

**INSETE**

**INTELLIGENCE**

Οι Εξελίξεις στην Παγκόσμια  
Οικονομία και στις Χώρες  
Προέλευσης των Εισερχόμενων  
Τουριστών στην Ελλάδα

Ελληνική και  
Διεθνής Οικονομία

**INSETE**

#### Διευκρινίσεις και ειδικοί όροι:

- Η παρούσα μελέτη αποτελεί αποκλειστική πνευματική ιδιοκτησία του ΙΝΣΕΤΕ.
- Επιτρέπεται η αναδημοσίευση, υπό τον όρο της ρητής αναφοράς της πηγής προέλευσης.
- Αν και έχει επιδειχθεί η δέουσα επιμέλεια ως προς τον έλεγχο των στοιχείων που χρησιμοποιήθηκαν και των εκτιμήσεων που παρουσιάζονται στην παρούσα μελέτη, το Ινστιτούτο ΣΕΤΕ (ΙΝΣΕΤΕ) και οι συγγραφείς της μελέτης δεν μπορούν να θεωρηθούν υπεύθυνοι για τυχόν αποκλίσεις των πληροφοριών που αναφέρονται στην μελέτη ή για τυχόν παραλείψεις. Οι εκτιμήσεις και πληροφορίες που περιέχονται στην παρούσα μελέτη δίδονται για ενημερωτικούς και μόνο σκοπούς και όχι για εμπορικούς, επενδυτικούς, νομικούς ή άλλους σκοπούς. Η χρήση ή στήριξη στην μελέτη από οποιοδήποτε μέρος και τυχόν αποφάσεις που βασίζονται σε αυτήν αποτελούν αποκλειστική υπευθυνότητα αυτών που χρησιμοποιούν την μελέτη. Το ΙΝΣΕΤΕ και οι συγγραφείς της μελέτης δε φέρουν καμιά ευθύνη ή υποχρέωση για ζημίες που μπορεί να προκύψουν σε οποιοδήποτε, ως αποτέλεσμα αποφάσεων που τυχόν ληφθούν βασισμένες στην παρούσα μελέτη.
- Η παρούσα μελέτη συντάχθηκε πριν την 31η Ιανουαρίου 2025 και δεν έχει λάβει υπόψη της νεότερα δεδομένα.

#### **Συγγραφείς Μελέτης:**

Δημήτριος Μαρούλης, Οικονομολόγος

Άρης Ίκκος, Επιστημονικός Διευθυντής ΙΝΣΕΤΕ

Ηλίας Κικίλιας, Γενικός Διευθυντής ΙΝΣΕΤΕ

#### **Ινστιτούτο ΣΕΤΕ**

Βουκουρεστίου 32

Αθήνα 106723

210 32444368

[www.insete.gr](http://www.insete.gr)

## Περιεχόμενα

Συνομογραφίες και Ακρωνύμια.....	5
ΣΥΝΟΨΗ.....	7
1. Εισαγωγή: Η Παγκόσμια Οικονομία το 2022-2024 και το 2025.....	13
1.1 Οι εξελίξεις το 2022.....	13
1.2 Οι εξελίξεις το 2023.....	18
1.3 Οι εξελίξεις το 2024.....	20
1.4 2025: οι εξελίξεις στις ΗΠΑ και στην παγκόσμια οικονομία.....	23
1.4.1 Δασμοί, πληθωρισμός, χρηματιστηριακές αξίες, και η νέα πραγματικότητα.....	23
1.4.2 Η ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας και των μεγάλων χωρών το 2025.....	28
1.4.3 Η κατεύθυνση της Μακροοικονομικής πολιτικής το 2025.....	33
1.5 Οι προοπτικές για το 2026 και για το 2027.....	35
1.6 Η διάρθρωση της Μελέτης.....	46
2. Οι εξελίξεις στις αγορές.....	50
2.1 Οι τιμές του πετρελαίου, του Φυσικού Αερίου και των Εμπορευμάτων.....	50
2.2 Οι εξελίξεις στις Χρηματιστηριακές αγορές.....	53
2.3 Η εξέλιξη των αποδόσεων των μακροπρόθεσμων ομολόγων.....	59
2.4 Η εξέλιξη των συναλλαγματικών ισοτιμιών των νομισμάτων.....	63
2.4.1 Γενικά.....	63
2.4.2 Η συναλλαγματική ισοτιμία του δολαρίου (USD).....	64
2.4.3 Η συναλλαγματική ισοτιμία του Ευρώ (EUR).....	66
2.4.4 Η συναλλαγματική ισοτιμία του Ιαπωνικού Γιέν (JPY).....	69
2.4.5 Η συναλλαγματική ισοτιμία της Αγγλικής Λίρας (GBP).....	71
2.4.6 Η συναλλαγματική ισοτιμία της Yuan της Κίνας (CNY).....	73
2.4.7 Συναλλαγματική και οικονομική κρίση στην Τουρκία.....	76
3. Οι παράγοντες που προσδιορίζουν την ανάπτυξη της Παγκόσμιας Οικονομίας το 2025 και το 2026.....	79
3.1 Εισαγωγή.....	79
3.2 Η συμβολή της δημοσιονομικής πολιτικής.....	81
3.2.1 Γενικά.....	81

3.2.2 Η δημοσιονομική πολιτική των ΗΠΑ.....	83
3.2.3 Η δημοσιονομική πολιτική στη ΕΕ-27 και στη Ζώνη του Ευρώ (ΕΕ-20).....	85
3.2.4 Η δημοσιονομική πολιτική στο Ηνωμένο Βασίλειο την Κίνα και την Ιαπωνία.....	89
3.3 Νομισματική πολιτική (η FED και οι άλλες μεγάλες Κεντρικές Τράπεζες). ....	90
3.3.1 Γενικά.....	90
3.3.2 Η Ομοσπονδιακή Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ (FED) .....	94
3.3.3 Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) .....	98
3.3.4 Η Τράπεζα της Αγγλίας (ΤτΑ).....	101
3.3.5 Η κεντρική Τράπεζα της Ιαπωνίας (Ττι).....	102
3.3.6 Η κεντρική Τράπεζα της Κίνας (People’s Bank of China ή ΡΒΟC).....	104
3.4 Άλλοι Παράγοντες που επηρεάζουν την Παγκόσμια Οικονομία .....	106
3.4.1 Κίνδυνοι από την Κίνα.....	106
3.4.2 Οι κίνδυνοι από την Ιταλία και, ενδεχομένως, και από τη Γαλλία. ....	111
4. Ανάπτυξη των χωρών προέλευσης των τουριστών στην Ελλάδα το 2010-2024 (ή 2014-2024) και προβλέψεις για το 2025-2027. ....	114
4.1 Εισαγωγή .....	114
4.2 Η οικονομία των ΗΠΑ.....	116
4.2.1 Η ανάπτυξη στην περίοδο 2010-2024.....	116
4.2.2 Η ανάπτυξη το 2025 .....	119
4.2.3 Οι εκτιμήσεις για την οικονομία των ΗΠΑ το 2026-2027 .....	123
4.3 Ζώνη του Ευρώ (ΖτΕ, ή ΕΕ-20) .....	126
4.3.1 Η οικονομία της Γερμανίας .....	131
4.3.2 Η οικονομία της Γαλλίας .....	138
4.3.3 Η οικονομία της Ιταλίας .....	143
4.3.4 Η Οικονομία της Ολλανδίας.....	148
4.3.5 Η Οικονομία της Κύπρου.....	153
4.4 Η οικονομία του Ηνωμένου Βασιλείου (ΗΒ).....	157
4.5 Η Οικονομία της Κίνας.....	160
4.5.1 Οι δασμοί των ΗΠΑ, η Κίνα, και η ανάπτυξη της Παγκόσμιας οικονομίας. ....	160
4.5.2 Η αύξηση του ΑΕΠ της Κίνας το 2024 και το 2025 .....	162
4.5.3 Παράγοντες που συμβάλλουν στην ανάπτυξη της Κίνας .....	163
4.6 Η οικονομία της Βουλγαρίας.....	165
4.7 Η οικονομία της Τουρκίας.....	172
4.8 Η οικονομία της Σερβίας .....	177
4.9 Η οικονομία της Βόρειας Μακεδονίας.....	180

