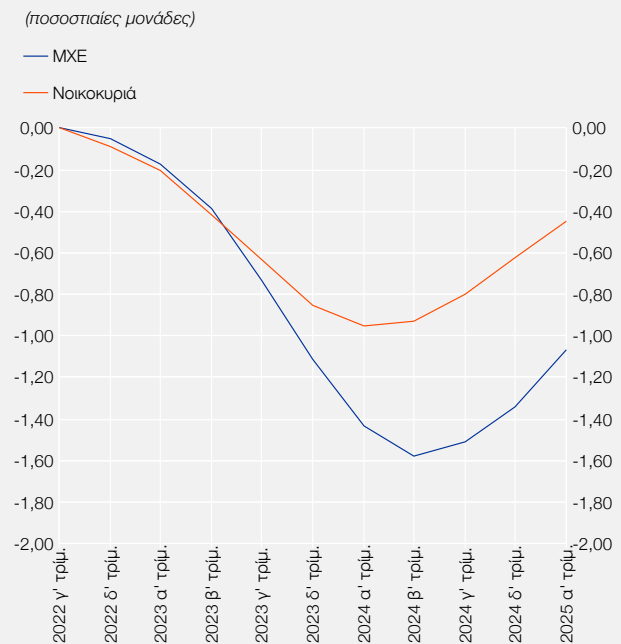
<sup>1</sup> Από την άλλη πλευρά, κατά την περίοδο μετά την έναρξη των αυξήσεων των επιτοκίων, το υπόλοιπο της τραπεζικής χρηματοδότησης ξεκίνησε να επηρεάζεται αρνητικά από τις (ολικές ή μερικές) αποπληρωμές δανείων εκ μέρους κάποιων επιχειρήσεων και νοικοκυριών προκειμένου να περιορίσουν το κόστος εξυπηρέτησής τους. Το ιστορικό δείγμα παρατηρήσεων για τις εκτιμήσεις των υποδειγμάτων εμπεριέχει αυτές τις επιδράσεις, καθώς εκτείνεται μέχρι και το τέλος του δ' τριμήνου του 2022.

**Διάγραμμα Α Επίδραση μιας ανόδου των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ κατά 50 μ.β. στον ετήσιο ρυθμό πιστωτικής επέκτασης**



Πηγή: Οικονομικές εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος.  
Σημείωση: Ο οριζόντιος άξονας περιγράφει μετά από πόσα τρίμηνα/έτη από την άνοδο των επιτοκίων παρατηρείται η εκτιμώμενη επίδραση. Οι εκτιμώμενες επιδράσεις κάθε περιόδου δεν είναι σωρευτικές.

**Διάγραμμα Β Συνολική επίδραση των αυξήσεων (Ιουλίου 2022-Μαΐου 2023) των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ στον ετήσιο ρυθμό πιστωτικής επέκτασης**



Πηγή: Οικονομικές εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος.  
Σημείωση: Στη συνολική εκτιμώμενη επίδραση δεν έχει συμπεριληφθεί η θετική συμβολή μιας ανόδου του περιθωρίου επιτοκίων δανείων-καταθέσεων, η οποία εκτιμάται ότι είναι μικρή (βλ. κείμενο). Οι εκτιμώμενες επιδράσεις ανά τρίμηνο δεν είναι σωρευτικές.

βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ από τον Ιούλιο του 2022 έως σήμερα (τελευταία αύξηση στις 10 Μαΐου 2023) στον ετήσιο ρυθμό ανόδου των πιστώσεων (σε ονομαστικούς όρους) προς τις ΜΧΕ και τα νοικοκυριά. Η επίδραση αυτή, για τις ΜΧΕ και τα νοικοκυριά, εκτιμάται ότι μέχρι το Δεκέμβριο του 2022 ήταν αρχικά ελάχιστη, ενώ το α' τρίμηνο του 2023 ήταν περίπου -0,2 ποσ. μον. και αργότερα αυξάνεται σε -0,4 ποσ. μον. το β' τρίμηνο του 2023 και σε -0,7 ποσ. μον. (νοικοκυριά: -0,6) το γ' τρίμηνο του 2023. Μετά το γ' τρίμηνο του 2023 η επίδραση αυξάνεται μέχρι το β' τρίμηνο του 2024 σε -1,60 ποσ. μον. για τις ΜΧΕ (ο καταγεγραμμένος ετήσιος ρυθμός ανόδου των δανείων προς ΜΧΕ ήταν 8,7% τον Απρίλιο του 2023) και σε -1,00 ποσ. μον. για τα νοικοκυριά (ετήσιος ρυθμός ανόδου των δανείων προς νοικοκυριά τον Απρίλιο του 2023: 2,7%) και στη συνέχεια μειώνεται. Συνοπτικά, τα αποτελέσματα καταδεικνύουν ότι οι επιπτώσεις των αυξήσεων των επιτοκίων της ΕΚΤ στο ρυθμό πιστωτικής επέκτασης δεν έχουν ακόμη φανεί πλήρως και αναμένεται να ενταθούν στο υπόλοιπο του έτους και το 2024-2025, χωρίς όμως το μέγεθός τους να είναι ιδιαίτερα μεγάλο.<sup>2</sup> Σημειώνεται ότι οι εκτιμήσεις των υποδειγμάτων με δείγμα παρατηρήσεων μέχρι πριν από την αρχή της πανδημίας δείχνουν υψηλότερο βαθμό απόκρισης των πιστώσεων σε μεταβολές των επιτοκίων.<sup>3</sup>

Τέλος, σε διαφορετική άσκηση προσομοίωσης καταγράφηκε η συμβολή της διεύρυνσης του επιτοκιακού περιθωρίου (δηλ. της διαφοράς μεταξύ του επιτοκίου των τραπεζικών χορηγήσεων και του επιτοκίου καταθέσεων)

- 2 Οι χρονικές υστερήσεις με τις οποίες η άνοδος των επιτοκίων μεταφράζεται σε περιορισμό των πιστώσεων είναι σύμφωνες με τη σχετική εμπειρική βιβλιογραφία.
- 3 Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις αυτές, δηλ. με ιστορικό δείγμα το οποίο σταματά πριν από την πανδημία, η επίδραση μιας αύξησης επιτοκίων κατά 50 μονάδες βάσης θα μπορούσε να μειώσει τον ετήσιο ρυθμό ανόδου των δανείων προς τις ΜΧΕ μετά από 4 τρίμηνα κατά 0,8 ποσ. μον., σε σύγκριση με μείωση κατά 0,2 ποσ. μον. σύμφωνα με τις τρέχουσες εκτιμήσεις (στο Διάγραμμα Α). Στην περίπτωση των δανείων προς νοικοκυριά, τα αντίστοιχα μεγέθη είναι -0,3 ποσ. μον. (προ πανδημίας δείγμα) και -0,15 ποσ. μον. (τρέχουσες εκτιμήσεις).

στο υπόλοιπο της τραπεζικής χρηματοδότησης. Το επιτοκιακό περιθώριο, ή περιθώριο κέρδους των τραπεζών, επηρεάζει με θετικό συντελεστή την προσφορά δανείων. Εκτιμάται ότι το διάστημα Ιουλίου 2022-Μαρτίου 2023 το περιθώριο αυτό αυξήθηκε κατά 267 μονάδες βάσης για τα επιχειρηματικά δάνεια, ενισχύοντας ελαφρά το μέσο ετήσιο ρυθμό ανόδου των πιστώσεων προς ΜΧΕ το α' τρίμηνο του 2023 κατά 0,2 ποσ. μον., ενώ η αντίστοιχη επίδραση στα δάνεια προς τα νοικοκυριά ήταν σχεδόν μηδενική. Επομένως, εφόσον περιληφθεί και η συμβολή του περιθωρίου κέρδους στην προσφορά δανείων, η συνολική επίδραση στο ρυθμό αύξησης της χρηματοδότησης από την άνοδο των επιτοκίων ήταν οριακά θετική το α' τρίμηνο του 2023, ενώ στη συνέχεια εκτιμάται ότι γίνεται αρνητική.

### **Συμπεράσματα**

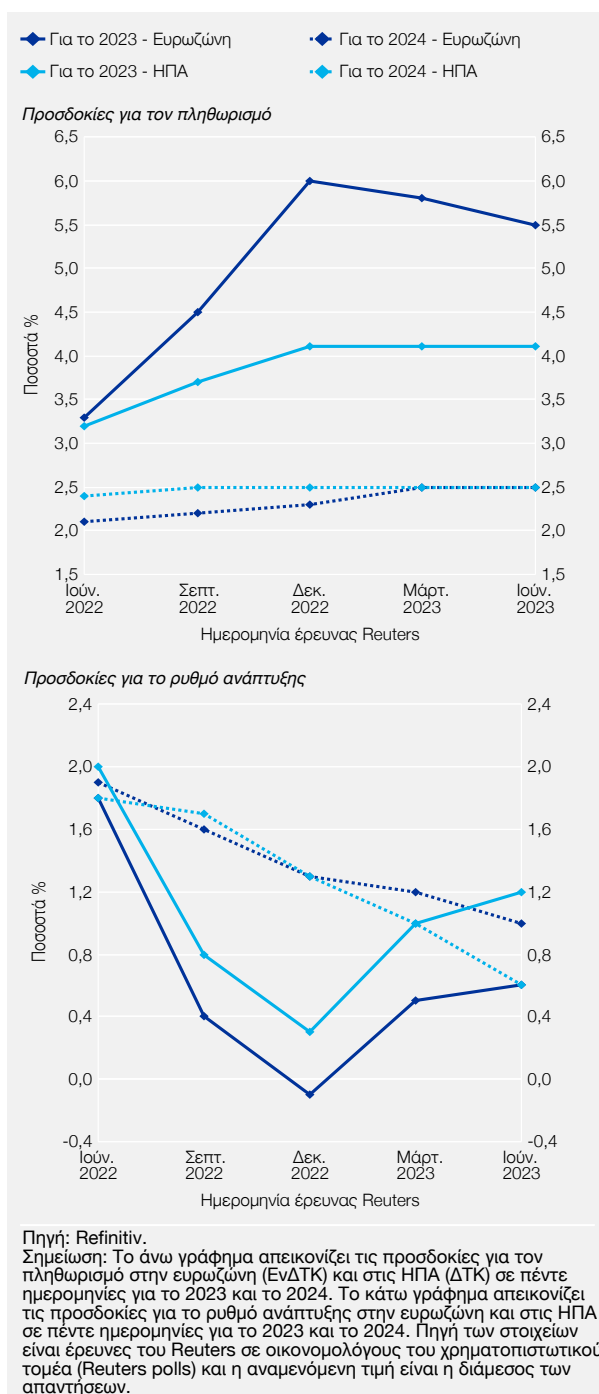
Η αρνητική συμβολή της μέχρι σήμερα ανόδου των επιτοκίων στον ετήσιο ρυθμό ανόδου της χρηματοδότησης προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά εκτιμάται ότι ήταν περιορισμένη μέχρι το α' τρίμηνο του 2023, ενώ αναμένεται να αυξηθεί κατά το τρέχον και το επόμενο έτος σε ήπια ετήσια ποσοστά. Η συμβολή αυτή είναι πιο περιορισμένη στην περίπτωση των πιστώσεων προς νοικοκυριά από ό,τι για τις πιστώσεις προς τις επιχειρήσεις. Οι χρονικά μεταβαλλόμενοι συντελεστές του υποδείγματος, καθώς και η σύγκριση με την προ της πανδημίας εκτίμηση της συνάρτησης απόκρισης, δείχνουν μείωση της ελαστικότητας των δανείων προς ΜΧΕ ως προς τα επιτόκια μετά την έναρξη της πανδημίας, πιθανόν λόγω των δημοσιονομικών προγραμμάτων στήριξης των πιστώσεων που εφαρμόστηκαν κατά την πανδημία. Τούτο σημαίνει ότι, καθώς τη χρονική περίοδο 2023-2025 αναμένεται σημαντική ενίσχυση της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων από το δανειακό σκέλος του RRF, οι αρνητικές επιδράσεις από τις μέχρι σήμερα αλλά και τις πιθανές προσεχείς αυξήσεις των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ μάλλον θα συνεχίσουν να είναι ήπιες.

Οι έντονες αυξήσεις επιτοκίων από τις κεντρικές τράπεζες έχουν βοηθήσει στη συγκράτηση των προσδοκιών των επενδυτών για τον πληθωρισμό σε μεγάλες οικονομίες διεθνώς, αλλά ταυτόχρονα έχουν οδηγήσει σε μείωση των αναμενόμενων ρυθμών ανάπτυξης (βλ. Διάγραμμα VII.1). Επιπλέον, οι πρόσφατες εξελίξεις στον τραπεζικό τομέα στις ΗΠΑ συνέβαλαν στην περαιτέρω επιδείνωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών διεθνώς. Σε αυτό το πλαίσιο, οι επενδυτές αναμένουν σταθεροποίηση των βασικών επιτοκίων στην ευρωζώνη και στις ΗΠΑ το δεύτερο εξάμηνο του 2023. Έτσι, οι ομολογιακές αποδόσεις έχουν σταθεροποιηθεί διεθνώς, ενώ οι αποδόσεις των μετοχών για το διανυθέν διάστημα του 2023 είναι θετικές. Επιπλέον, οι αναβαθμίσεις της πιστοληπτικής αξιολόγησης του Ελληνικού Δημοσίου, που έχουν ελαχιστοποιήσει την απόσταση από την επενδυτική κατηγορία, τεκμαίρεται ότι έχουν συγκρατήσει την άνοδο των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων, γεγονός που αποτυπώνεται και στην ελαχιστοποίηση της διαφοράς τους από τις αποδόσεις άλλων κρατικών ομολόγων της ευρωζώνης που αξιολογούνται εντός της επενδυτικής κατηγορίας (βλ. σχετική ανάλυση στο Πλαίσιο VII.1 του παρόντος κεφαλαίου).

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

Οι αυξήσεις επιτοκίων από μεγάλες κεντρικές τράπεζες διεθνώς έχουν καταφέρει να συγκρατήσουν τις μεσομακροπρόθεσμες προσδοκίες για τον πληθωρισμό, οι οποίες έχουν παραμείνει προσδεδεμένες στους στόχους των κεντρικών τραπεζών για τον πληθωρισμό. Από την άλλη πλευρά, η άνοδος των αποδόσεων των ομολόγων, που οδηγεί σε αυξημένο κόστος δανεισμού μέσω νέων εκδόσεων κρατικών και εταιρικών ομολόγων, καθώς και οι ανησυχίες των επενδυτών για τις προοπτικές της οικονο-

Διάγραμμα VII.1 Προσδοκίες των επενδυτών για τον πληθωρισμό και το ρυθμό ανάπτυξης



<sup>1</sup> Το κείμενο βασίζεται σε πληροφόρηση και στοιχεία που ήταν διαθέσιμα μέχρι τις 16.6.2023.



μικής δραστηριότητας έχουν οδηγήσει σε σημαντική επιδείνωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών διεθνώς.

Από τα τέλη του 2022 και στις αρχές του 2023 οι προοπτικές σταθεροποίησης των επιτοκίων και η αισιοδοξία ότι θα αποφευχθεί η ύφεση σε μεγάλες οικονομίες διεθνώς οδήγησαν σε σταθεροποίηση των αποδόσεων των ομολόγων και σε άνοδο των τιμών των μετοχών. Στη συνέχεια, οι διαταράξεις στον τραπεζικό τομέα, κυρίως στις ΗΠΑ, οδήγησαν σε αύξηση της μεταβλητότητας στις διεθνείς αγορές και στην εκ νέου διαμόρφωση ανησυχιών εκ μέρους των επενδυτών για την εξέλιξη της οικονομικής δραστηριότητας σε μεγάλες οικονομίες διεθνώς. Καθώς οι επιδράσεις της αναταραχής στις αγορές αποδείχθηκαν πρόσκαιρες, μετά τις παρεμβάσεις των χρηματοπιστωτικών αρχών των ΗΠΑ, τόσο η ΕΚΤ όσο και η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ, συνέχισαν τις αυξήσεις των επιτοκίων.