Συντομογραφίες και Ακρωνύμια
CBO Congressional Budget Office
FED Federal Reserve – η Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ
FRED Federal Reserve Bank of St. Louis
IMF International Monetary Fund (Διεθνές Νομισματικό Ταμείο – ΔΝΤ)
Import Content: Ο λόγος της μεταβολής των εισαγωγών (ΔΜ) προς την μεταβολή του αθροίσματος της Εγχώριας Τελικής Δαπάνης (ΕΤΔ) συν τις εξαγωγές (Χ). $\{\chi = \Delta M / \Delta (ΕΤΔ + Χ)\}$ Δείχνει το ποσοστό της αύξησης της συνολικής ζήτησης (ΕΤΔ + Χ) που ικανοποιείται από αύξηση των εισαγωγών (ΔΜ) και όχι από αύξηση της εγχώριας παραγωγής.
LTROs Long Term Refinancing Operations
MBS Mortgage-Backed Securities
NEER Nominal Effective Exchange Rate (Ονομαστική Σταθμισμένη Συναλλαγματική Ισοτιμία)
PBOC People’s Bank of China (η Κεντρική Τράπεζα της Κίνας)
REER Real Effective Exchange Rate (Σταθμισμένη Πραγματική Συναλλαγματική Ισοτιμία)
RRF Recovery and Resilience Fund (Ταμείο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας)
TLTROs Targeted Long Term Refinancing Operations
ULC Unit Labour Cost (Κόστος Εργασίας ανά Μονάδα Προϊόντος)
WEO World Economic Outlook του ΔΝΤ
A&Y Αγαθά και Υπηρεσίες
ΑΕΠ Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν
ΑΠ Αργό Πετρέλαιο
ΓΚ Γενική Κυβέρνηση
ΔΝΤ Διεθνές Νομισματικό Ταμείο
ΔΤΚ Δείκτης Τιμών Καταναλωτή
ΕΕ Ευρωπαϊκή Επιτροπή
ΕΕ-20 Ζώνη του Ευρώ: 20 χώρες είναι πλήρη μέλη
ΕΕ-27 Ευρωπαϊκή Ένωση των 27
ΕΚΤ Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα
ΕοΑ+ΣΔ Επενδύσεις σε Αποθέματα (ή μεταβολή των αποθεμάτων) συν Στατιστικές Διαφορές
ΕτΓΚ Έλλειμμα της Γενικής Κυβέρνησης
ΕΤΔ Εγχώρια Τελική Δαπάνη
ΕΤΕπ Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων
ΕτοΓΚ Έλλειμμα της Ομοσπονδιακής Γενικής Κυβέρνησης των ΗΠΑ
ΖτΕ Ζώνη του Ευρώ

ΚΤτ.... Κεντρική Τράπεζα της ...
ΚΚ Κεντρική Κυβέρνηση
Μ Εισαγωγές
ΜΕΡΜ Μέσος Ετήσιος Ρυθμός Μεταβολής
ΟΚ Ομοσπονδιακή Κυβέρνηση
π.μ. ποσοστιαίες μονάδες
ΠΕΓΚ Πρωτογενές Έλλειμμα Γενικής Κυβέρνησης
ΠΠΓΚ Πρωτογενές Πλεόνασμα Γενικής Κυβέρνησης
ΠΙΓΚ Πρωτογενές Ισοζύγιο Γενικής Κυβέρνησης
ΠΚ Πάγιο Κεφάλαιο
Ττ... Κεντρική Τράπεζα της ...
ΦΑ Φυσικό Αέριο
Χ Εξαγωγές
ΧτΓΚ Χρέος της Γενικής Κυβέρνησης

## ΣΥΝΟΨΗ

**1.** Κατά το έτος 2025, εφαρμόστηκε η αντισυμβατική και αντιοικονομική Εξωτερική Εμπορική Πολιτική (ΕΕΠ) των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής, η οποία συνίσταται στην ανατροπή του θεσμικού και οργανωτικού πλαισίου του διεθνούς εμπορίου, το οποίο είχε διαμορφωθεί και εφαρμοστεί σταδιακά επί διάστημα άνω των 60 ετών, με πρωτοβουλία και καθοριστική ηγετική συμβολή των κυβερνήσεων των ΗΠΑ. Η εν λόγω πολιτική εφαρμόστηκε αρχικά σε ιδιαίτερα ακραία μορφή, σε βαθμό που υπερέβαινε τις επικρατούσες προσδοκίες, ενώ στη συνέχεια προσαρμόστηκε σε περισσότερο εκλογικευμένα επίπεδα, κυρίως μέσω της σύναψης διμερών συμφωνιών δεύτερης και τρίτης βέλτιστης λύσης (second and third-best) μεταξύ των ΗΠΑ και κάθε χώρας ή ομάδας χωρών ξεχωριστά. Ωστόσο, ο συνδυασμός μέτρων και αντιμέτρων προστασίας από τις εισαγωγές είχε ως αποτέλεσμα, ακόμη και μετά τον Απρίλιο του 2025 – οπότε αποφασίστηκε η εκλογίκευση του συστήματος με στόχο την αποτροπή κατάρρευσης των αγορών – την εκτίναξη των επιπέδων των δασμών στις ΗΠΑ και διεθνώς σε ύψη που δεν είχαν παρατηρηθεί από τις δεκαετίες του 1950 και του 1960. Η κατάσταση αυτή της πρωτοφανούς αναταραχής στο παγκόσμιο εμπόριο διατηρείται και στις αρχές του 2026, παρά το γεγονός ότι οι ΗΠΑ έχουν προχωρήσει στην υπογραφή πολυάριθμων συμφωνιών με τους μεγάλους και μικρότερους εμπορικούς τους εταίρους, οι οποίες, αν και χαρακτηρίζονται από περιορισμένη οικονομική χρησιμότητα, ενσωματώνουν σημαντικά μειωμένο επίπεδο κινδύνου μέσω χαμηλότερων δασμολογικών επιβαρύνσεων.