Η αυστηροποίηση των νομισματικών συνθηκών και η επιδείνωση των διεθνών χρηματοπιστωτικών συνθηκών ασκούν αυξητική επίδραση και στις αποδόσεις των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου (ΕΔ) και των ελληνικών επιχειρήσεων. Από την άλλη πλευρά, οι αναβαθμίσεις της πιστοληπτικής ικανότητας του ΕΔ, που έχουν ελαχιστοποιήσει την απόσταση από την επενδυτική κατηγορία, τεκμαίρεται ότι έχουν συγκρατήσει σημαντικά την περαιτέρω άνοδο στο κόστος δανεισμού του ΕΔ, συμβάλλοντας έτσι και στη βελτίωση της δυναμικής του δημόσιου χρέους (βλ. Πλαίσιο VII.1). Καθώς η αγορά ομολόγων φαίνεται ότι έχει προεξοφλήσει την αναβάθμιση του ΕΔ στην επενδυτική κατηγορία και το διεθνές χρηματοπιστωτικό περιβάλλον χαρακτηρίζεται από έντονες αβεβαιότητες, η άσκηση συνετής οικονομικής πολιτικής, που θα επιφέρει περαιτέρω αναβαθμίσεις, αναμένεται να συμβάλει στη μείωση του κόστους δανεισμού τόσο για το κράτος όσο και για τις ελληνικές επιχειρήσεις και τράπεζες και στην αναβάθμισή τους στην επενδυτική κατηγορία.

## 2 ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΑΓΟΡΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

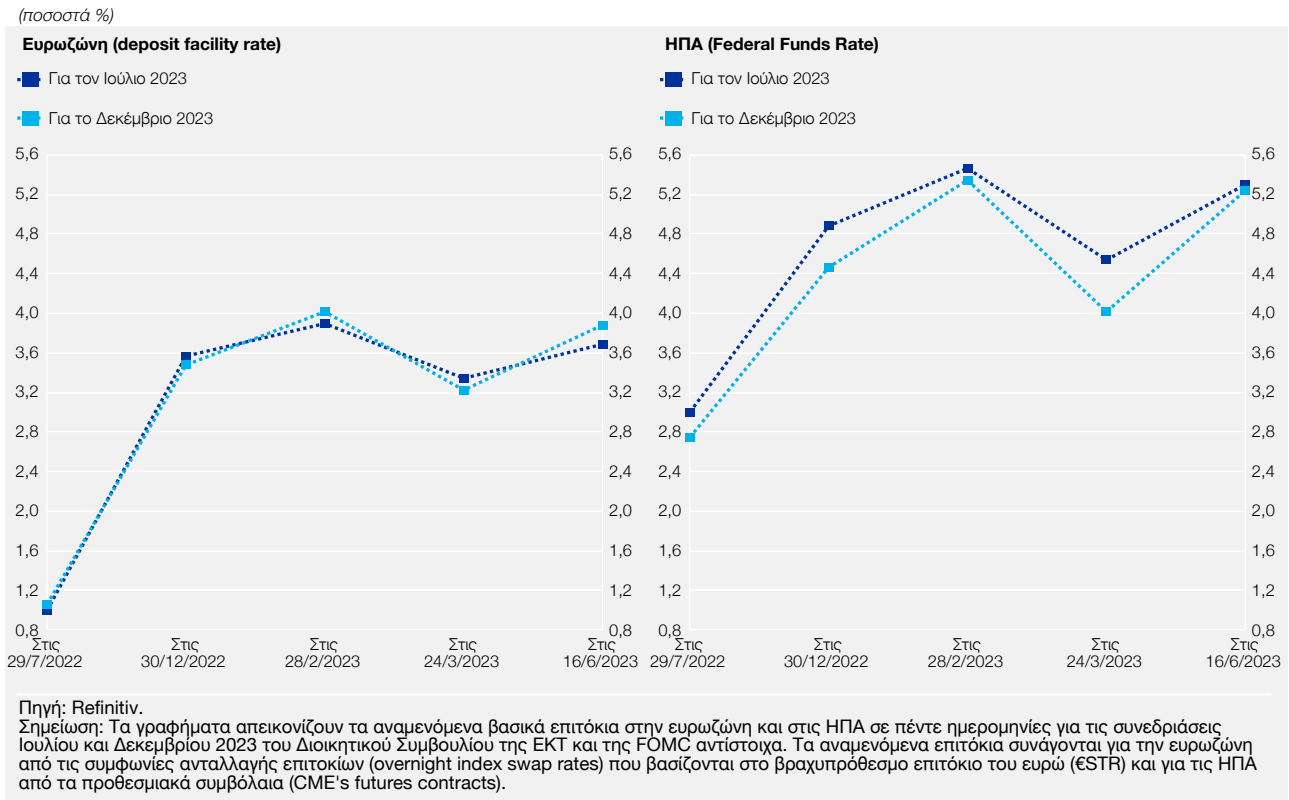
Ο βασικός παράγοντας που διαμορφώνει τις διεθνείς χρηματοπιστωτικές συνθήκες στην τρέχουσα συγκυρία είναι η αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής των μεγάλων κεντρικών τραπεζών διεθνώς. Σε αυτό το πλαίσιο, η μεταβολή της νομισματικής πολιτικής προς συσταλτική κατεύθυνση, με την παύση των προγραμμάτων αγορών τίτλων και την αύξηση των βασικών επιτοκίων τους, ήταν πολύ γρήγορη με αρχικά πολύ έντονες αυξήσεις επιτοκίων.<sup>2</sup> Έτσι, οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές συνθήκες έχουν επιδεινωθεί, σε στενή συνάφεια με τη μεταβολή προς το αυστηρότερο των νομισματικών συνθηκών διεθνώς.

Οι αυξήσεις των επιτοκίων επιδρούν στις χρηματοπιστωτικές συνθήκες τόσο πρωτογενώς, καθώς μέσω της καμπύλης αποδόσεων αυξάνουν το κόστος δανεισμού, όσο και δευτερογενώς μέσω της περιοριστικής επίδρασης που ασκούν στην οικονομική δραστηριότητα αλλά και στα αποτελέσματα του χρηματοπιστωτικού κλάδου και την πιστωτική επέκταση. Κατά συνέπεια, αν και οι επενδυτές αναμένουν ότι ο κύκλος αυξήσεων των επιτοκίων στην ευρωζώνη και στις ΗΠΑ πλησιάζει στο τέλος του (βλ. Διάγραμμα VII.2), η περιοριστική επίδραση των ήδη πραγματοποιηθεισών αυξήσεων επιτοκίων αναμένεται να συνεχιστεί, καθώς η πλήρης επίδραση στις αγορές και στην οικονομία εκδηλώνεται με χρονική υστέρηση.<sup>3</sup> Αναλυτικότερα, επί του παρόντος οι αποτιμήσεις των παραγώγων της αγοράς χρήματος υποδηλώνουν ότι οι επενδυτές αναμέ-

2 Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ αύξησε το βασικό επιτόκιο της κατά 425 μονάδες βάσης από το Μάρτιο του 2022 έως το τέλος του 2022, ενώ κατά το υπό εξέταση διάστημα του 2023 προέβη σε περαιτέρω αυξήσεις επιτοκίων κατά 75 μ.β., διαμορφώνοντας το εύρος του επιτοκίου σε 5%-5,25% από 0%-0,25%, επίπεδο στο οποίο βρισκόταν έως τις αρχές του 2022. Η ΕΚΤ επίσης προχώρησε σε σταδιακή ομαλοποίηση της νομισματικής πολιτικής της, έχοντας αυξήσει τα βασικά της επιτόκια κατά 400 μ.β. από τα μέσα του 2022 έως σήμερα, με το επιτόκιο στη διευκόλυνση καταθέσεων (deposit facility rate) να έχει διαμορφωθεί σε 3,5% από -0,5%, επίπεδο στο οποίο βρισκόταν έως τα μέσα Ιουλίου 2022.

3 Βλ. σχετική ανάλυση στο άρθρο "A model-based assessment of the macroeconomic impact of the ECB's monetary policy tightening since December 2021", ECB, *Economic Bulletin*, Issue 3/2023.

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



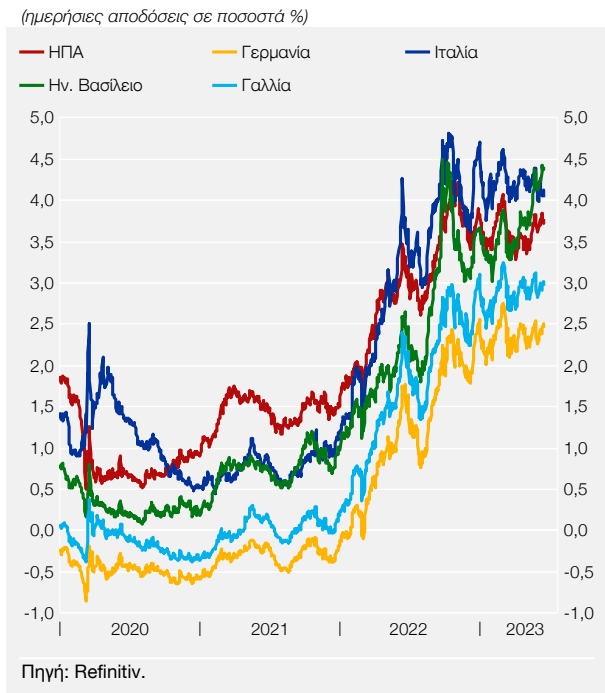
νουν ότι, από το φθινόπωρο έως το τέλος του έτους, τα βασικά επιτόκια στην ευρωζώνη και στις ΗΠΑ θα σταθεροποιηθούν. Οι προσδοκίες αυτές έχουν διαμορφωθεί λόγω αφενός της σταθεροποίησης του αναμενόμενου πληθωρισμού στο μεσοπρόθεσμο ορίζοντα και αφετέρου των ανησυχιών των επενδυτών για την επίδραση της αυστηροποίησης της νομισματικής πολιτικής στην οικονομική δραστηριότητα, με ιδιαίτερη έμφαση στις ΗΠΑ, ειδικά μετά τις πρόσφατες διαταράξεις στον τραπεζικό τομέα.

Έτσι, ενώ στις αρχές του 2023 οι επενδυτές στις αγορές χρήματος ανέμεναν αυξήσεις επιτοκίων στις ΗΠΑ τουλάχιστον έως το επίπεδο 5,25%-5,5% και σταθεροποίηση σε αυτό το επίπεδο έως το τέλος του έτους, μετά την κατάρρευση των Silicon Valley Bank και Signature Bank τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης για το βασικό επιτόκιο των ΗΠΑ προεξοφλούσαν σημαντικές μειώσεις επιτοκίων έως το τέλος τους έτους (βλ. Διάγραμμα VII.2, δεξιό γράφημα). Στη συνέχεια, οι προσδοκίες για σημαντικές μειώσεις επιτοκίων, έως το τέλος του 2023, αντιστράφηκαν, καθώς οι ανησυχίες των επενδυτών σε σχέση με τα προβλήματα του τραπεζικού τομέα στις ΗΠΑ μετριάστηκαν και οι ανακοινώσεις στοιχείων για την απασχόληση στις ΗΠΑ ήταν καλύτερες από τις αναμενόμενες.<sup>4</sup> Επί του παρόντος τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης υποδηλώνουν ότι το βασικό επιτόκιο της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ θα βρίσκεται στο τρέχον επίπεδο (5%-5,25%) ή 25 μ.β. υψηλότερα στο τέλος του 2023, συγκλίνοντας έτσι προς τις προβλέψεις των μελών της FOMC οι οποίες υποδηλώνουν αύξηση κατά επιπλέον 50 μ.β. έως το τέλος του έτους.

Στην ευρωζώνη τα βασικά επιτόκια του Ευρωσυστήματος αναμένεται να αυξηθούν περαιτέρω, κατά 25 μ.β. τον Ιούλιο και στη συνέχεια είτε να σταθεροποιηθούν σε αυτό το επίπεδο έως το τέλος του 2023 είτε να αυξηθούν περαιτέρω κατά 25 μ.β. (βλ. Διάγραμμα VII.2, αριστερό γράφημα). Συγκεκριμένα, οι επενδυτές στις αγορές χρήματος στην ευρωζώνη, όπως τεκμαίρεται

4 Για παράδειγμα, τον Απρίλιο στις ΗΠΑ προστέθηκαν 250 χιλ. νέες θέσεις εργασίας, υπερβαίνοντας τις προσδοκίες για επέκταση κατά 180 χιλ. θέσεις εργασίας. Επίσης, το ποσοστό ανεργίας ήταν 3,5%, στο χαμηλότερο επίπεδο των τελευταίων 53 ετών.

**Διάγραμμα VII.3 Αποδόσεις δεκαετών κρατικών ομολόγων (Ιανουάριος 2020 - Ιούνιος 2023)**

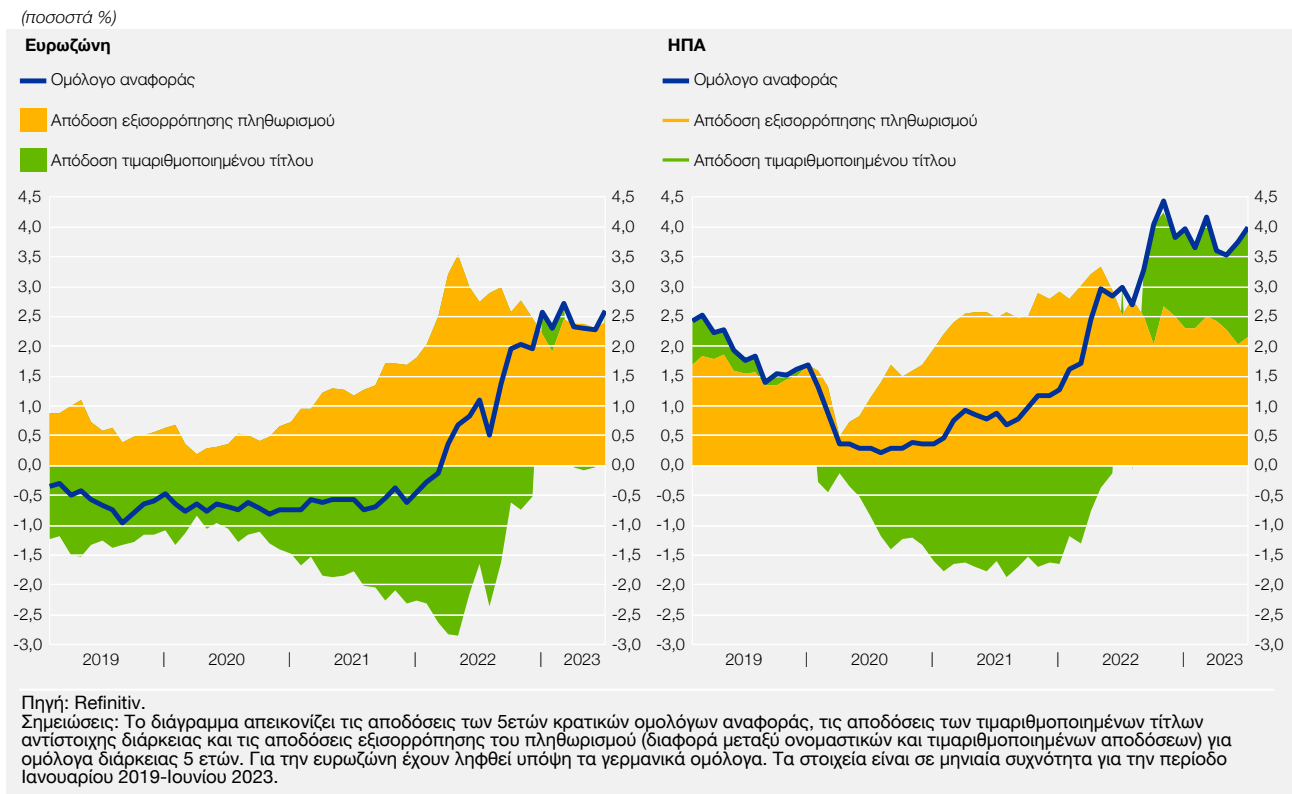


από τις συμφωνίες ανταλλαγής επιτοκίων, αναμένουν ότι το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα αυξηθεί έως το επίπεδο του 3,75% ή και υψηλότερα μέχρι το τέλος Δεκεμβρίου του τρέχοντος έτους.

Η προσδοκία σταθεροποίησης των βασικών επιτοκίων έως το τέλος του έτους έχει ανακόψει την έντονα ανοδική τάση που παρατηρήθηκε κατά το 2022 στις αποδόσεις των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων στις ΗΠΑ και στην ευρωζώνη, με αποτέλεσμα στα μέσα Ιουνίου 2023 να βρίσκονται σε χαμηλότερα επίπεδα σε σχέση με τις αρχές του έτους (βλ. Διάγραμμα VII.3). Η εξέλιξη αυτή προήλθε από την επίδραση της αυστηροποίησης της νομισματικής πολιτικής στη συνιστώσα των αποδόσεων που αποτυπώνει τις προσδοκίες για τον πληθωρισμό. Συγκεκριμένα, καθώς οι κεντρικές τράπεζες προχωρούσαν σταδιακά στην αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής, οι προσδοκίες των επενδυτών για τον πληθωρισμό στο μεσοπρόθεσμο διάστημα παρουσίασαν αντίστοιχα σταδιακή αποκλιμάκωση. Κατά συνέπεια, παρατηρείται αποκλιμάκωση των απο-

δόσεων αντιστάθμισης του πληθωρισμού (breakeven inflation rates – βλ. Διάγραμμα VII.4), οι οποίες υπολογίζονται με βάση τις διαφορές αποδόσεων μεταξύ των ομολόγων αναφοράς και

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

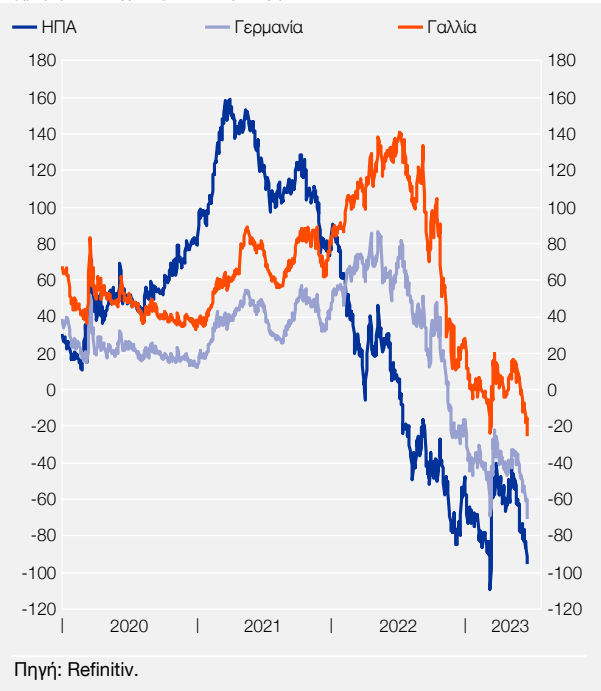


των ομολόγων των οποίων οι αποδόσεις είναι ουδέτερες προς τον πληθωρισμό.<sup>5</sup> Ταυτόχρονα, οι αναμενόμενοι ρυθμοί πληθωρισμού για πιο μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα παρέμεναν προσδεδμεμένοι στο επίπεδο-στόχο των κεντρικών τραπεζών.<sup>6</sup>

Συνεπώς, φαίνεται ότι οι αποφάσεις για αύξηση των επιτοκίων συνέβαλαν στη συγκράτηση των προσδοκιών των επενδυτών για τον πληθωρισμό και στη διατήρηση της πρόσδεσής τους στα επίπεδα-στόχους των κεντρικών τραπεζών. Το αποτέλεσμα αυτό είναι σημαντικό, καθώς η αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής, αν και πολύ γρήγορη, έχει αποτρέψει τη διαμόρφωση ενός αλληλοτροφοδοτούμενου κύκλου αυξημένων προσδοκιών για τον πληθωρισμό και ανόδου του πληθωρισμού. Ως εκ τούτου, παρά το γεγονός ότι ο πληθωρισμός, τουλάχιστον αρχικά, οφειλόταν σε εξελίξεις στην πλευρά της προσφοράς, η αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής ήταν αποτελεσματική στη συγκράτηση των πληθωριστικών πιέσεων, μέσω της σταθεροποίησης των πληθωριστικών προσδοκιών.

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

(ημερήσια στοιχεία, μονάδες βάσης)



Ταυτόχρονα όμως, η αύξηση των επιτοκίων από τις κεντρικές τράπεζες έχει οδηγήσει σε ανησυχίες για την εξέλιξη της οικονομικής δραστηριότητας σε μεγάλες οικονομίες, ειδικά μετά την εκδήλωση της τραπεζικής αναταραχής σε περιφερειακές τράπεζες των ΗΠΑ. Οι ανησυχίες αυτές αποτυπώνονται από την αντιστροφή της καμπύλης αποδόσεων στις ΗΠΑ, αλλά και σε άλλες μεγάλες οικονομίες (βλ. Διάγραμμα VII.5), εξέλιξη η οποία εκλαμβάνεται ως πρόδρομη ένδειξη για επερχόμενη ύφεση.<sup>7</sup> Στη συνέχεια ωστόσο, οι ανησυχίες αυτές μετριάστηκαν από τις ενδείξεις ανθεκτικότητας της παγκόσμιας οικονομίας, που συνάγονται από τα έως τώρα διαθέσιμα οικονομικά στοιχεία για το 2023, και την αποφασιστική παρέμβαση των χρηματοπιστωτικών αρχών των ΗΠΑ.<sup>8</sup> Παρ' όλα αυτά, οι διαφορές αποδόσεων των μακροπρόθεσμων έναντι των βραχυπρόθεσμων ομολόγων αναφοράς, τόσο στην ευρωζώνη όσο και στις ΗΠΑ, παραμένουν σε χαμηλά επίπεδα.<sup>9</sup>

Κατά τη διάρκεια του επεισοδίου απότομης αύξησης της μεταβλητότητας διεθνώς, μετά την κατάρρευση των Silicon Valley Bank και Signature Bank στις ΗΠΑ, οι αποδόσεις των κρατικών

5 Στις 16.6.2023 ο μέσος αναμενόμενος πληθωρισμός από τις αγορές ομολόγων για χρονικό ορίζοντα 5ετίας (5-year breakeven inflation rate) στην ευρωζώνη ήταν 2,39% και στις ΗΠΑ 2,16%, καταγράφοντας σε 12μηνη βάση μείωση κατά 0,45 και 0,75 ποσ. μον. αντίστοιχα. Η πτώση αυτή οφείλεται στο γεγονός ότι οι αποδόσεις των τιμαριθμοποιημένων ομολόγων, οι οποίες είναι ουδέτερες ως προς τον πληθωρισμό, αυξήθηκαν τόσο στις ΗΠΑ όσο και στην ευρωζώνη περισσότερο από ό,τι οι αποδόσεις των ομολόγων αναφοράς.

6 Οι μακροπρόθεσμες προσδοκίες για τον πληθωρισμό, δηλ. ο αναμενόμενος μέσος πληθωρισμός για χρονικό ορίζοντα 5ετίας αφότου παρέλθουν 5 έτη από σήμερα (5-year, 5-year forward inflation-linked swap rate), ήταν 2,50% στην ευρωζώνη και 2,67% στις ΗΠΑ στις 16.6.2023 (έναντι 2,11% και 2,65% αντίστοιχα ένα έτος νωρίτερα).

7 Συγκεκριμένα, η διαφορά μεταξύ των 10ετών και των 2ετών αμερικανικών ομοσπονδιακών ομολόγων παραμένει αρνητική από τον Ιούλιο του 2022 (επίπεδο στις 16.6.2023: -95 μ.β.). Η αντίστοιχη διαφορά για τα γερμανικά ομόλογα βρίσκεται σε αρνητικά επίπεδα από τα μέσα Νοεμβρίου 2022 (16.6.2023: -70 μ.β.).

8 Εκτενέστερη ανάλυση για τα μέτρα στήριξης, καθώς και τις αιτίες και συνέπειες των προβλημάτων περιφερειακών τραπεζών στις ΗΠΑ, βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2022, Πλαίσιο ΙΧ.3.

9 Μεταβολή των διαφορών αποδόσεων μεταξύ των 10ετών και των 2ετών ομολόγων το 2022: ΗΠΑ: -134 μ.β., Γερμανία: -63 μ.β., Γαλλία: -54 μ.β. και το διάστημα 1.1-16.6.2023: ΗΠΑ: -38 μ.β., Γερμανία: -54 μ.β., Γαλλία: -52 μ.β.

ομολόγων της ευρωζώνης ακολούθησαν πτωτική τάση. Από την άλλη πλευρά, οι αποδόσεις των ομολόγων χαμηλότερης πιστοληπτικής αξιολόγησης, τόσο των κρατικών όσο και των εταιρικών, αυξήθηκαν αρχικά έντονα, με αποτέλεσμα την αύξηση της μεταβλητότητας. Μετά την ανακοίνωση της στήριξης από τις χρηματοπιστωτικές αρχές των ΗΠΑ, η αρχική ανοδική επίδραση στις αποδόσεις των εταιρικών και τραπεζικών ομολόγων έχει εξομαλυνθεί και η τεκμαρτή μεταβλητότητα των μετοχών έχει υποχωρήσει σε επίπεδα χαμηλότερα του μακροχρόνιου μέσου όρου. Βέβαια, η τεκμαρτή μεταβλητότητα των ομολόγων, η οποία αντανακλά κυρίως τον επιτοκιακό κίνδυνο, παραμένει σε σχετικώς υψηλά επίπεδα.

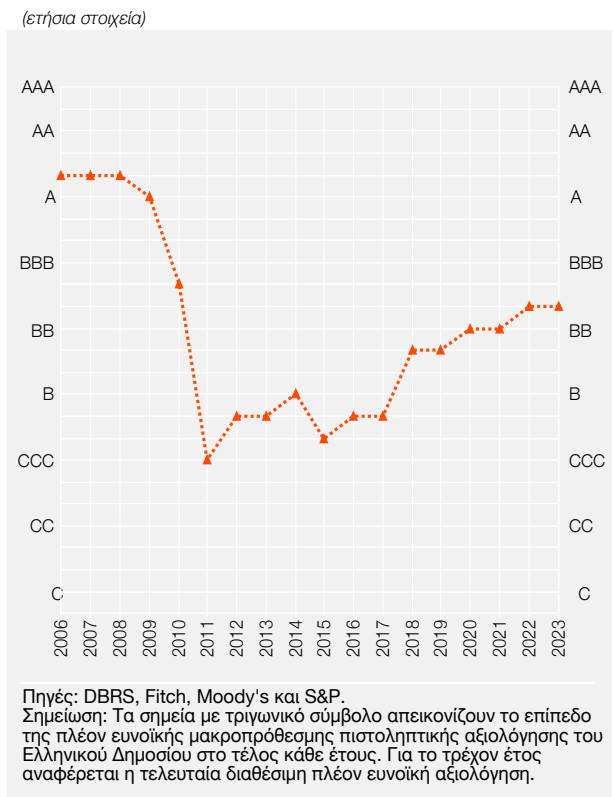
### 3 ΟΜΟΛΟΓΑ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ

Οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων παρουσίασαν μεταβολές συναφείς με αυτές των αποδόσεων άλλων κρατικών ομολόγων της ευρωζώνης το 2022 και το υπό εξέταση διάστημα του 2023, καθώς το 2022 αυξήθηκαν σημαντικά λόγω της αύξησης των βασικών επιτοκίων και το 2023 μειώθηκαν, παρ' όλη την αναταραχή στις διεθνείς κεφαλαιαγορές εξαιτίας των προβλημάτων στον τραπεζικό τομέα. Ταυτόχρονα, η αναβάθμιση του ΕΔ, από δύο οίκους το 2022 και έναν ακόμη στις αρχές του 2023, έχει μειώσει την απόσταση από την επενδυτική κατηγορία, γεγονός που τεκμαίρεται ότι έχει επιδράσει αντίρροπα προς τις αυξήσεις των επιτοκίων (βλ. Πλαίσιο VII.1).

Συγκεκριμένα, σε συνέχεια των αναβαθμίσεων εντός του 2022 από δύο οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης (DBRS και S&P), ο οίκος Fitch αναβάθμισε το ΕΔ σε BB+ από BB τον Ιανουάριο του 2023 (βλ. Διάγραμμα VII.6). Επίσης, το Μάρτιο και τον Απρίλιο του 2023 οι οίκοι Moody's και S&P αντίστοιχα μετέβαλαν τις προοπτικές της πιστοληπτικής αξιολόγησης που δίνουν στο ΕΔ σε θετικές από σταθερές, γεγονός που προοιωνίζεται αναβάθμιση στην επενδυτική κατηγορία σε σχετικά σύντομο χρονικό διάστημα.<sup>10</sup>

Όπως αναλύεται στο Πλαίσιο VII.1, τόσο οι πρόσφατες αναβαθμίσεις όσο και η προοπτική περαιτέρω αναβάθμισης στην επενδυτική κατηγορία έχουν ως αποτέλεσμα τη συγκράτηση των ανοδικών πιέσεων που ασκούν στις αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων οι αυξήσεις των επιτοκίων. Έτσι, αναμένεται ότι μία αναβάθμιση του Ελληνικού Δημοσίου (ΕΔ) στην επενδυτική κατηγορία θα αποτελέσει πολύ σημαντική εξέλιξη, καθώς θα διευρύνει σημαντικά τη δεξαμενή των επενδυτών που δύνανται να επενδύσουν στα ομόλογα του ΕΔ, με συνέπεια την ενίσχυση της ευρωστίας των ελληνικών κρατικών ομολόγων έναντι αναταραχών στις διεθνείς κεφαλαιαγορές, ενώ θα συμβάλει επίσης στην αναβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης των ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων που εκδίδουν ομόλογα σε διεθνείς αγορές, καθώς και των τραπεζών.

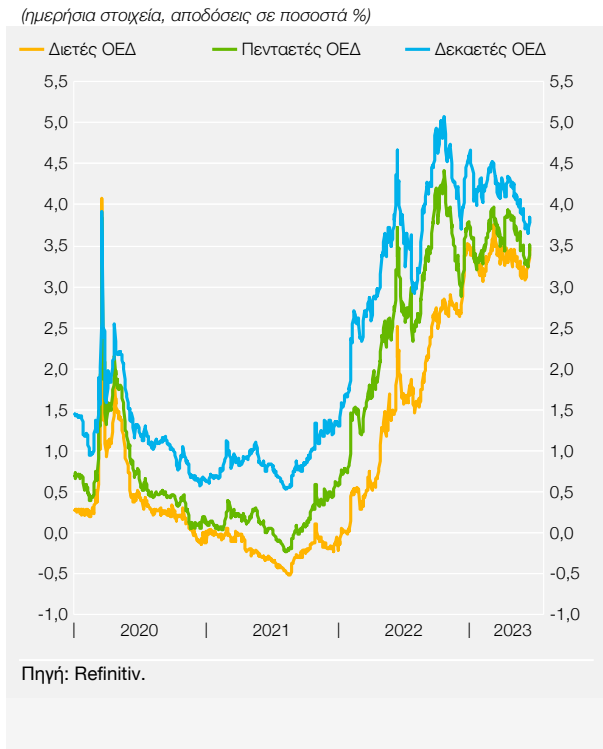
Διάγραμμα VII.6 Πιστοληπτική αξιολόγηση Ελληνικού Δημοσίου (2006 - 2023)



10 Σχετικά με τους παράγοντες που συντελούν στην αναβάθμιση στην επενδυτική κατηγορία βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2022, Πλαίσιο ΙΧ.2.