**2.** Ωστόσο, ο πλέον καθοριστικός παράγοντας που συνέβαλε στη διαμόρφωση υψηλότερου του αναμενομένου ρυθμού μεγέθυνσης της οικονομίας των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής (+2,0%) και της παγκόσμιας οικονομίας (+3,2%) κατά το 2025 ήταν ο συνδυασμός της ακραία επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής των ΗΠΑ με την ολοένα και πιο διευκολυντική νομισματική πολιτική της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ (FED), ιδίως από το τέταρτο τρίμηνο του 2025 και μετά. Παράλληλα, καθοριστικό ρόλο διαδραμάτισαν η υπερδιόγκωση των χρηματιστηριακών αποτιμήσεων – κυρίως στις ΗΠΑ, αλλά και στην Ευρώπη και την Ιαπωνία – καθώς και η σημαντική υποτίμηση του δολαρίου, αντί της αρχικά αναμενόμενης ανατίμησής του. Ο εν λόγω συνδυασμός ακραία επεκτατικών μακροοικονομικών πολιτικών, υπερδιόγκωσης των χρηματιστηριακών αξιών και υποτίμησης του δολαρίου έχει, ήδη από το 2025, επισκιάσει σε σημαντικό βαθμό τις έντονα αρνητικές επιπτώσεις στην οικονομική μεγέθυνση που προκύπτουν από την αντισυμβατική και αντιοικονομική πολιτική της Κυβέρνησης των ΗΠΑ στον τομέα της Εξωτερικής Εμπορικής Πολιτικής.

Ειδικότερα, χάρη στον ανωτέρω συνδυασμό των ακραία επεκτατικών μακροοικονομικών πολιτικών (ΑΕΜΠ) των ΗΠΑ με τη νέα εκρηκτική άνοδο των χρηματιστηριακών δεικτών (ΕΑΧΔ) και παρά την επιβολή δασμών εκ μέρους των ΗΠΑ, η οικονομική μεγέθυνση κατά το 2025 διαμορφώθηκε επίσης υψηλότερη των αρχικών εκτιμήσεων στην ΕΕ-20 (1,3%), παρά τη σημαντική ανατίμηση του ευρώ, καθώς και στο Ηνωμένο Βασίλειο (1,42%), στην Ιαπωνία (1,5%) και στην Κίνα (5,0%). Οι οικονομίες αυτές, αξιοποιώντας την υποτίμηση του δολαρίου, επέτρεψαν την υποτίμηση των νομισμάτων τους έναντι του ευρώ και άλλων διεθνών νομισμάτων. Ιδιαίτερη αναφορά αξίζει στην Κίνα, όπου η αύξηση του ΑΕΠ κατά 5,0% στηρίχθηκε σε σημαντικό βαθμό – άνω της 1,0 ποσοστιαίας μονάδας – στις καθарές εξαγωγές, δηλαδή στη διεύρυνση του πλεονάσματος του Εξωτερικού Ισοζυγίου Αγαθών και Υπηρεσιών (ΕΙΑ&Υ), παρά το γεγονός ότι οι επιβληθέντες δασμοί των ΗΠΑ ήταν σημαντικά υψηλότεροι για την κινεζική οικονομία (effective tariff: 37,1%). Αντίστοιχα, στην Ιαπωνία οι καθарές εξαγωγές είχαν μικρή αλλά θετική συμβολή στην αύξηση του ΑΕΠ το 2025, της τάξης των 0,04 ποσοστιαίων μονάδων, ενώ στην ΕΕ-20 και στο Ηνωμένο Βασίλειο οι καθарές εξαγωγές είχαν αρνητική επίδραση στο εννεάμηνο του 2025, κατά -0,57 και -0,49 ποσοστιαίες μονάδες αντίστοιχα. Τέλος, παρά την εφαρμογή των δασμών από τις ΗΠΑ, το παγκόσμιο εμπόριο, σύμφωνα με εκτιμήσεις του

Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, αυξήθηκε σημαντικά κατά 3,6% το 2025, μετά τη μικρότερη αύξησή του κατά 3,5% το 2024.

Στην πράξη, κατά το 2025, ο συνδυασμός των ακραία επεκτατικών μακροοικονομικών πολιτικών με την εκρηκτική άνοδο των χρηματιστηριακών αξιών στις ΗΠΑ αφενός αντιστάθμισε σε μεγάλο βαθμό τις ιδιαίτερα σημαντικές αρνητικές επιπτώσεις των δασμών στην αύξηση του ΑΕΠ των ΗΠΑ, αφετέρου δε εξουδετέρωσε τις δυσμενείς επιδράσεις των δασμών στο διεθνές εμπόριο, στην οικονομική μεγέθυνση των βασικών εμπορικών εταίρων των ΗΠΑ και ακόμη και στο ΕΙΑ&Υ της Κίνας. Το τελευταίο μάλιστα αυξήθηκε σημαντικά το 2025, παρά το γεγονός ότι βασικός διακηρυγμένος στόχος της αμερικανικής πολιτικής ήταν η δραστική συρρίκνωσή του. Παράλληλα, μέσω της επιβολής δασμών, επιδιώχθηκε η ουσιαστική μείωση του ελλείμματος του ΕΙΑ&Υ των ΗΠΑ· ωστόσο, το εν λόγω έλλειμμα αυξήθηκε το 2025 και εκτιμάται ότι θα διευρυνθεί περαιτέρω κατά τα έτη 2026 και 2027, ως αποτέλεσμα των ακραία επεκτατικών μακροοικονομικών πολιτικών και της υπερδιόγκωσης των χρηματιστηριακών αξιών. Τέλος, στόχο αποτέλεσε και η μείωση του υψηλού πλεονάσματος του ΕΙΑ&Υ της ΕΕ-20, το οποίο πράγματι περιορίστηκε στο εννεάμηνο του 2025 κατά -10,91%. Η εξέλιξη αυτή, ωστόσο, αποδίδεται στη σημαντική αύξηση των εισαγωγών της ΕΕ-20 (+3,21%), λόγω της ανατίμησης του ευρώ και της έντονης αύξησης της εγχώριας τελικής ζήτησης (ΕΤΔ, +2,03%), και όχι στην επίδραση των δασμών των ΗΠΑ, δεδομένου ότι και οι εξαγωγές της ΕΕ-20 αυξήθηκαν κατά 1,66%. Αντίστοιχα συμπεράσματα ισχύουν και για την περίπτωση του Ηνωμένου Βασιλείου.