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



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



Ήδη οι εξελίξεις εντός του 2023 υποδηλώνουν ότι τα ελληνικά κρατικά ομόλογα δεν αντιδρούν σε επεισόδια μεταβλητότητας με την ίδια ευαισθησία όπως στο παρελθόν, αλλά ακολουθούν τις εξελίξεις των υπόλοιπων κρατικών ομολόγων της ευρωζώνης, τα οποία στο σύνολό τους ανήκουν στην επενδυτική κατηγορία. Έτσι, μετά την έντονη άνοδο που κατέγραψαν το 2022 (βλ. Διάγραμμα VII.7) λόγω των αυξήσεων των βασικών επιτοκίων, κατά την περίοδο των διαταράξεων στον τραπεζικό τομέα, κυρίως των ΗΠΑ, οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων, όπως και των υπόλοιπων κρατικών ομολόγων της ευρωζώνης, μειώθηκαν. Οι εξελίξεις αυτές αποτυπώνονται και στις διαφορές των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων από άλλα κρατικά ομόλογα της ευρωζώνης. Συγκεκριμένα, η αύξηση της διαφοράς αποδόσεων (spread) του ελληνικού 10ετούς ομολόγου έναντι του γερμανικού τίτλου αντίστοιχης διάρκειας που σημειώθηκε κατά το 2022 έχει πλήρως αντιστραφεί το υπό εξέταση διάστημα του 2023. Αντίστοιχα, η διαφορά μεταξύ του ελληνικού και του ιταλικού 10ετούς κρατικού ομολόγου έχει μειωθεί σε αρνητικά επίπεδα (βλ. Διάγραμμα VII.8).

Το Ελληνικό Δημόσιο, κατά το διανυθέν διάστημα του 2023, έχει καλύψει το μεγαλύτερο μέρος των χρηματοδοτικών αναγκών του για το 2023, αν και οι νέες εκδόσεις έχουν αυξημένη μεσοσταθμική απόδοση, σε συνάφεια με την άνοδο των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων διεθνώς.<sup>11</sup> Επίσης, το ίδιο διάστημα, έχουν εκδοθεί έντοκα γραμμάτια 3, 6, και 12 μηνών ύψους 11,6 δισεκ. ευρώ, ίδιου ύψους όπως το αντίστοιχο διάστημα του 2022, με το μεσοσταθμικό κόστος των εκδόσεων να εμφανίζει σημαντική αύξηση (3,14% από -0,11% το 2022).

Τέλος, οι όγκοι συναλλαγών στη δευτερογενή αγορά κρατικών ομολόγων υποχώρησαν κατά το υπό εξέταση διάστημα του 2023 σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2022. Συγκεκριμένα, η μέση ημερήσια αξία συναλλαγών στην Ηλεκτρονική Δευτερογενή Αγορά Τίτλων (ΗΔΑΤ) δια-

<sup>11</sup> Το διάστημα 1.1-16.6.2023 εκδόθηκαν ομόλογα σταθερού επιτοκίου συνολικού ύψους 6,7 δισεκ. ευρώ, με μεσοσταθμική απόδοση 4,13%, έναντι 5,4 δισεκ. ευρώ το αντίστοιχο διάστημα του 2022 με μεσοσταθμική απόδοση 2,27%.

μορφώθηκε σε περίπου 85,1 εκατ. ευρώ το 2023, έναντι 93,2 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 504 εκατ. ευρώ το 2023, έναντι 604 εκατ. ευρώ το 2022.

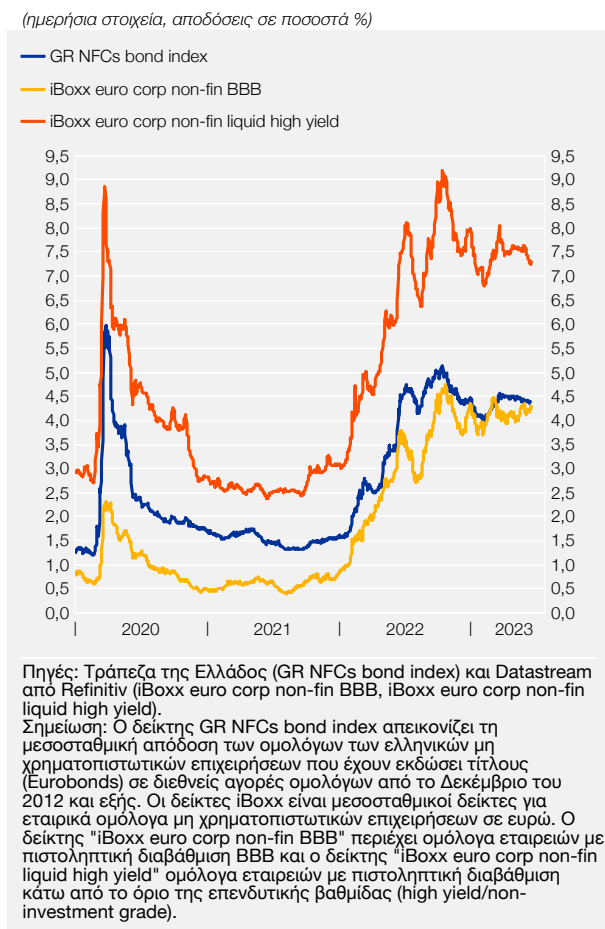
## 4 ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ

### 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 λήξεις, είναι 5,2 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, από την έναρξη λειτουργίας της το 2017 έως τα μέσα Ιουνίου του 2023, έχουν εκδοθεί από ελληνικές μη χρηματοπιστωτικές

επιχειρήσεις ομόλογα συνολικού ύψους περίπου 4,4 δισεκ. ευρώ, με υφιστάμενο υπόλοιπο περίπου 3,6 δισεκ. ευρώ.<sup>12</sup>

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



Οι αυξήσεις επιτοκίων διαμόρφωσαν ανοδικές τάσεις για το κόστος δανεισμού στις διεθνείς αγορές ομολόγων, κατά τη διάρκεια του 2022 και έως το τέλος του έτους. Από τα μέσα του 3ου τριμήνου του 2022, οπότε και διαφάνηκε η προοπτική επιβράδυνσης ή και παύσης των αυξήσεων των επιτοκίων από τις κεντρικές τράπεζες, οι αποδόσεις των εταιρικών ομολόγων διεθνώς ομαλοποιήθηκαν. Η κατάρρευση των δύο αμερικανικών τραπεζών, στις αρχές Μαρτίου 2023, επέδρασε ανοδικά στις αποδόσεις εταιρικών ομολόγων με χαμηλή πιστοληπτική αξιολόγηση, ενώ οι αποδόσεις των ομολόγων της επενδυτικής κατηγορίας σημείωσαν πτώση. Μετά την υποχώρηση των ανησυχιών των επενδυτών, στην οποία συνέβαλε η παρέμβαση των χρηματοπιστωτικών αρχών των ΗΠΑ, οι αποδόσεις των εταιρικών ομολόγων χαμηλής διαβάθμισης αποκλιμακώθηκαν.

Στο περιβάλλον αυτό, οι αποδόσεις των ελληνικών εταιρικών ομολόγων δεν παρουσίασαν ουσιαστική μεταβολή κατά το υπό εξέταση διάστημα του 2023, ακολουθώντας τις εξελίξεις άλλων ευρωπαϊκών εταιρικών ομολόγων. Βέβαια, αξίζει να επισημανθεί ότι τόσο η μεσοσταθμική απόδοση των ελληνικών εταιρικών ομολόγων όσο και οι τάσεις που ακολούθησαν οι αποδόσεις τους ήταν συναφείς με εκείνες των

<sup>12</sup> Στις εκδόσεις που έχουν πραγματοποιηθεί στις διεθνείς αγορές και την εγχώρια αγορά περιλαμβάνονται τίτλοι συνδεδεμένοι με στόχους βιωσιμότητας, αξίας στην έκδοση 2,45 δισεκ. ευρώ και 1,1 δισεκ. ευρώ αντίστοιχα.

ομολόγων με αξιολόγηση εντός της επενδυτικής κατηγορίας (βλ. Διάγραμμα VII.9). Οι αυξημένες αποδόσεις στη δευτερογενή αγορά δεν έχουν επηρεάσει το κόστος δανεισμού, και άρα τα χρηματοοικονομικά αποτελέσματα, των εγχώριων επιχειρήσεων, καθώς οι τελευταίες επέλεξαν να παύσουν τις νέες εκδόσεις ομολόγων από τα μέσα του 2022. Σε αυτό συνέβαλε το πολύ χαμηλό επίπεδο αναγκών αναχρηματοδότησης ομολόγων που έληξαν το 2022 ή που λήγουν το 2023.<sup>13</sup>

#### 4.2 Ομόλογα ελληνικών τραπεζών

Οι τέσσερις σημαντικές ελληνικές τράπεζες έχουν εκδώσει ομόλογα συνολικής αξίας περίπου 10,4 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 10 δισεκ. ευρώ, τα 5,5 δισεκ. ευρώ έχουν αντληθεί μέσω έκδοσης τίτλων υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας (senior), ενώ τα 4,55 δισεκ. έχουν αντληθεί με την έκδοση τίτλων χαμηλής εξοφλητικής προτεραιότητας (subordinated). Σύμφωνα με τα στοιχεία του Ενιαίου Συμβουλίου Εξυγίανσης (SRB MREL Dashboard 2022:Q4), στο τέλος Δεκεμβρίου 2022 απέμεναν περίπου 7,7 δισεκ. ευρώ που πρέπει να καλυφθούν από αντίστοιχες ομολογιακές εκδόσεις ή άλλους τύπους επιλέξιμων στοιχείων παθητικού έως το τέλος του 2025. Το μεσοσταθμικό τοκομερίδιο του συνόλου των εκδόσεων υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας είναι 4,87% και εκείνο των τίτλων χαμηλής προτεραιότητας 7,26%.

Η αυστηροποίηση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών διεθνώς έχει οδηγήσει σε αύξηση του κόστους δανεισμού από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές (βλ. Διάγραμμα VII.10). Οι αποδόσεις των ομολόγων των τραπεζών στη δευτερογενή αγορά έχουν μειωθεί το διανυθέν διάστημα του 2023, σε συνάφεια με τις εξελίξεις στην αγορά κρατικών ομολόγων, ενώ οι αναβαθμίσεις των πιστοληπτικών αξιολογήσεων των τραπεζών τεκμαίρεται ότι έχουν αποτρέψει μια μεγαλύτερη άνοδο των αποδόσεων των ομολόγων τους. Ταυτόχρονα, το πρόσφατο επεισόδιο μεταβλητότητας μεταδόθηκε στις αποδόσεις των ελληνικών, όπως και των ευρωπαϊκών, τραπεζικών ομολόγων, καθώς παρουσίασαν έντονη μεταβλητότητα, ενώ η αυξητική επίδραση στις αποδόσεις των ομολόγων χαμηλής εξοφλητικής προτεραιότητας έχει εξομαλυνθεί.

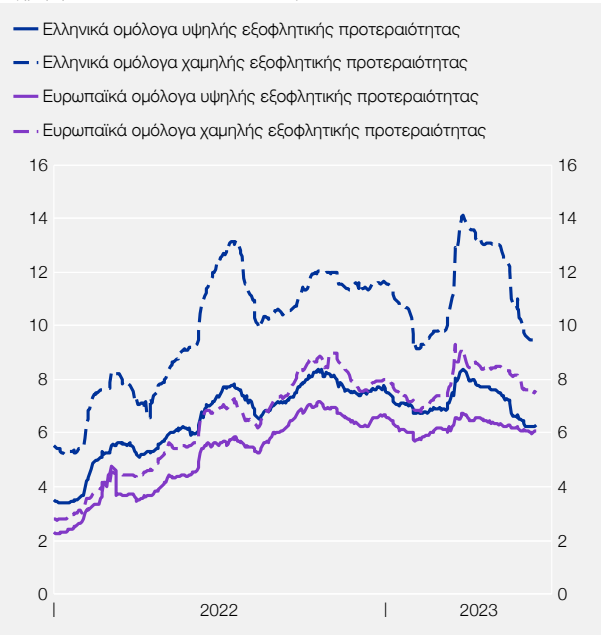
## 5 ΑΓΟΡΑ ΜΕΤΟΧΩΝ

### 5.1 Τιμές μετοχών

Το υπό εξέταση διάστημα του 2023 παρατηρείται ανάκαμψη των τιμών των μετοχών διεθνώς, μετά τη σημαντική πτώση τιμών που καταγράφηκε το 2022 (απόδοση το διάστημα 1.1-16.6.2023: S&P 500: 14,8%, EURO STOXX: 12,9%). Στην ευρωζώνη, κλάδοι που ευνοούνται

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

(ημερήσιες αποδόσεις σε ποσοστά %)

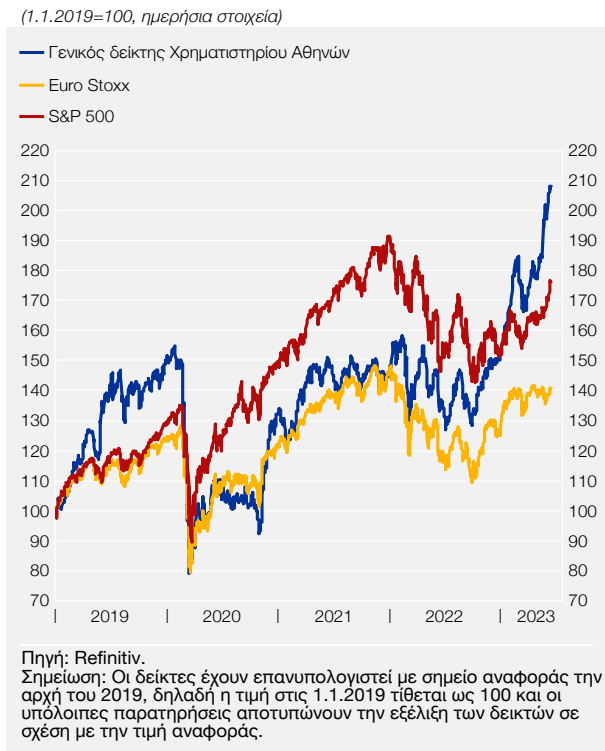


Πηγές: Refinitiv και Τράπεζα της Ελλάδος.

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 μωβ γραμμές την 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.

13 Το υφιστάμενο υπόλοιπο των ομολόγων που έχουν εκδοθεί είτε στη διεθνή είτε στην εγχώρια αγορά και λήγουν κατά τη διάρκεια του 2023 ανέρχεται σε 25 εκατ. ευρώ.

**Διάγραμμα VII.11 Δείκτες τιμών μετοχών**  
(Ιανουάριος 2019 - Ιούνιος 2023)



από την ανθεκτικότητα του τομέα των υπηρεσιών παρουσιάζουν μεγαλύτερες αποδόσεις από το γενικό δείκτη EURO STOXX, ενώ οι τραπεζικές μετοχές παρουσιάζουν μικρότερες αποδόσεις, λόγω των ανησυχιών των επενδυτών μετά τις διαταράξεις στον τραπεζικό τομέα κυρίως των ΗΠΑ.