**3.** Τα θετικά στοιχεία της συγκυρίας συνίστανται στο γεγονός ότι ο ίδιος συνδυασμός των ακραία επεκτατικών μακροοικονομικών πολιτικών (ΑΕΜΠ) με την εκρηκτική άνοδο των χρηματιστηριακών δεικτών (ΕΑΧΔ) προγραμματίζεται να συνεχιστεί και εκτιμάται ότι θα επαναληφθεί, ιδίως ως προς τη δυναμική των χρηματιστηριακών αγορών, τόσο το 2026 όσο και, ενδεχομένως, το 2027. Παράλληλα, δεν αποκλείεται να υπάρξει περαιτέρω ορθολογικοποίηση της Εξωτερικής Εμπορικής Πολιτικής (ΕΕΠ) των Ηνωμένων Πολιτειών, κυρίως ως αποτέλεσμα αποφάσεων του Ανώτατου Δικαστηρίου των ΗΠΑ, οι οποίες αφορούν στη μη νομιμότητα των επιβληθέντων δασμών. Ενδεικτικά, σύμφωνα με εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Ένωσης (Νοέμβριος 2025), το έλλειμμα του Ισοζυγίου της Ομοσπονδιακής Γενικής Κυβέρνησης (ΙΤΟΓΚ) των ΗΠΑ προβλέπεται να ανέλθει στο -7,8% του ΑΕΠ το 2026, από -7,5% του ΑΕΠ το 2025. Επιπλέον, αναλυτές εκτιμούν ότι η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (FED) θα προχωρήσει σε δύο ή περισσότερες μειώσεις του βασικού επιτοκίου παρέμβασης, σε σχετικά πρώιμο στάδιο εντός του 2026, ενώ, σύμφωνα με εκτιμήσεις χρηματιστηριακών αναλυτών, ο δείκτης S&P 500 θα μπορούσε να ανέλθει στις 7.500 ή ακόμη και στις 8.000 μονάδες στο τέλος του 2026, από 6.853,0 μονάδες τον Δεκέμβριο του 2025, επίπεδο αυξημένο κατά 166,9% σε σύγκριση με τον Δεκέμβριο του 2018. Σε περίπτωση επιβεβαίωσης των ανωτέρω εκτιμήσεων, είναι ιδιαίτερα πιθανό ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ των ΗΠΑ το 2026 να διαμορφωθεί στο 2,3%, όπως προβλέπεται από τα μέλη της FED. Ωστόσο, σε αυτό το σενάριο, ο μέσος πληθωρισμός το 2026 δεν αναμένεται να περιοριστεί στο 2,5%, όπως προβλέπει η FED, αλλά να διαμορφωθεί σε υψηλότερο επίπεδο, πιθανότατα στο 2,9%, έναντι 2,72% το 2025, ενώ τα μακροπρόθεσμα επιτόκια εκτιμάται ότι θα ακολουθήσουν ανοδική τάση.

Αν από την άλλη πλευρά, η FED δεν αποδεχθεί περαιτέρω διεύρυνση της απόκλισης του πληθωρισμού από τους στόχους της, είναι πιθανό να καθυστερήσει η έναρξη ή η έκταση των μειώσεων επιτοκίων εντός του 2026. Μια τέτοια εξέλιξη εκτιμάται ότι θα περιορίσει τη δυναμική των χρηματιστηριακών αγορών και θα συμβάλει στην ορθολογικοποίηση των επενδύσεων, ιδίως στον τομέα των υποδομών τεχνητής νοημοσύνης, αλλά και γενικότερα των επιχειρηματικών επενδύσεων. Παράλληλα, η ανάγκη διατήρησης του πληθωρισμού και των μακροπρόθεσμων επιτοκίων σε αποδεκτά επίπεδα και κατά το 2026 αναμένεται να επιδράσει περιοριστικά στον ρυθμό αύξησης της κατανάλωσης και των επενδύσεων της Ομοσπονδιακής

Γενικής Κυβέρνησης. Οι ανωτέρω παράγοντες οδηγούν το ΙΝΣΕΤΕ στην εκτίμηση ότι η αύξηση του ΑΕΠ των ΗΠΑ το 2026 θα διαμορφωθεί στο 1,9%, έναντι 2,1% που προβλέπει το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο και 2,3% που προβλέπει η FED. Η εξέλιξη αυτή εκτιμάται ότι θα συνοδευτεί από μέσο πληθωρισμό 2,6% το 2026 και από διαμόρφωση του επιτοκίου των δεκαετών κρατικών ομολόγων (treasuries) στο 4,0% κατά το τέταρτο τρίμηνο του 2026, έναντι 4,1% το τέταρτο τρίμηνο του 2025, όπως παρουσιάζεται στον Πίνακα 1.6 της Υποδιαίρεσης 1.5.

Υπό την υπόθεση σταθεροποίησης και περαιτέρω ορθολογικοποίησης των χρηματιστηριακών δεικτών το 2026, καθώς και προσαρμογής της δημοσιονομικής και της νομισματικής πολιτικής στις ανάγκες για χαμηλότερο πληθωρισμό και χαμηλότερα μακροπρόθεσμα επιτόκια, το ΙΝΣΕΤΕ εκτιμά ότι ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ των ΗΠΑ θα περιοριστεί στο 1,7% το 2027, με τον μέσο πληθωρισμό να υποχωρεί στο 2,3% και το επιτόκιο του δεκαετούς κρατικού ομολόγου να διαμορφώνεται στο 3,84% κατά το τέταρτο τρίμηνο του 2027.

Συνολικά, το ΙΝΣΕΤΕ υποθέτει σταδιακή προσαρμογή της δημοσιονομικής και της νομισματικής πολιτικής των ΗΠΑ εντός του 2026, πιθανότατα από τα μέσα του έτους, με στόχο τη μείωση του πληθωρισμού και των μακροπρόθεσμων επιτοκίων. Η εν λόγω προσαρμογή εκτιμάται ότι θα συμβάλει, επιπλέον, στην ορθολογικοποίηση των χρηματιστηριακών αποτιμήσεων στις ΗΠΑ, οδηγώντας σε ελαφρώς χαμηλότερους αλλά περισσότερο διατηρήσιμους ρυθμούς οικονομικής μεγέθυνσης. Σε αντίθετη περίπτωση, εάν, ενδεικτικά, ο δείκτης S&P 500 ανέλθει πράγματι στις 8.000 μονάδες στο τέλος του 2026, με το έλλειμμα του ΙΠΟΓΚ στο -7,8% του ΑΕΠ και τον πληθωρισμό στο 2,9%, οι εκτιμήσεις για τις εξελίξεις στην οικονομία των ΗΠΑ και στην παγκόσμια οικονομία κατά το 2027 θα καταστούν ιδιαίτερα αβέβαιες.

**4.** Όσον αφορά τις εξελίξεις στην ΕΕ-20, καταγράφεται εκτιμώμενη αύξηση του ΑΕΠ κατά 1,31% το 2025, η οποία περιορίζεται στο 0,82% για τις 19 χώρες της Ένωσης εξαιρουμένης της Ιρλανδίας, η οποία κατέγραψε ιδιαίτερα υψηλή αύξηση του ΑΕΠ της, της τάξης του 14,2%. Όπως παρουσιάζεται στον Πίνακα 1.8., θετικοί ρυθμοί μεγέθυνσης καταγράφηκαν στη Γερμανία (+0,20%), στη Γαλλία (+0,57%), στην Ιταλία (+0,5%), στην Ισπανία (+2,73%), στην Ολλανδία (+1,66%), στο Βέλγιο (+1,0%) και στην Κύπρο (+3,7%).

Περαιτέρω, η εξέλιξη του ΑΕΠ της ΕΕ-20 κατά τα έτη 2026 και 2027 εκτιμάται ότι θα προσδιοριστεί από το νέο οικονομικό και γεωπολιτικό περιβάλλον, το οποίο διαμορφώνεται από μια σειρά παραγόντων. Ειδικότερα, καθοριστικό ρόλο αναμένεται να διαδραματίσουν: (i) το περιβάλλον χαμηλού πληθωρισμού και τα σημαντικά μειωμένα επιτόκια, (ii) τα δημοσιονομικά προβλήματα που εξακολουθούν να υφίστανται στη Γαλλία και, σε μικρότερο βαθμό, στην Ιταλία, σε συνδυασμό με τη σαφή αλλαγή κατεύθυνσης και την εφαρμογή μιας πολύ πιο επεκτατικής δημοσιονομικής και γενικότερα οικονομικής πολιτικής από τη Γερμανία, (iii) η χαμηλότερη, σε σύγκριση με το 2025, αβεβαιότητα που απορρέει από την αντισυμβατική και αντιοικονομική Εξωτερική Εμπορική Πολιτική (ΕΕΠ) των ΗΠΑ, η οποία δεν αναμένεται να επιδεινωθεί περαιτέρω κατά τα έτη 2026 και 2027, καθώς και (iv) η προοπτική διατήρησης των τιμών του πετρελαίου και του φυσικού αερίου στα ίδια χαμηλά ή οριακά υψηλότερα επίπεδα και το 2026, με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο να προβλέπει νέα μείωσή τους κατά -4,5%. Σημειώνεται ότι το νέο οργανωτικό πλαίσιο τροφοδοσίας της Ευρώπης με φυσικό αέριο από χώρες εκτός Ρωσίας έχει πλέον εγκατασταθεί πλήρως και λειτουργεί χωρίς ουσιαστικά προβλήματα. Επιπλέον, (v) το νέο γεωπολιτικό περιβάλλον, το οποίο περιλαμβάνει απειλή για πολλές χώρες της ΕΕ-27 από τη Ρωσία, καθώς και την υποχρέωση των κρατών-μελών να αναλάβουν σε μεγαλύτερο βαθμό την ευθύνη της άμυνάς τους, με αύξηση των δαπανών για αμυντικό εξοπλισμό από περίπου 1,5% του ΑΕΠ σε επίπεδα άνω του 3,0% του ΑΕΠ.

Στο εν λόγω σχετικά βελτιωμένο οικονομικό περιβάλλον προστίθενται επιπλέον: (vi) η ανάγκη εντατικοποίησης, κατά τα έτη 2026 και 2027, της υλοποίησης των επενδύσεων παγίου κεφαλαίου που συγχρηματοδοτούνται από τον Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF) σε πολλές χώρες της ΕΕ-20, καθώς και (vii) η σημαντική ανατίμηση του ευρώ τόσο έναντι του δολαρίου, όσο και σε όρους σταθμισμένης ονομαστικής (NEER) και πραγματικής ισοτιμίας με βάση το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (REERULC), όπως αποτυπώνεται στα Διαγράμματα 1.7. και 1.8. Υπό τις ανωτέρω παραδοχές, οι εκτιμήσεις του ΙΝΣΕΤΕ για τον πληθωρισμό, το ΑΕΠ και τα επιτόκια στην ΕΕ-20 για τα έτη 2026 και 2027 παρουσιάζονται στον Πίνακα 1.7., στην Υποδιαίρεση 1.5.

Ειδικότερα, ο μέσος πληθωρισμός της ΕΕ-20 υποχώρησε στο 2,09% το τέταρτο τρίμηνο του 2025 και διαμορφώθηκε στο 2,14% σε ετήσια βάση το 2025. Εκτιμάται ότι θα μειωθεί περαιτέρω στο 1,94% το 2026 και θα σταθεροποιηθεί στο 2,0% το 2027, λαμβάνοντας υπόψη και τις μειωμένες τιμές των εισαγωγών σε συνθήκες ανατιμημένου ευρώ. Το μέσο επιτόκιο κύριας αναχρηματοδότησης των τραπεζών από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, το οποίο διαμορφώθηκε στο 2,15% το τέταρτο τρίμηνο του 2025 (με τελευταία μείωση τον Ιούνιο του 2025), εκτιμάται ότι θα υποχωρήσει στο 1,90% το τέταρτο τρίμηνο του 2026 και στο 1,65% το τέταρτο τρίμηνο του 2027. Οι περαιτέρω μειώσεις των επιτοκίων από την ΕΚΤ, κατά 0,25 ποσοστιαίες μονάδες το 2026 και κατά 0,25 ποσοστιαίες μονάδες το 2027, εκτιμάται ότι θα πραγματοποιηθούν κυρίως με στόχο την αποτροπή περαιτέρω ανατίμησης του ευρώ, μετά την ήδη καταγεγραμμένη ανατίμησή του κατά 11,74% τον Δεκέμβριο του 2025 σε σύγκριση με τον Δεκέμβριο του 2024. Παράλληλα, το μέσο επιτόκιο των δεκαετών κρατικών ομολόγων της Γερμανίας, της Γαλλίας, της Ολλανδίας και του Βελγίου, το οποίο διαμορφώθηκε στο 3,02% το τέταρτο τρίμηνο του 2025, εκτιμάται ότι θα υποχωρήσει στο 2,8% το τέταρτο τρίμηνο του 2026 και στο 2,62% το τέταρτο τρίμηνο του 2027.