Σε αυτό το περιβάλλον, οι τιμές των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ) σημείωσαν άνοδο το υπό εξέταση διάστημα του 2023 (μεταβολή Γενικού Δείκτη +37,4%, βλ. Διάγραμμα VII.11), καταγράφοντας σημαντικά καλύτερη επίδοση από ό,τι οι μετοχές στις ΗΠΑ και την ευρωζώνη. Οι τραπεζικές μετοχές παρουσίασαν υψηλότερες αποδόσεις σε σχέση με το γενικό δείκτη του ΧΑ (FTSE/Athex Banks: +59,2%), καθώς οι ανησυχίες για τα τραπεζικά προβλήματα διεθνώς αντισταθμίστηκαν από τις αναβαθμίσεις των πιστοληπτικών αξιολογήσεων του ΕΔ και των τραπεζών, την ανθεκτικότητα της ελληνικής οικονομίας, τη σημαντική μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων και την επιστροφή των τραπεζών σε κερδοφορία (βλ. Κεφάλαιο VI.5).

Η συναλλακτική δραστηριότητα (μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών) το υπό εξέταση διάστημα του 2023 ανήλθε σε 110,1 εκατ. ευρώ, παρουσιάζοντας αύξηση 19% σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2022. Σημειώνεται ότι το τρέχον έτος πέντε εταιρίες διαγράφηκαν από την κύρια αγορά. Τέλος, πραγματοποιήθηκαν αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου από εισηγμένες εταιρίες του μη χρηματοπιστωτικού τομέα συνολικού ύψους περίπου 103 εκατ. ευρώ, έναντι περίπου 70 εκατ. ευρώ το αντίστοιχο διάστημα του 2022.

## 5.2 Αποδοτικότητα εισηγμένων επιχειρήσεων

Τα αποτελέσματα των εισηγμένων μη χρηματοπιστωτικών εταιριών με έδρα στην Ελλάδα βελτιώθηκαν σημαντικά το 2022 σε σχέση με το 2021. Σύμφωνα με τα στοιχεία από τις οικονομικές καταστάσεις 101 εισηγμένων στο ΧΑ επιχειρήσεων για το 2022, ο κύκλος εργασιών, τα μικτά κέρδη και τα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA) αυξήθηκαν κατά 57,7%, 47,7% και 53,2% αντίστοιχα έναντι του 2021. Επίσης, τα κέρδη από λειτουργικές δραστηριότητες (EBIT) αυξήθηκαν κατά 90,7%, ενώ τα κέρδη προ φόρων ανήλθαν σε περίπου 6,8 δισεκ. ευρώ, αυξημένα κατά 89,6% έναντι του 2021.

Το περιθώριο EBITDA για το σύνολο των εισηγμένων επιχειρήσεων υποχώρησε ελαφρώς το 2022 σε σχέση με το 2021.<sup>14</sup> Σημειώνεται όμως ότι υπάρχει ετερογένεια μεταξύ των κλάδων της οικονομίας ως προς το ρυθμό μεταβολής του περιθωρίου EBITDA, με τους κλάδους της ενέργειας, της τεχνολογίας και της ανάπτυξης ακινήτων να εμφανίζουν αυξήσεις, τον κλάδο της βιομηχανίας να μην παρουσιάζει ουσιαστικές μεταβολές και τους κλάδους κοινής ωφέλειας, εμπορίου, πρώτων υλών, τηλεπικοινωνιών και παροχής υπηρεσιών υγείας μειώσεις.

Ο δείκτης αποδοτικότητας συνολικών κεφαλαίων για το σύνολο των εισηγμένων επιχειρήσεων μειώθηκε ελαφρώς το 2022 έναντι του 2021, ενώ ο δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων

<sup>14</sup> Ο δείκτης ορίζεται ως η διάμεσος του λόγου “EBITDA προς πωλήσεις” και για το σύνολο των εισηγμένων επιχειρήσεων υποχώρησε σε 11,6% το 2022 από 13,8% το 2021.

αυξήθηκε, με ετερογένεια να παρατηρείται μεταξύ των κλάδων.<sup>15</sup> Επιπλέον, ο δείκτης ρευστότητας διατηρήθηκε σχετικά σταθερός το 2022 έναντι του 2021 για το σύνολο των εισηγμένων, παρουσιάζοντας και σ' αυτή την περίπτωση ετερογένεια μεταξύ των κλάδων.<sup>16</sup> Τέλος, ο δείκτης μόχλευσης βρίσκεται σε χαμηλότερα επίπεδα σε σχέση με το 2021, γεγονός που ισχύει για τους περισσότερους κλάδους.<sup>17</sup>

15 Διάμεσος του δείκτη αποδοτικότητας συνολικών κεφαλαίων (RoA): 3,8% το 2022, έναντι 4,0% το 2021. Διάμεσος του δείκτη αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (RoE): 14,2% από 11,9% (αποκλείονται οι εταιρίες με αρνητικά ίδια κεφάλαια).

16 Ο διάμεσος του λόγου "κυκλοφορούν ενεργητικό προς βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις" για το σύνολο των εισηγμένων διαμορφώθηκε σε 1,51 το 2022, από 1,53 το 2021.

17 Ο διάμεσος του λόγου "συνολικός δανεισμός προς σύνολο ενεργητικού" διαμορφώθηκε σε 33,8% το 2022, έναντι 37,6% το 2021.

## Πλαίσιο VII.1

### ΟΙ ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΤΩΝ ΑΥΞΗΣΕΩΝ ΤΩΝ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΑΝΑΒΑΘΜΙΣΕΩΝ ΣΤΙΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΚΡΑΤΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ

Οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων επιδρούν τόσο στο κόστος δανεισμού του Δημοσίου μέσω των νέων εκδόσεων όσο και στις αποδόσεις των ομολόγων των επιχειρήσεων και των τραπεζών και έτσι στο κόστος δανεισμού τους. Από τα βασικά υποδείγματα καμπύλης αποδόσεων μπορούν να απομονωθούν οι επιδράσεις των νομισματικών παραγόντων από τις επιδράσεις άλλων παραγόντων, όπως εκείνου που αφορά τον πιστωτικό κίνδυνο. Ο δε πιστωτικός κίνδυνος σχετίζεται με το επίπεδο των πιστοληπτικών αξιολογήσεων των εκδοτών ομολόγων.

Στην τρέχουσα συγκυρία, οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων διαμορφώνονται από δύο αντίρροπες εξελίξεις: τις αυξήσεις των βασικών επιτοκίων της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) και τις αναβαθμίσεις της πιστοληπτικής αξιολόγησης του Ελληνικού Δημοσίου. Οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων έχουν αυξηθεί σημαντικά από το τέλος του 2021, όταν η ΕΚΤ σηματοδότησε την επικείμενη μεταβολή της ασκούμενης μέχρι τότε πολύ διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής και τη σταδιακή αυστηροποίηση στη συνέχεια, με σκοπό την τιθάσευση του πληθωρισμού. Αντίστοιχη άνοδος παρατηρείται και στις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων άλλων χωρών της ζώνης του ευρώ. Παράλληλα, λόγω των συνεχών αναβαθμίσεων της πιστοληπτικής αξιολόγησης του Ελληνικού Δημοσίου, τεκμαίρεται ότι η άνοδος των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων είναι τελικά πιο συγκρατημένη, σε σύγκριση με μία υποθετική άνοδο χωρίς την πραγματοποίηση των αναβαθμίσεων.

Σκοπός του παρόντος πλαισίου είναι να ποσοτικοποιήσει τη συμβολή των παραγόντων που σχετίζονται (α) με τις αυξήσεις των βασικών επιτοκίων και (β) με το επίπεδο του πιστωτικού κινδύνου, όπως αυτός αποτυπώνεται στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις. Η εκτίμηση της συμβολής των δύο αυτών βασικών προσδιοριστικών παραγόντων των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων χρησιμεύει στην αποτύπωση της αναμενόμενης εξέλιξής τους, με βάση την αναμενόμενη πορεία των βασικών επιτοκίων και την προσδοκώμενη αναβάθμιση του Ελληνικού Δημοσίου στην επενδυτική κατηγορία.

#### Η επίδραση των αυξήσεων των επιτοκίων

Τα υποδείγματα καμπύλης αποδόσεων (affine term structure models) επιτρέπουν να εκτιμηθεί η επίδραση των προσδοκίων για την εξέλιξη των βασικών επιτοκίων στις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων στις διαφορετικές διάρκειες. Συγκεκριμένα, στα εν λόγω υποδείγματα, οι αποδόσεις των ομολόγων μακράς διάρκειας διαμορφώνονται με βάση τις προσδοκίες για τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια, χρησιμοποιώντας για τη διάρκεια του ομολόγου απλούς τύπους ανατοκισμού με βάση τις βραχυπρόθεσμες αποδόσεις. Έτσι, είναι δυνατόν να απομονωθεί η συνιστώσα των αποδόσεων των μακροπρόθεσμων ομολόγων, που διαμορφώνεται από τις

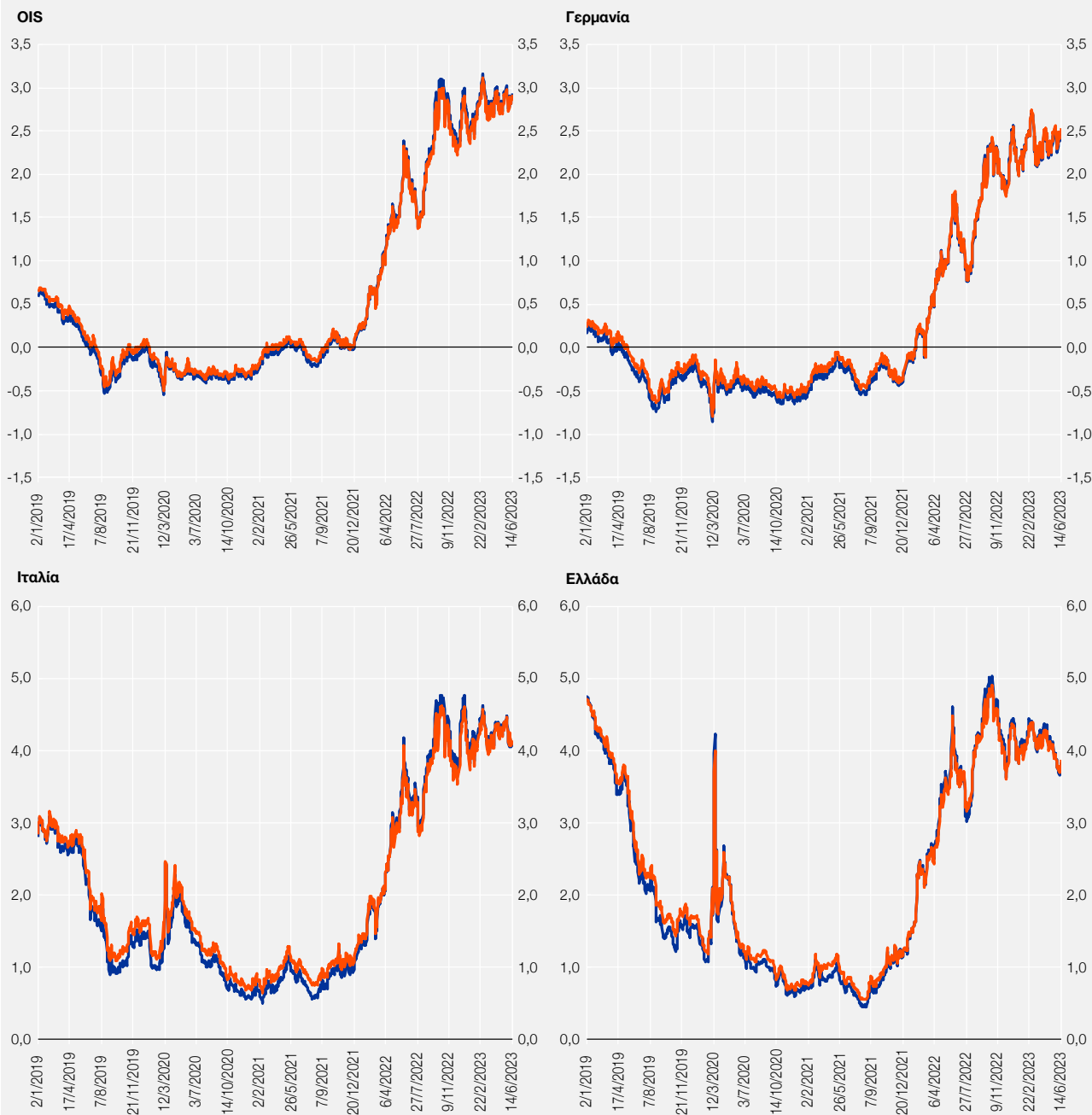


**Διάγραμμα Α Εκτιμήσεις ομολογιακών αποδόσεων από υποδείγματα καμπύλης αποδόσεων**

(ημερήσιες αποδόσεις σε ποσοστά %)

— Παρατηρούμενη απόδοση

— Εκτιμώμενη απόδοση

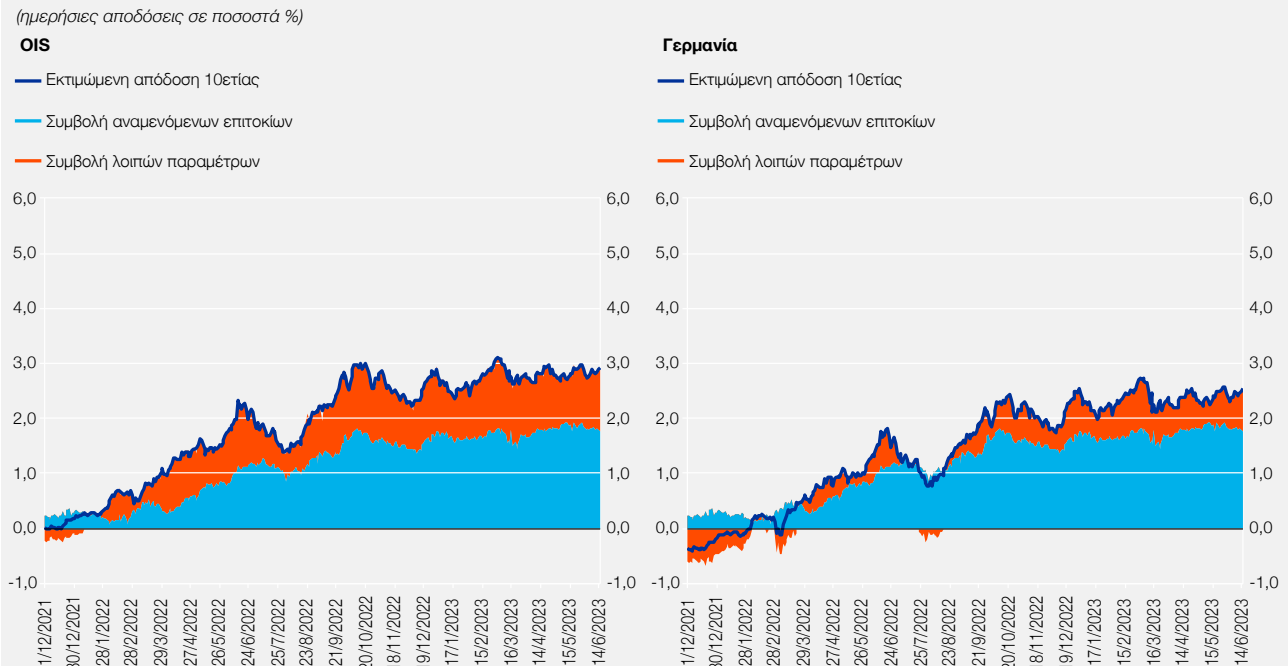


Πηγές: Refinitiv (δεδομένα) και Τράπεζα της Ελλάδος (οικονομετρικές εκτιμήσεις).