Τέλος, το ΑΕΠ της ΕΕ-20 εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 1,4% το 2026, έναντι εκτιμήσεων 1,1% από το ΔΝΤ και 1,2% από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, και κατά 1,5% το 2027, έναντι εκτίμησης 1,4% από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, υπό την παραδοχή ότι οι εξελίξεις στις ΗΠΑ θα κινηθούν σύμφωνα με τις προβλέψεις του ΙΝΣΕΤΕ.

**5. Ο παράγοντας Κίνα:** Όπως προαναφέρθηκε, παρά την επιβολή δασμών από τις Ηνωμένες Πολιτείες και παρά τις εκτιμήσεις του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου και της Ευρωπαϊκής Ένωσης για χαμηλότερους ρυθμούς μεγέθυνσης, η οικονομική ανάπτυξη στην Κίνα διατηρήθηκε στο 5,0% τόσο το 2024 όσο και το 2025, με σημαντική θετική συμβολή των καθαρών εξαγωγών, όπως αποτυπώνεται στους Πίνακες 4.17. και 3.3. Αναφορικά με την περίοδο 2026–2027, οι προβλέψεις για την αύξηση του ΑΕΠ της Κίνας διαμορφώνονται ως εξής: (i) σύμφωνα με το ΔΝΤ (Οκτώβριος 2025), ο ρυθμός μεγέθυνσης εκτιμάται στο 4,5% το 2026, από 4,8% το 2025· (ii) σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Ένωση (Νοέμβριος 2025), στο 4,6% το 2026 και στο 4,4% το 2027, από 4,8% το 2025· και (iii) σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του ΙΝΣΕΤΕ, στο 4,8% το 2026 και στο 4,6% το 2027, από 5,0% το 2025.

Βασικός ενισχυτικός παράγοντας της αύξησης του ΑΕΠ της Κίνας το 2025 υπήρξε η ακραία επεκτατική δημοσιονομική πολιτική των ΗΠΑ, η οποία, σε συνδυασμό με τη διολίσθηση του γουάν μέσω της ουσιαστικής πρόσδεσής του στο δολάριο και με τη νέα σημαντική υποτίμηση της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας του γουάν με βάση το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (REERULC), όπως παρουσιάζεται στα Διαγράμματα 2.24., 2.25. και 2.26., υπεραντιστάθμισε τις αρνητικές επιπτώσεις των ιδιαίτερα υψηλών δασμών των ΗΠΑ στις εισαγωγές από την Κίνα (effective tariff rate: 37,1%). Η άκρως επεκτατική μακροοικονομική πολιτική των ΗΠΑ συνέβαλε, κατ' επέκταση, στην ενίσχυση της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας και στη συνεχιζόμενη σημαντική αύξηση των εξαγωγών της Κίνας. Αντίστοιχα

επεκτατική δημοσιονομική πολιτική εκτιμάται ότι θα εφαρμοστεί από τις ΗΠΑ, καθώς και από τη Γερμανία και άλλες χώρες, κατά την περίοδο 2026–2027, ενώ παρόμοια αναμένεται να παραμείνει και η πολιτική της Κίνας όσον αφορά την ονομαστική και την πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία του γουάν στη διετία αυτή.

Υπό τα ανωτέρω δεδομένα και με βάση τις εξελίξεις στο εξωτερικό εμπορικό ισοζύγιο της Κίνας, όπως παρουσιάζονται στον Πίνακα 3.3., δεν εκτιμάται ως ιδιαίτερα πιθανό η συμβολή των καθαρών εξαγωγών στην αύξηση του ΑΕΠ της Κίνας να καταστεί αρνητική. Το επικρατέστερο σενάριο είναι η διατήρηση θετικής συμβολής, παρά την αναμενόμενη σημαντική επιβράδυνση της αύξησης των εξαγωγών, σε συνδυασμό με μεγαλύτερη επιβράδυνση της αύξησης ή και μείωση των εισαγωγών. Επιπλέον, στη συγκυρία αυτή, οι ιδιαίτερα χαμηλές διεθνείς τιμές του πετρελαίου, καθώς και η προμήθεια πετρελαίου και φυσικού αερίου από τη Ρωσία σε ακόμη χαμηλότερες τιμές, ενισχύουν την ανταγωνιστικότητα της εγχώριας παραγωγής της Κίνας και συμβάλλουν στην υποκατάσταση και τη μείωση των εισαγωγών.

Αντιθέτως, δεν αναμένεται να προκύψουν ουσιαστικά αποτελέσματα από την επιδίωξη της ίδιας της Κίνας για σημαντικά μεγαλύτερη συμβολή της εγχώριας τελικής ζήτησης (ΕΤΔ) στην αύξηση του ΑΕΠ. Η εξέλιξη αυτή αποδίδεται στους περιορισμούς που θέτουν τα εκτεταμένα προβλήματα στην αγορά ακινήτων, η υπερχρέωση των περιφερειακών χρηματοδοτικών οργανισμών και τα υψηλά ελλείμματα στο ισοζύγιο της γενικής κυβέρνησης. Παράλληλα, οι αυξήσεις των μισθών παραμένουν περιορισμένες, ενώ δεν διαφαίνεται πρόθεση – ή ενδεχομένως και δυνατότητα – ουσιαστικής ενίσχυσης των δαπανών κοινωνικής προστασίας από την κινεζική κυβέρνηση. Ως εκ τούτου, η ΕΤΔ ενισχύεται κυρίως μέσω της συνεχιζόμενης αύξησης των επενδύσεων παγίου κεφαλαίου στη μεταποιητική βιομηχανία και σε κλάδους τεχνολογιών αιχμής. Η βασική αναπτυξιακή στρατηγική της Κίνας εξακολουθεί να στηρίζεται σε υψηλό ποσοστό αποταμίευσης ως προς το ΑΕΠ και στη διαρκή αύξηση επενδύσεων που ενισχύουν την ανταγωνιστικότητα των διεθνώς εμπορεύσιμων προϊόντων, επιτρέποντας τη συνεχή αύξηση των εξαγωγών και τη σταδιακή υποκατάσταση εισαγωγών.

Με βάση τα ανωτέρω, για τα έτη 2026 και 2027 το ΙΝΣΕΤΕ εκτιμά ότι η συμβολή των καθαρών εξαγωγών στην αύξηση του ΑΕΠ της Κίνας θα μπορούσε να περιοριστεί στις 0,7 ποσοστιαίες μονάδες το 2026 και στις 0,5 ποσοστιαίες μονάδες το 2027, από 1,0 ποσοστιαία μονάδα το 2025. Υπό την υπόθεση ότι η συμβολή της ΕΤΔ θα παραμείνει στις 4,0 ποσοστιαίες μονάδες τόσο το 2026 όσο και το 2027, όπως και το 2025, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ εκτιμάται στο 4,7% το 2026 και στο 4,5% το 2027. Ωστόσο, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του ΙΝΣΕΤΕ, η συμβολή της ΕΤΔ ενδέχεται να αυξηθεί στις 4,1 ποσοστιαίες μονάδες το 2026 και το 2027, με αποτέλεσμα η αύξηση του ΑΕΠ να διαμορφωθεί στο 4,8% και στο 4,6% αντίστοιχα.