Σημείωση: Σε κάθε γράφημα, η μπλε γραμμή απεικονίζει την εξέλιξη των αποδόσεων των δεκαετών ομολόγων χωρίς την επίδραση των τοκομεριδίων επί της αποτίμησης και η πορτοκαλί γραμμή απεικονίζει την εκτιμώμενη απόδοση για ομόλογο δεκαετούς διάρκειας και μηδενικού τοκομεριδίου όπως προκύπτει από το υπόδειγμα της καμπύλης αποδόσεων, με δυναμικές παραμέτρους.

προσδοκίες για τα μελλοντικά βραχυπρόθεσμα επιτόκια (expectations component), από εκείνη που διαμορφώνεται από άλλους παράγοντες, όπως ο πιστωτικός κίνδυνος (credit risk premium) ή η αβεβαιότητα για τον πληθωρισμό και για τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια (term premium) ή ο κίνδυνος ρευστότητας (liquidity risk) στις διάφορες αγορές ομολόγων.

### Διάγραμμα Β Η συμβολή των προσδοκιών για τα βασικά επιτόκια και άλλων παραμέτρων στις αποδόσεις 10ετούς διάρκειας χωρίς κίνδυνο



Πηγή: Οικονομτρικές εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

Για τους σκοπούς της παρούσας ανάλυσης χρησιμοποιείται το υπόδειγμα Nelson-Siegel για την κατασκευή καμπύλης αποδόσεων με δυναμικές παραμέτρους.<sup>1</sup> Με βάση αυτό το υπόδειγμα, εξάγουμε τις εκτιμώμενες αποδόσεις ομολόγων μηδενικού τοκομεριδίου για την Ελλάδα, τη Γερμανία και την Ιταλία, καθώς και την καμπύλη των συμφωνιών ανταλλαγής επιτοκίων (OIS: overnight index swap rates).<sup>2</sup> Το Διάγραμμα Α παρουσιάζει τις παρατηρούμενες και τις εκτιμώμενες αποδόσεις για την περίοδο από 1.1.2019 έως 15.6.2023.

Από το Διάγραμμα Α είναι εμφανές ότι το υπόδειγμα της καμπύλης αποδόσεων με δυναμικές παραμέτρους που χρησιμοποιείται για τους σκοπούς της παρούσας ανάλυσης αναπαράγει με μεγάλη ακρίβεια την παρατηρούμενη εξέλιξη των αποδόσεων τόσο των ελληνικών κρατικών ομολόγων δεκαετούς διάρκειας όσο και εκείνων της Γερμανίας και της Ιταλίας, αλλά και το αντίστοιχο επιτόκιο των συμφωνιών ανταλλαγής επιτοκίων.<sup>3</sup> Κατά συνέπεια, τεκμαίρεται ότι η χρήση των εκτιμώμενων, από το υπόδειγμα, ομολογιακών αποδόσεων είναι αντιπροσωπευτική για τις παρατηρούμενες αποδόσεις.

Με βάση οικονομτρικές τεχνικές για την παραμετροποίηση των εκτιμήσεων των αποδόσεων που προκύπτουν από υποδείγματα καμπυλών αποδόσεων,<sup>4</sup> μπορούμε να απομονώσουμε την επίδραση που ασκούν στις αποδόσεις οι προσδοκίες για την εξέλιξη των επιτοκίων. Το βήμα αυτό αφορά τις αποδόσεις χωρίς κίνδυνο, οι οποίες αντανakλούν κυρίως προσδοκίες για την εξέλιξη των επιτοκίων και λοιπές παραμέτρους, απόντος του

1 Βλ. Diebold, F.X. and C. Li (2006), "Forecasting the term structure of government bond yields", *Journal of Econometrics*, 30(2), 337-364.

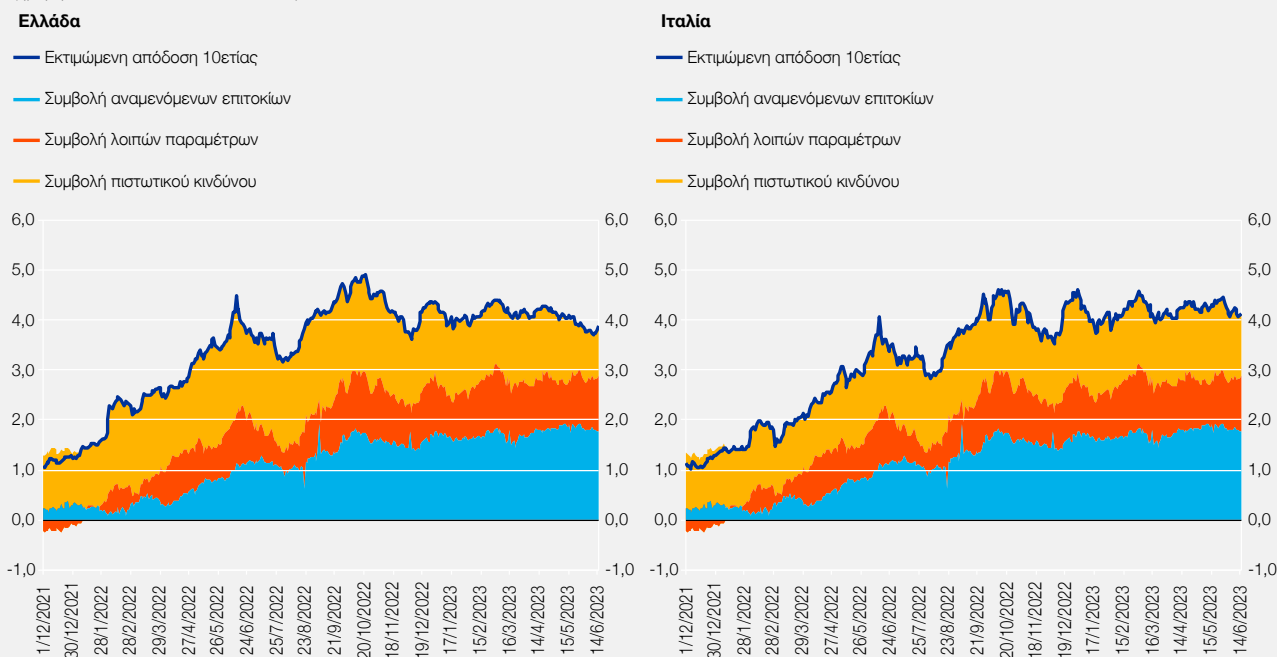
2 Η εκτίμηση έχει γίνει με δεδομένα σε ημερήσια συχνότητα για αποδόσεις εντόκων γραμματίων 3, 9 και 12 μηνών και ομολόγων μηδενικού τοκομεριδίου διάρκειας από 2 έως 30 έτη. Η περίοδος εκτίμησης είναι από 14.3.2012 έως 15.6.2023.

3 Ενδεικτικά, για την περίοδο που απεικονίζεται στο Διάγραμμα Α, ο μέσος συντελεστής προσδιορισμού R2 κυμαίνεται από 97,7% (για το δεκαετές OIS) έως 98,7% (για την Ιταλία), ενώ ο δείκτης RMSE, ο οποίος μετρά την ακρίβεια των προβλέψεων του υποδείγματος σε όλο το εύρος των καμπυλών αποδόσεων που εξετάζονται στο παρόν πλαίσιο, κυμαίνεται από 8 έως 14 μονάδες βάσης.

4 Βλ. Bauer, M.D. and G.D. Rudebusch (2020), "Interest rates under falling stars", *American Economic Review*, 110(5), 1316-1354.

Διάγραμμα Γ Παράμετροι προσδοκίων και πιστωτικού κινδύνου στα ομόλογα 10ετούς διάρκειας Ελλάδος και Ιταλίας

(ημερήσιες αποδόσεις σε ποσοστά %)



Πηγή: Οικονομτρικές εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

πιστωτικού κινδύνου, όπως η ρευστότητα των υποκείμενων ομολόγων ή η αβεβαιότητα για τη νομισματική πολιτική και τον πληθωρισμό. Έτσι, αρχικά απομονώνεται η συμβολή των αναμενόμενων επιτοκίων στις ομολογιακές αποδόσεις (συνιστώσα προσδοκίων, expectations component) από τους υπόλοιπους παράγοντες που επιδρούν σε αυτές. Το Διάγραμμα Β παρουσιάζει τις εκτιμήσεις των δύο συνιστωσών για τις αποδόσεις των γερμανικών ομολόγων και το επιτόκιο των συμφωνιών ανταλλαγής επιτοκίων (overnight index swap rates-OIS) 10ετούς διάρκειας.

Από το Διάγραμμα Β προκύπτει ότι, ήδη από την έναρξη των αυξήσεων των επιτοκίων της ΕΚΤ, οι αποδόσεις των ομολόγων χωρίς κίνδυνο, όπως των 10ετών ομοσπονδιακών ομολόγων της Γερμανίας (Bunds) ή τα επιτόκια που προκύπτουν σε ορίζοντα 10ετίας από τις συμφωνίες ανταλλαγής επιτοκίων (OIS), άρχισαν να αυξάνονται σημαντικά. Συνολικά, την περίοδο από τον Ιούλιο του 2022, οπότε η ΕΚΤ προχώρησε στην πρώτη αύξηση των βασικών επιτοκίων της, έως πρόσφατα, η παρατηρούμενη άνοδος των αποδόσεων του γερμανικού 10ετούς ομολόγου εξηγείται σχεδόν στο σύνολό της από τις προσδοκίες για αυξημένα επιτόκια, μεσοσταθμικά σε ορίζοντα δεκαετίας. Στην περίπτωση των αποδόσεων που προκύπτουν από τις συμφωνίες ανταλλαγής επιτοκίων, η συμβολή των προσδοκίων για αυξημένα επιτόκια εξηγεί σχεδόν το 80% της αύξησης των αποδόσεων για την ίδια περίοδο, ενώ οι λοιπές παράμετροι εξηγούν το υπόλοιπο 20%.<sup>5</sup> Σημειώνεται ότι η συμβολή των “λοιπών παραμέτρων” στις αποδόσεις των OIS αντανακλά κατά κύριο λόγο την αβεβαιότητα για τον πληθωρισμό και για τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια (term premium).<sup>6</sup>

5 Σημειώνεται ότι η επίδραση των λοιπών παραμέτρων στις συμφωνίες ανταλλαγής επιτοκίων είναι υψηλότερη από ό,τι στα γερμανικά ομόλογα καθώς, σύμφωνα με προγενέστερες μελέτες οι επενδυτές προτιμούν να πληρώνουν υψηλότερη τιμή για τα Bunds διότι τα θεωρούν ασφαλή χρεόγραφα (safe assets) – ενδεικτικά βλ. Cabalero, R.J. and E. Farhi (2018), “The safety trap”, *Review of Economic Studies*, 1(302), 223-274, Cabalero, R.J., E. Farhi and P.-O. Gourinchas (2018), “The safe assets shortage conundrum”, *Journal of Economic Perspectives*, 31(3), 29-46.

6 Η συμβολή των “λοιπών παραμέτρων” περιλαμβάνει και ένα ασφάλιστρο ρευστότητας, το οποίο μπορεί να διαφέρει σημαντικά μεταξύ των χωρών. Η ύπαρξη αυτού του ασφαλιστρου δεν αλλάζει ποιοτικά τα αποτελέσματα της παρούσας ανάλυσης, στο βαθμό που μπορούμε να υποθέσουμε ότι είναι σταθερό.

## Η επίδραση των αναβαθμίσεων του Ελληνικού Δημοσίου

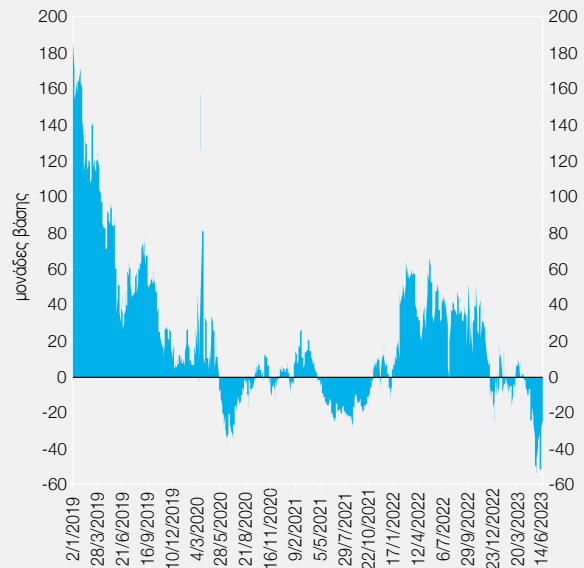
Οι αποδόσεις των ομολόγων συναρτώνται με την πιστοληπτική αξιολόγησή τους.<sup>7</sup> Έτσι, οι αναβαθμίσεις της πιστοληπτικής αξιολόγησης του Ελληνικού Δημοσίου την υπό εξέταση περίοδο αναμένεται να έχουν επιδράσει αντίρροπα προς τις αυξήσεις των επιτοκίων. Συγκεκριμένα, ενώ η αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής ασκεί αυξητική επίδραση, οι αναβαθμίσεις της πιστοληπτικής αξιολόγησης αναμένεται να ασκούν μειωτική επίδραση στο ασφάλιστρο πιστωτικού κινδύνου των ελληνικών κρατικών ομολόγων.

Η ποσοτικοποίηση της παραμέτρου του πιστωτικού κινδύνου για τα ελληνικά και τα ιταλικά κρατικά ομόλογα διευκολύνεται από την προαναφερθείσα εκτίμηση, που έγινε για συμφωνίες ανταλλαγής επιτοκίων (OIS), των συνιστωσών της επίδρασης των προσδοκιών για τα βασικά επιτόκια και των λοιπών παραμέτρων κινδύνων. Συγκεκριμένα, καθώς η νομισματική πολιτική είναι κοινή για τις οικονομίες της ευρωζώνης, οι προσδοκίες για τα βασικά επιτόκια είναι ίδιες στα ομόλογα χωρίς κίνδυνο και σε ομόλογα με χαμηλότερη πιστοληπτική αξιολόγηση, όπως αυτά της Ελλάδος και της Ιταλίας. Επίσης ίδια είναι και η συμβολή της αβεβαιότητας για τα μελλοντικά επιτόκια της ΕΚΤ για όλα τα κρατικά ομόλογα της ευρωζώνης με παρόμοια διάρκεια. Κατά συνέπεια, η υπερβάλλουσα απόδοση που ζητούν οι επενδυτές ως αποζημίωση για τον πιστωτικό κίνδυνο (credit risk premium) στα ελληνικά και τα ιταλικά κρατικά ομόλογα μπορεί να προσδιοριστεί ως η διαφορά των αποδόσεων τους από την απόδοση των OIS.

Από το Διάγραμμα Γ φαίνεται ότι η παράμετρος που σχετίζεται με τον πιστωτικό κίνδυνο είναι σημαντική συνιστώσα των αποδόσεων τόσο των ελληνικών όσο και των ιταλικών ομολόγων. Συγκεκριμένα, υπολογίζεται ότι επί του παρόντος ο πιστωτικός κίνδυνος που σχετίζεται με τη χαμηλή πιστοληπτική αξιολόγηση του Ελληνικού Δημοσίου προσθέτει στις αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων περίπου 100 μ.β., ενώ κατά τη διάρκεια του 2019, κατά μέσο όρο, εκτιμάται ότι ο πιστωτικός κίνδυνος προσέθετε επιπλέον 270 μ.β. στις αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων. Ενδιάμεσα, το Ελληνικό Δημόσιο έχει αναβαθμιστεί αρκετές φορές από τους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης που είναι αποδεκτοί από το Ευρωσύστημα, με αποτέλεσμα η καλύτερη αποδιδόμενη διαβάθμιση να είναι σήμερα BB+, δηλαδή μόλις μία βαθμίδα χαμηλότερα από την επενδυτική κατηγορία. Έτσι, παρά τη σημαντική αύξηση των αναμενόμενων επιτοκίων σε ορίζοντα δεκαετίας κατά 200 μ.β., οι αποδόσεις των ελληνικών 10ετών κρατικών ομολόγων βρίσκονται σήμερα σε επίπεδα 170 μ.β. χαμηλότερα από εκείνα στα οποία (υποθετικά) θα ήταν αν δεν είχαν πραγματοποιηθεί οι αναβαθμίσεις της πιστοληπτικής αξιολόγησης του Ελληνικού Δημοσίου.

Ταυτόχρονα με αυτή τη θετική εξέλιξη, η σύγκριση των συνιστωσών του πιστωτικού κινδύνου στις αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων έναντι των ιταλικών προσφέρει μία εκτίμηση της αναμενόμενης μειωτικής επίδρασης που θα επέλθει με την αναβάθμιση του Ελληνικού Δημοσίου στην επενδυτική κατηγορία. Συγκεκριμένα, όπως φαίνεται στο Διάγραμμα Δ, η διαφορά των συνιστωσών πιστωτικού κινδύνου μεταξύ των ελληνικών και των ιταλικών κρατικών ομολόγων έχει μειωθεί σε αρνητικά επίπεδα, από περίπου 150 μ.β. στις αρχές του 2019. Μια πιθανή ερμηνεία αυτής της εξέλιξης είναι ότι η αγορά ομολόγων έχει ήδη προεξοφλήσει σε μεγάλο βαθμό την αναβάθμιση του Ελληνικού Δημοσίου στην επενδυτική κατηγορία.

Διάγραμμα Δ Διαφορά των παραμέτρων πιστωτικού κινδύνου στα ομόλογα 10ετούς διάρκειας Ελλάδος και Ιταλίας



Πηγή: Οικονομικές εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

7 Βλ. μεταξύ άλλων Malliaropoulos, D. and P. Migiakis (2018), "The re-pricing of sovereign risks following the Global Financial Crisis", *Journal of Empirical Finance*, 49, 39-56.

**Συμπεράσματα**

Το άμεσο όφελος από μία αναβάθμιση του Ελληνικού Δημοσίου στην επενδυτική κατηγορία θα είναι σημαντικό όσον αφορά τη μείωση της μεταβλητότητας των αποδόσεων, αλλά μάλλον θα είναι περιορισμένο όσον αφορά το επίπεδο του κόστους δανεισμού, καθώς η βελτίωση του κόστους δανεισμού φαίνεται να έχει ήδη προεξοφληθεί σε μεγάλο βαθμό από την αγορά. Παρ' όλα αυτά, καθώς η αναβάθμιση της ελληνικής οικονομίας αναμένεται να οδηγήσει στη βελτίωση της ρευστότητας για τα ελληνικά ομόλογα, λόγω της διεύρυνσης της δεξαμενής των επενδυτών, ενδέχεται να σημειωθεί περαιτέρω μείωση των αποδόσεων μετά την επίτευξη της αναβάθμισης. Επίσης, δεδομένου ότι η συνιστώσα του πιστωτικού κινδύνου στις αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων παραμένει αρκετά μεγάλη, ενδεχόμενες περαιτέρω βελτιώσεις των πιστοληπτικών αξιολογήσεων του Ελληνικού Δημοσίου αναμένεται να περιορίσουν μόνιμα το κόστος δανεισμού του, με σημαντικά οφέλη για την ελληνική οικονομία. Τέλος, πολύ σημαντικές θεωρούνται οι ευρύτερες επιδράσεις στην ελληνική οικονομία, καθώς η αναβάθμιση θα σηματοδοτήσει τη μείωση του κινδύνου χώρας (country risk), με αποτέλεσμα τη μείωση της αντίστοιχης παραμέτρου κινδύνων (country risk premium) στις ομολογιακές αποδόσεις και το κόστος δανεισμού των τραπεζών και επιχειρήσεων.



## ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

1	Δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες .....	138
2	Ισοζύγιο πληρωμών .....	139
3	Ανάλυση καταθέσεων/ρέπος των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών στα λοιπά NXI, κατά νόμισμα και κατά κατηγορία .....	140
4	Αποδόσεις ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου .....	141
5	Χρηματοδότηση του εγχώριου ιδιωτικού τομέα από τα εγχώρια NXI .....	142
6	Τραπεζικά επιτόκια νέων καταθέσεων σε ευρώ από κατοίκους της ζώνης του ευρώ .....	143
7	Τραπεζικά επιτόκια νέων δανείων σε ευρώ προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ .....	144

Πίνακας 1 Δείκτης τιμών καταναλωτή: γενικός και βασικές κατηγορίες

Περίοδος	ΔΤΚ (Γενικός)		Αγαθά		Υπηρεσίες		ΔΤΚ χωρίς νωπά οπωροκηπευτικά και καύσιμα		ΔΤΚ χωρίς είδη διατροφής και καύσιμα		
	Δείκτης (2020=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2020=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2020=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2020=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	Δείκτης (2020=100)	Εκατοστιαία μεταβολή έναντι προηγούμενου έτους	
	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
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

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΛΣΤΑΤ.

Πίνακας 2 Ισοζύγιο πληρωμών

(προσωρινά στοιχεία, εκατ. ευρώ)

	Ιανουάριος-Δεκέμβριος			Ιανουάριος-Απρίλιος		
	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>-20.093,5</b>	<b>-4.888,9</b>	<b>-8.640,6</b>	<b>-5.630,6</b>
<b>ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΑΓΑΘΩΝ ΚΑΙ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ ( I.A + I.B )</b>	<b>-11.249,7</b>	<b>-13.874,1</b>	<b>-19.552,0</b>	<b>-5.997,4</b>	<b>-10.273,1</b>	<b>-7.816,8</b>
Εξαγωγές	51.615,7	74.384,3	101.093,4	18.576,7	25.537,3	27.853,3
Εισαγωγές	62.865,5	88.258,4	120.645,3	24.574,1	35.810,4	35.670,2
<b>I.A ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΑΓΑΘΩΝ ( I.A.1 - I.A.2 )</b>	<b>-18.528,1</b>	<b>-26.719,1</b>	<b>-39.020,1</b>	<b>-7.019,3</b>	<b>-12.082,2</b>	<b>-9.641,7</b>
<b>I.A.1 Εξαγωγές αγαθών</b>	<b>28.904,4</b>	<b>39.327,9</b>	<b>53.506,8</b>	<b>11.762,5</b>	<b>15.473,5</b>	<b>17.336,4</b>
Καύσιμα	6.102,5	10.210,2	17.609,7	2.739,5	4.386,0	5.318,1
Πλοία (πωλήσεις)	153,1	121,4	108,5	24,6	33,9	88,7
Αγαθά χωρίς καύσιμα και πλοία	22.648,9	28.996,3	35.788,6	8.998,4	11.053,6	11.929,6
<b>I.A.2 Εισαγωγές αγαθών</b>	<b>47.432,5</b>	<b>66.046,9</b>	<b>92.526,9</b>	<b>18.781,8</b>	<b>27.555,7</b>	<b>26.978,2</b>
Καύσιμα	9.298,4	16.087,3	30.768,2	4.019,5	7.992,0	7.479,0
Πλοία (αγορές)	217,9	144,4	401,8	54,9	77,4	103,9
Αγαθά χωρίς καύσιμα και πλοία	37.916,1	49.815,1	61.356,9	14.707,4	19.486,2	19.395,3
<b>I.B ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ ( I.B.1 - I.B.2 )</b>	<b>7.278,3</b>	<b>12.845,0</b>	<b>19.468,1</b>	<b>1.021,9</b>	<b>1.809,1</b>	<b>1.824,9</b>
<b>I.B.1 Εισπράξεις</b>	<b>22.711,3</b>	<b>35.056,4</b>	<b>47.586,5</b>	<b>6.814,2</b>	<b>10.063,8</b>	<b>10.516,9</b>
Ταξιδιωτικό	4.318,8	10.502,7	17.676,2	165,0	1.082,3	1.494,0
Μεταφορές	13.814,2	18.728,1	23.434,0	4.924,1	7.073,7	6.738,5
Λοιπές υπηρεσίες	4.578,3	5.825,7	6.476,4	1.725,1	1.907,7	2.284,4
<b>I.B.2 Πληρωμές</b>	<b>15.433,0</b>	<b>22.211,5</b>	<b>28.118,4</b>	<b>5.792,4</b>	<b>8.254,7</b>	<b>8.692,0</b>
Ταξιδιωτικό	792,9	1.112,5	1.924,6	146,6	503,0	762,6
Μεταφορές	9.873,0	15.078,7	19.578,7	3.790,4	5.762,0	5.850,0
Λοιπές υπηρεσίες	4.767,1	6.020,3	6.615,1	1.855,4	1.989,7	2.079,5
<b>I.Γ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΠΡΩΤΟΓΕΝΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ ( I.Γ.1 - I.Γ.2 )</b>	<b>-275,9</b>	<b>368,7</b>	<b>-239,9</b>	<b>1.411,8</b>	<b>1.068,4</b>	<b>345,9</b>
<b>I.Γ.1 Εισπράξεις</b>	<b>6.324,1</b>	<b>6.608,1</b>	<b>7.278,5</b>	<b>3.008,6</b>	<b>2.643,4</b>	<b>3.516,8</b>
Από εργασία (αμοιβές, μισθοί)	201,4	220,2	224,7	67,1	79,0	71,5
Από επενδύσεις (τόκοι, μερίσματα, κέρδη)	2.942,0	3.019,2	3.580,7	1.002,4	857,9	1.588,9
Λοιπά πρωτογενή εισοδήματα	3.180,7	3.368,8	3.473,0	1.939,0	1.706,5	1.856,5
<b>I.Γ.2 Πληρωμές</b>	<b>6.599,9</b>	<b>6.239,4</b>	<b>7.518,3</b>	<b>1.596,8</b>	<b>1.575,0</b>	<b>3.171,0</b>
Από εργασία (αμοιβές, μισθοί)	1.336,4	1.309,7	1.493,8	413,7	501,6	441,4
Από επενδύσεις (τόκοι, μερίσματα, κέρδη)	4.838,8	4.433,3	5.364,0	999,4	914,6	2.599,3
Λοιπά πρωτογενή εισοδήματα	424,7	496,5	660,6	183,7	158,8	130,3
<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>-303,3</b>	<b>564,0</b>	<b>1.840,4</b>
<b>I.Δ.1 Εισπράξεις</b>	<b>4.064,5</b>	<b>5.008,2</b>	<b>4.390,6</b>	<b>1.179,0</b>	<b>1.945,7</b>	<b>3.132,2</b>
Γενική κυβέρνηση	2.452,7	3.561,7	2.642,7	646,3	1.306,2	1.994,8
Λοιποί τομείς	1.611,9	1.446,5	1.747,9	532,7	639,5	1.137,4
<b>I.Δ.2 Πληρωμές</b>	<b>3.503,4</b>	<b>3.774,4</b>	<b>4.692,2</b>	<b>1.482,3</b>	<b>1.381,6</b>	<b>1.291,8</b>
Γενική κυβέρνηση	1.914,9	2.297,1	3.058,7	1.041,0	899,8	738,1
Λοιποί τομείς	1.588,5	1.477,2	1.633,5	441,3	481,8	553,7
<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>221,1</b>	<b>913,4</b>	<b>1.953,4</b>
<b>II.1 Εισπράξεις</b>	<b>3.124,5</b>	<b>4.915,0</b>	<b>3.857,0</b>	<b>704,3</b>	<b>1.283,4</b>	<b>2.015,6</b>
Γενική κυβέρνηση	2.932,0	4.055,5	2.523,2	542,6	1.109,6	1.523,6
Λοιποί τομείς	192,5	859,5	1.333,7	161,7	173,8	492,0
<b>II.2 Πληρωμές</b>	<b>390,9</b>	<b>914,1</b>	<b>745,3</b>	<b>483,3</b>	<b>370,0</b>	<b>62,2</b>
Γενική κυβέρνηση	4,4	5,0	7,2	1,4	2,5	2,3
Λοιποί τομείς	386,5	909,1	738,1	481,8	367,5	59,9
<b>ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΓΩΝ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ( I + II )</b>	<b>-8.230,9</b>	<b>-8.270,7</b>	<b>-16.981,8</b>	<b>-4.667,8</b>	<b>-7.727,2</b>	<b>-3.677,1</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>-15.596,1</b>	<b>-4.110,3</b>	<b>-6.748,8</b>	<b>-3.000,0</b>
<b>III.A ΑΜΕΣΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ<sup>1</sup></b>	<b>-2.332,3</b>	<b>-4.412,6</b>	<b>-4.485,0</b>	<b>-628,5</b>	<b>-2.966,2</b>	<b>-769,8</b>
Απαιτήσεις	568,6	1.147,7	1.891,0	524,2	291,1	364,9
Υποχρεώσεις	2.900,9	5.560,4	6.376,0	1.152,7	3.257,3	1.134,7
<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>-1.225,4</b>	<b>3.198,2</b>	<b>-804,8</b>
Απαιτήσεις	35.443,0	27.316,7	10.206,3	-264,4	5.845,4	2.265,3
Υποχρεώσεις	-12.896,5	3.486,7	1.369,5	961,0	2.647,2	3.070,1
<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>-1.790,9</b>	<b>-4.830,8</b>	<b>-1.836,3</b>
Απαιτήσεις	2.362,1	3.713,7	-3.538,1	218,6	-1.150,6	-536,6
Υποχρεώσεις	57.653,2	32.774,6	14.564,4	2.009,5	3.680,3	1.299,8
(Δάνεια γενικής κυβέρνησης)	1.342,6	-957,9	-4.496,0	-3.262,1	-617,5	414,1
<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>-465,5</b>	<b>-2.150,0</b>	<b>410,9</b>
<b>IV ΤΑΚΤΟΠΟΙΗΤΕΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ( I + II - III + IV=0 )</b>	<b>483,2</b>	<b>1.163,1</b>	<b>1.385,7</b>	<b>557,5</b>	<b>978,4</b>	<b>677,1</b>
<b>ΥΦΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ</b>	<b>9.739</b>	<b>12.770</b>	<b>11.341</b>	<b>9.018</b>	<b>11.541</b>	<b>12.006</b>

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 (+) αύξηση, (-) μείωση.