**6. Η οικονομία του Ηνωμένου Βασιλείου (ΗΒ):** Η αύξηση του ΑΕΠ του Ηνωμένου Βασιλείου εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί εκ νέου σε επίπεδα σημαντικά υψηλότερα των αρχικών προσδοκιών το 2025, στο 1,42% (2024: 1,12%, 2023: 0,27%). Η εξέλιξη αυτή ακολούθησε την αύξηση του ΑΕΠ κατά 1,48% στο εννεάμηνο του 2025 και συνδέεται με τη σημαντική ενίσχυση της εγχώριας τελικής ζήτησης (ΕΤΔ) κατά 1,94%, καθώς και με αρνητική συμβολή των καθαρών εξαγωγών κατά -0,49 ποσοστιαίες μονάδες. Η τελευταία εξέλιξη προέκυψε παρά τη σημαντική αύξηση των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών κατά 3,4%, ακόμη και υπό το καθεστώς των δασμών των ΗΠΑ, δεδομένου ότι οι εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών αυξήθηκαν σε μεγαλύτερο βαθμό, κατά 4,70%.

Κατά τα έτη 2026 και 2027, η οικονομική δραστηριότητα του ΗΒ αναμένεται να ενισχυθεί περαιτέρω από τη μείωση των επιτοκίων από την Τράπεζα της Αγγλίας, τα οποία είχαν ήδη διαμορφωθεί στο 3,75% από τις 18 Δεκεμβρίου 2025, ενώ προβλέπονται δύο επιπλέον μειώσεις

εντός του 2026 και δύο ακόμη εντός του 2027. Επιπλέον, θετική επίδραση αναμένεται να προκύψει από την ακραία επεκτατική δημοσιονομική και νομισματική πολιτική των ΗΠΑ, από την αναμενόμενη ανάπτυξη της αμερικανικής οικονομίας, καθώς και από οποιαδήποτε ενδεχόμενη περαιτέρω εκλογίκευση της Εξωτερικής Εμπορικής Πολιτικής (ΕΕΠ) των ΗΠΑ.

Υπό τις ανωτέρω παραδοχές, η αύξηση του ΑΕΠ του ΗΒ εκτιμάται στο 1,1% το 2026 και στο 1,5% το 2027 (ΕΕ – Νοέμβριος 2024: 1,2% και 1,4% αντίστοιχα). Οι ρυθμοί αυτοί αναμένεται να συνοδευθούν από αύξηση της ΕΤΔ κατά 1,2% το 2026 και κατά 1,7% το 2027, με αντίστοιχη συμβολή στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 1,21 και 1,76 ποσοστιαίες μονάδες. Παράλληλα, οι καθαρές εξαγωγές εκτιμάται ότι θα συνεχίσουν να έχουν αρνητική επίδραση, κατά -0,10 ποσοστιαίες μονάδες το 2026 και κατά -0,26 ποσοστιαίες μονάδες το 2027.

Σε δημοσιονομικό επίπεδο, η κυβέρνηση του ΗΒ εμφανίζεται περισσότερο σε εγρήγορση ως προς τη διαχείριση των δημόσιων οικονομικών σε σύγκριση με την κυβέρνηση των ΗΠΑ. Κατά το 2025, το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης (ΕτΓΚ) μειώθηκε στο -5,0% του ΑΕΠ, από -6,0% του ΑΕΠ το 2024 και το 2023, εξέλιξη που οφείλεται κυρίως στην αύξηση των εσόδων της γενικής κυβέρνησης λόγω του αυξημένου πληθωρισμού. Επιπλέον, σύμφωνα με εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Ένωσης (Νοέμβριος 2025), το ΕτΓΚ αναμένεται να περιοριστεί περαιτέρω στο -4,2% του ΑΕΠ το 2026 και στο -4,1% του ΑΕΠ το 2027, και πάλι μέσω της αύξησης των εσόδων της γενικής κυβέρνησης, λόγω της μη προσαρμογής της φορολογικής κλίμακας στον αυξημένο πληθωρισμό. Το χρέος της γενικής κυβέρνησης του ΗΒ ανήλθε στο 101,2% του ΑΕΠ το 2024 και εκτιμάται από την ΕΕ ότι θα αυξηθεί στο 103,4% του ΑΕΠ το 2025 και στο 104,8% του ΑΕΠ το 2026 (2023: 100,4% του ΑΕΠ).

Σημειώνεται, ωστόσο, ότι η πτωτική πορεία των μακροπρόθεσμων επιτοκίων των κρατικών ομολόγων του ΗΒ ανεκόπη από τις αρχές Δεκεμβρίου 2024, υπό την επίδραση των εξαγγελιών του νέου Προέδρου των ΗΠΑ. Ειδικότερα, η απόδοση του δεκαετούς κρατικού ομολόγου του ΗΒ ανήλθε στο 4,835% στις 10 Ιανουαρίου 2025 και στο 4,67% τον Ιανουάριο του 2025, από 4,44% τον Δεκέμβριο του 2024. Στη συνέχεια, διατηρήθηκε σε υψηλά επίπεδα καθ' όλη τη διάρκεια του 2025, με μέσο επίπεδο 4,70% τον Σεπτέμβριο του 2025, πριν υποχωρήσει στο 4,41% τον Οκτώβριο του 2025, στο 4,47% τον Δεκέμβριο του 2025 και στο 4,37% κατά το πρώτο δεκαήμερο του 2026.

Οι εξελίξεις αυτές στις αγορές μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων του ΗΒ καθιστούν ακόμη πιο επιτακτική και αναγκαία την επαναφορά της δημοσιονομικής πολιτικής σε συνθήκες κανονικότητας. Ωστόσο, το περιβάλλον υψηλών επιτοκίων καθιστά τη σχεδιαζόμενη μείωση του ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης κατά τα έτη 2026 και 2027 δυσκολότερη στην υλοποίηση, αλλά ταυτόχρονα περισσότερο επιβεβλημένη.