**Πίνακας 3 Ανάλυση καταθέσεων/ρέπος των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών στα λοιπά ΝΧΙ,<sup>1</sup> κατά νόμισμα και κατά κατηγορία**

(υπόλοιπα σε εκατ. ευρώ, μη εποχικώς διορθωμένα)

Τέλος περιόδου	Σύνολο καταθέσεων/ρέπος	Ανάλυση κατά νόμισμα		Ανάλυση κατά κατηγορία		
		Καταθέσεις/ρέπος σε ευρώ <sup>2</sup>	Καταθέσεις/ρέπος σε λοιπά νομίσματα	Καταθέσεις μίας ημέρας <sup>2</sup>	Λοιπές καταθέσεις και ρέπος	
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	
2019	Ιαν.	132.930	126.412	6.517	81.208	51.721
	Φεβρ.	132.182	125.789	6.393	80.478	51.704
	Μάρτ.	133.284	127.012	6.272	81.310	51.974
	Απρ.	134.687	128.357	6.330	82.914	51.773
	Μάιος	135.273	129.079	6.194	82.945	52.328
	Ιούν.	136.933	130.711	6.222	84.891	52.043
	Ιούλ.	138.636	132.403	6.233	86.225	52.411
	Αύγ.	139.711	133.426	6.285	87.049	52.662
	Σεπτ.	139.166	132.741	6.425	87.895	51.271
	Οκτ.	139.691	133.371	6.321	88.800	50.892
	Νοέμ.	139.596	133.105	6.491	89.022	50.574
	Δεκ.	143.123	136.392	6.730	92.261	50.862
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
	Ιούλ.	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
	Ιούλ.	171.639	165.023	6.617	131.832	39.808
	Αύγ.	173.140	166.446	6.694	134.362	38.778
	Σεπτ.	173.700	166.884	6.816	135.779	37.921
	Οκτ.	173.688	166.824	6.864	136.690	36.998
	Νοέμ.	175.658	168.581	7.077	139.728	35.930
	Δεκ.	180.003	172.807	7.196	144.385	35.618
2022	Ιαν.	177.819	170.737	7.082	142.772	35.047
	Φεβρ.	177.538	170.577	6.961	142.944	34.594
	Μάρτ.	176.587	169.549	7.038	142.644	33.943
	Απρ.	178.235	171.017	7.217	144.406	33.829
	Μάιος	179.438	172.303	7.135	145.937	33.501
	Ιούν.	182.332	175.031	7.301	149.598	32.734
	Ιούλ.	182.925	175.711	7.214	150.110	32.815
	Αύγ.	183.091	175.711	7.380	150.639	32.451
	Σεπτ.	185.510	177.973	7.538	152.751	32.759
	Οκτ.	184.840	177.401	7.439	152.552	32.288
	Νοέμ.	183.923	176.785	7.137	151.007	32.916
	Δεκ.	188.742	181.659	7.083	152.963	35.779
2023	Ιαν.	184.142	177.042	7.100	148.573	35.569
	Φεβρ.	182.798	175.628	7.170	144.632	38.165
	Μάρτ.	185.530	178.225	7.306	143.584	41.946
	Απρ.	185.494	178.466	7.028	141.801	43.693

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Τα λοιπά Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (λοιπά ΝΧΙ) περιλαμβάνουν τα πιστωτικά ιδρύματα (εκτός από την Τράπεζα της Ελλάδος) και τα ιδρύματα έκδοσης ηλεκτρονικού χρήματος.

2 Περιλαμβάνεται και το ηλεκτρονικό χρήμα.

Πίνακας 4 Αποδόσεις ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου

(ποσοστά % ετησίως, μέσοι όροι περιόδου)

Περίοδος	3 ετών	5 ετών	7 ετών	10 ετών	15 ετών	20 ετών	30 ετών	
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	
2019	Ιαν.	2,89	3,12	3,86	4,21	4,70	4,96	5,05
	Φεβρ.	2,38	3,13	3,46	3,84	4,40	4,68	4,80
	Μάρτ.	2,04	2,69	3,08	3,76	4,22	4,53	4,66
	Απρ.	1,72	2,28	2,66	3,42	3,85	4,17	4,35
	Μάιος	1,63	2,17	2,59	3,37	3,82	4,13	4,32
	Ιούν.	1,18	1,48	1,80	2,67	3,02	3,30	3,55
	Ιούλ.	0,73	1,15	1,51	2,16	2,61	2,82	3,05
	Αύγ.	0,73	1,13	1,67	1,98	2,40	2,72	2,89
	Σεπτ.	0,45	0,81	1,22	1,50	1,89	2,18	2,38
	Οκτ.	0,35	0,62	1,01	1,34	1,83	2,11	2,28
	Νοέμ.	0,32	0,51	0,92	1,36	1,83	2,16	2,34
	Δεκ.	0,25	0,54	1,00	1,42	1,88	2,21	2,36
2020	Ιαν.	0,15	0,45	0,88	1,34	1,78	2,08	2,24
	Φεβρ.	0,16	0,36	0,69	1,07	1,60	1,72	1,83
	Μάρτ.	1,30	1,54	1,71	1,97	2,13	2,25	2,33
	Απρ.	1,27	1,63	1,84	2,05	2,07	2,13	2,30
	Μάιος	1,07	1,34	1,76	1,93	1,98	2,07	2,18
	Ιούν.	0,39	0,61	1,05	1,32	1,45	1,56	1,69
	Ιούλ.	0,23	0,37	0,86	1,14	1,26	1,40	1,53
	Αύγ.	0,13	0,27	0,80	1,08	1,27	1,46	1,57
	Σεπτ.	0,14	0,25	0,76	1,08	1,27	1,42	1,55
	Οκτ.	0,07	0,23	0,57	0,90	1,07	1,14	1,26
	Νοέμ.	-0,06	0,00	0,39	0,75	0,96	1,04	1,14
	Δεκ.	-0,12	-0,06	0,32	0,63	0,89	0,99	1,08
2021	Ιαν.	-0,13	-0,02	0,33	0,65	0,94	1,05	1,16
	Φεβρ.	-0,10	0,08	0,36	0,81	1,07	1,17	1,28
	Μάρτ.	-0,11	0,10	0,44	0,91	1,22	1,37	1,58
	Απρ.	-0,16	-0,01	0,33	0,88	1,22	1,52	1,92
	Μάιος	-0,13	0,16	0,38	0,99	1,27	1,49	1,99
	Ιούν.	-0,22	0,06	0,20	0,81	1,00	1,22	1,69
	Ιούλ.	-0,32	-0,08	0,07	0,70	0,85	1,07	1,52
	Αύγ.	-0,38	-0,18	-0,06	0,59	0,70	0,91	1,36
	Σεπτ.	-0,25	0,02	0,12	0,80	0,92	1,09	1,62
	Οκτ.	-0,13	0,22	0,28	0,96	1,06	1,21	1,74
	Νοέμ.	-0,09	0,41	0,52	1,22	1,29	1,28	1,91
	Δεκ.	-0,17	0,50	0,67	1,29	1,41	1,18	1,91
2022	Ιαν.	0,16	0,79	1,14	1,62	1,49	1,44	2,25
	Φεβρ.	0,97	1,53	2,00	2,46	2,18	2,29	2,91
	Μάρτ.	1,05	1,60	2,00	2,61	2,20	2,28	3,05
	Απρ.	1,25	1,90	2,30	2,89	2,24	2,31	3,40
	Μάιος	2,01	2,48	3,07	3,54	3,19	3,24	3,95
	Ιούν.	2,52	2,85	3,49	3,93	3,54	3,78	4,45
	Ιούλ.	2,29	2,64	3,15	3,38	3,50	3,68	4,21
	Αύγ.	2,36	2,76	3,16	3,46	3,62	3,75	4,10
	Σεπτ.	3,12	3,63	4,02	4,44	4,39	4,37	4,58
	Οκτ.	3,31	4,10	4,40	4,87	4,85	4,72	4,82
	Νοέμ.	3,12	3,58	4,04	4,42	4,60	4,38	4,43
	Δεκ.	3,19	3,31	3,74	4,22	4,37	4,02	4,23
2023	Ιαν.	3,31	3,39	3,81	4,29	4,26	4,08	4,33
	Φεβρ.	3,50	3,57	4,11	4,26	4,31	4,23	4,39
	Μάρτ.	3,58	3,74	4,20	4,29	4,36	4,35	4,41
	Απρ.	3,44	3,80	4,14	4,23	4,31	4,30	4,40

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.



**Πίνακας 5 Χρηματοδότηση του εγχώριου ιδιωτικού τομέα από τα εγχώρια NXI<sup>1</sup>**

(υπόλοιπα σε εκατ. ευρώ, μη εποχίως διορθωμένα)

Τέλος περιόδου	Γενικό σύνολο	Επιχειρήσεις		Λοιπά χρημ/τικά ιδρύματα ασφαλιστικές επιχειρήσεις και ταμεία επαγγελματικής ασφάλισης	Ελεύθεροι επαγγελματίες, αγρότες, ατομικές επιχειρήσεις	Ιδιώτες και ιδιωτικά μη κερδοσκοπικά ιδρύματα				
		Σύνολο	Μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις <sup>2</sup>			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	
2019	Ιαν.	169.418	82.259	76.123	6.136	11.223	75.935	56.488	18.448	999
	Φεβρ.	169.850	82.885	76.642	6.242	11.213	75.752	56.336	18.406	1.009
	Μάρτ.	162.264	75.602	69.242	6.360	11.198	75.464	56.154	18.317	993
	Απρ.	161.476	75.261	69.184	6.077	11.140	75.074	55.792	18.261	1.021
	Μάιος	161.158	75.112	69.001	6.111	11.140	74.906	55.635	18.235	1.036
	Ιούν.	161.240	75.648	69.176	6.473	11.100	74.492	55.346	18.139	1.007
	Ιούλ.	160.332	75.093	68.580	6.513	11.038	74.202	55.091	18.119	992
	Αύγ.	159.898	74.911	68.447	6.464	11.001	73.986	54.944	18.053	989
	Σεπτ.	157.279	74.650	68.171	6.479	10.996	71.633	53.505	17.149	979
	Οκτ.	156.625	74.553	68.015	6.537	10.882	71.190	53.208	17.029	953
	Νοέμ.	155.584	74.673	68.102	6.571	10.699	70.212	52.953	16.333	925
	Δεκ.	154.188	73.884	67.348	6.537	10.532	69.771	52.707	16.156	908
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
	Ιούλ.	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
	Ιούλ.	122.483	66.374	59.910	6.464	6.028	50.081	38.677	10.985	420
	Αύγ.	122.119	66.183	60.078	6.105	6.028	49.908	38.529	10.963	417
	Σεπτ.	119.047	65.630	59.298	6.332	5.587	47.830	37.148	10.314	369
	Οκτ.	118.969	65.706	59.946	5.761	5.516	47.747	37.094	10.283	370
	Νοέμ.	119.449	66.229	60.273	5.956	5.535	47.686	37.011	10.298	377
	Δεκ.	109.620	64.541	57.971	6.571	4.848	40.231	30.891	9.012	328
2022	Ιαν.	108.336	63.528	57.275	6.254	4.773	40.035	30.695	8.991	349
	Φεβρ.	109.234	64.480	57.663	6.817	4.780	39.974	30.623	9.001	351
	Μάρτ.	109.617	65.243	58.249	6.994	4.799	39.575	30.516	8.706	354
	Απρ.	110.181	65.942	58.901	7.040	4.756	39.484	30.426	8.711	347
	Μάιος	110.751	66.461	59.571	6.890	4.875	39.414	30.307	8.759	348
	Ιούν.	112.847	68.428	61.426	7.002	4.949	39.469	30.314	8.808	347
	Ιούλ.	113.338	69.040	61.899	7.141	4.892	39.407	30.246	8.816	345
	Αύγ.	113.296	69.180	62.065	7.115	4.865	39.250	30.105	8.804	341
	Σεπτ.	114.073	69.902	62.806	7.096	4.900	39.271	30.117	8.810	343
	Οκτ.	113.023	69.209	62.174	7.035	4.810	39.004	29.915	8.748	341
	Νοέμ.	112.438	68.739	61.691	7.048	4.757	38.942	29.815	8.792	335
	Δεκ.	115.496	71.952	64.001	7.951	4.772	38.772	29.753	8.687	332
2023	Ιαν.	113.397	70.209	62.575	7.634	4.677	38.511	29.531	8.645	335
	Φεβρ.	113.354	70.323	62.417	7.906	4.624	38.407	29.441	8.636	330
	Μάρτ.	114.160	71.284	63.538	7.746	4.650	38.226	29.311	8.585	330
	Απρ.	113.368	70.757	63.152	7.605	4.540	38.071	29.193	8.550	329

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	
2019	Ιαν.	0,09	0,61	0,14	0,84	0,29
	Φεβρ.	0,09	0,58	0,16	0,83	0,28
	Μάρτ.	0,09	0,58	0,17	0,83	0,28
	Απρ.	0,09	0,60	0,17	0,79	0,28
	Μάιος	0,09	0,55	0,17	0,77	0,27
	Ιούν.	0,09	0,56	0,16	0,71	0,27
	Ιούλ.	0,09	0,57	0,13	0,73	0,27
	Αύγ.	0,09	0,54	0,14	0,69	0,26
	Σεπτ.	0,09	0,45	0,16	0,59	0,23
	Οκτ.	0,09	0,39	0,15	0,51	0,20
	Νοέμ.	0,09	0,36	0,15	0,46	0,19
	Δεκ.	0,08	0,35	0,12	0,50	0,18
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

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Το επιτόκιο των καταθέσεων μίας ημέρας από νοικοκυριά είναι ο σταθμικός μέσος όρος του επιτοκίου των τρεχούμενων λογαριασμών και του επιτοκίου των καταθέσεων απλού ταμιευτηρίου.

2 Επιτόκιο στο τέλος του μηνός.

**Πίνακας 7 Τραπεζικά επιτόκια νέων δανείων σε ευρώ προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ**

(ποσοστά % ετησίως, μέσοι όροι περιόδου, εκτός εάν σημειώνεται διαφορετικά)

Περίοδος	Δάνεια προς ιδιώτες και ιδιωτικά μη κερδοσκοπικά ιδρύματα <sup>1</sup>					Δάνεια προς ελεύθερους επαγγελματίες, αγρότες, ατομικές επιχειρήσεις <sup>1</sup>		Δάνεια προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις <sup>1</sup>			Μέσο επιτόκιο όλων των δανείων	
	Καταναλωτικά δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια <sup>2,3</sup>	Καταναλωτικά δάνεια με καθορισμένη διάρκεια		Στεγαστικά δάνεια		Δάνεια με καθορισμένη διάρκεια και επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος	Δάνεια με καθορισμένη διάρκεια και επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος					
		Επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος	Μέσο επιτόκιο κατ/κών δανείων με καθορισμένη διάρκεια	Επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος	Μέσο επιτόκιο συνόλου στεγαστικών δανείων		Δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια <sup>3,4</sup>	Δάνεια χωρίς καθορισμένη διάρκεια <sup>3,4</sup>	Μέχρι ένα εκατ. ευρώ	Άνω του ενός εκατ. ευρώ		
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	
2019	Ιαν.	14,60	10,71	9,92	3,02	3,33	6,89	5,60	5,00	4,68	3,95	4,89
	Φεβρ.	14,58	8,66	8,69	3,05	3,14	6,88	5,53	4,98	4,45	3,72	4,57
	Μάρτ.	14,61	8,82	8,69	3,05	3,13	6,83	6,15	4,96	4,58	3,65	4,56
	Απρ.	14,58	9,88	9,22	3,08	3,15	6,81	6,06	4,95	4,58	4,50	4,93
	Μάιος	14,49	10,12	9,48	3,13	3,19	6,82	5,55	4,95	4,42	3,59	4,66
	Ιούν.	14,37	10,82	9,77	3,08	3,14	6,83	5,73	4,93	4,19	3,33	4,52
	Ιούλ.	14,34	10,41	9,68	3,22	3,25	6,80	5,57	4,91	4,22	3,41	4,57
	Αύγ.	14,32	10,39	9,65	3,12	3,16	6,78	6,07	4,87	4,08	3,77	4,68
	Σεπτ.	14,30	10,24	9,69	3,08	3,09	6,79	5,12	4,82	4,25	3,63	4,59
	Οκτ.	14,47	10,29	9,43	2,91	2,98	6,74	4,38	4,78	4,16	3,31	4,32
	Νοέμ.	14,51	10,69	9,70	2,84	2,89	6,73	5,65	4,70	4,00	3,33	4,34
	Δεκ.	14,60	10,94	9,64	2,78	2,93	6,76	5,25	4,74	4,14	3,51	4,34
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

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.