Συνολικά, οι προοπτικές ανάπτυξης του ΗΒ για το 2026 και το 2027 επιβαρύνονται από τη σημαντική αβεβαιότητα που απορρέει από την Εξωτερική Εμπορική Πολιτική των ΗΠΑ, ενώ ταυτόχρονα ενισχύονται από την ακραία επεκτατική δημοσιονομική πολιτική των ΗΠΑ και από την περαιτέρω διευκολυντική κατεύθυνση της αμερικανικής νομισματικής πολιτικής μετά τον Δεκέμβριο του 2025. Ο σημαντικότερος κίνδυνος για το ΗΒ παραμένει η αυξημένη πιθανότητα εκδήλωσης μιας σοβαρής χρηματοοικονομικής και οικονομικής κρίσης παγκόσμιας εμβέλειας, ως αποτέλεσμα του συνδυασμού της ακραία επεκτατικής δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής των ΗΠΑ με τις υπερδιογκωμένες χρηματιστηριακές αποτιμήσεις των εισηγμένων επιχειρήσεων, τόσο στις ΗΠΑ όσο και διεθνώς.

## 1. Εισαγωγή: Η Παγκόσμια Οικονομία το 2022-2024 και το 2025

### 1.1 Οι εξελίξεις το 2022

Η εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία, η συνακόλουθη ενεργειακή κρίση – ιδίως για την Ευρώπη – καθώς και η έντονη άνοδος του πληθωρισμού και η αντιστροφή της ακραία διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής των ετών 2020 και 2021, συνιστούν κρίσιμες εξελίξεις που επηρέασαν καθοριστικά τις μακροοικονομικές προοπτικές σε διεθνές επίπεδο.

Μετά την μικρότερη του αναμενομένου μείωση του παγκόσμιου ΑΕΠ κατά -2,7% το 2020 και την εντυπωσιακή ανάκαμψη, με αύξησή του κατά 6,6% το 2021, οι προβλέψεις συνέτειναν στη συνέχιση ισχυρών ρυθμών μεγέθυνσης της παγκόσμιας οικονομίας και των μεγάλων οικονομιών και κατά τα έτη 2022 και 2023. Ειδικότερα, τον Ιανουάριο του 2022, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο εκτιμούσε ότι το παγκόσμιο ΑΕΠ θα αυξηθεί κατά 4,4% το 2022 και κατά 3,8% το 2023. Οι εκτιμήσεις αυτές είχαν διατυπωθεί πριν από την εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία τον Φεβρουάριο του 2022 και πριν από την εκδήλωση της επακόλουθης ενεργειακής και οικονομικής κρίσης – με εντονότερη επίπτωση στην ευρωπαϊκή οικονομία. Επιπλέον, διατυπώθηκαν σε μια χρονική συγκυρία κατά την οποία, ήδη από τις αρχές του 2022, η ταχεία επιτάχυνση του πληθωρισμού καθιστούσε αναγκαία την ουσιαστική προσαρμογή της μέχρι τότε ακραία διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής, καθώς και τη μείωση των υπερδιογκωμένων δημοσιονομικών ελλειμμάτων. Οι προσαρμογές αυτές, υπό τις δεδομένες συνθήκες, ήταν δυνατόν να ασκήσουν αρνητικές επιδράσεις στην οικονομική δραστηριότητα τόσο των μεγάλων οικονομιών όσο και της παγκόσμιας οικονομίας. Ειδικότερα:

(i) Ενδείξεις σημαντικής ενίσχυσης των πληθωριστικών πιέσεων σε παγκόσμιο επίπεδο είχαν καταγραφεί ήδη από το τρίτο τρίμηνο του 2021 (Πίνακας 1.1.), κυρίως ως αποτέλεσμα της απότομης αύξησης της συνολικής ζήτησης για κατανάλωση και επενδύσεις. Η αύξηση αυτή χρηματοδοτήθηκε από τα υπερδιογκωμένα ρευστά διαθέσιμα που είχαν συσσωρευτεί στο πλαίσιο της υπερδιευκολυντικής νομισματικής πολιτικής κατά τη διάρκεια της πανδημίας. Επιπρόσθετα, η ισχυρή άνοδος της ζήτησης συνέπεσε με σημαντικούς περιορισμούς από την πλευρά της προσφοράς, λόγω της διατάραξης των εφοδιαστικών αλυσίδων σε πλήθος προϊόντων κατά την περίοδο της πανδημίας Covid-19.

Πίνακας 1.1. Εξέλιξη του Πληθωρισμού στις ΗΠΑ και στην ΕΕ-20 το 2021-2024 και στο 9μηνο 2025 και εκτιμήσεις για την εξέλιξή του το 2025 και το 2026.												
	ΗΠΑ						ΕΕ-20					
	2021	2022	2023	2024	2025*	2026*	2021	2022	2023	2024	2025	2025*
Ιαν.	1,40	7,48	6,41	3,09	3,00	2,5	0,91	5,11	8,65	2,78	2,52	2,0
Φεβρ.	1,68	7,87	6,04	3,15	2,82	2,5	0,94	5,87	8,51	2,58	2,33	2,0
Μάρτ.	2,62	8,54	4,98	3,48	2,39	2,6	1,33	7,44	6,89	2,43	2,18	1,9
Απρ.	4,16	8,26	4,93	3,36	2,31	2,6	1,62	7,44	6,97	2,37	2,17	1,9
Μάιος	4,99	8,58	4,05	3,27	2,35	2,6	1,98	8,05	6,12	2,56	1,90	2,0
Ιούν.	5,39	9,06	2,97	2,97	2,67	2,5	1,90	8,64	5,53	2,52	1,99	1,9
Ιούλ.	5,37	8,52	3,18	2,89	2,70	2,5	2,16	8,87	5,30	2,59	2,03	1,9
Αύγ.	5,25	8,26	3,67	2,53	2,92	2,4	2,96	9,14	5,23	2,17	2,04	2,0
Σεπτ.	5,39	8,20	3,70	2,44	3,01	2,3	3,36	9,93	4,33	1,74	2,24	1,9
Οκτ.	6,22	7,75	3,24	2,60	3,02	2,3	4,05	10,62	2,90	2,01	2,09	1,8
Νοέμ.	6,81	7,11	3,14	2,75	2,74	2,5	4,87	10,05	2,40	2,24	2,14	1,9
Δεκ.	7,04	6,45	3,35	2,89	2,65	2,5	4,96	9,21	2,93	2,43	1,95	1,9
Μέσος	4,70	8,00	4,12	2,95	2,72	2,5	2,59	8,38	5,43	2,37	2,13	1,9

Γενικά, οι εκτιμήσεις συγκλίνουν στο ότι η αύξηση του πληθωρισμού θα επιταχυνόταν κατά το πρώτο εξάμηνο του 2022, ενώ είχαν ήδη ενισχυθεί σημαντικά οι προσδοκίες για αποφασιστική αντίδραση των Κεντρικών Τραπεζών (ΚΤ). Η αντίδραση αυτή αναμενόταν να εκδηλωθεί μέσω της έναρξης της διαδικασίας αύξησης των επιτοκίων παρέμβασης, από τα σχεδόν μηδενικά επίπεδα στα οποία βρίσκονταν έως το τέλος του 2021, καθώς και μέσω της σταδιακής μείωσης της ρευστότητας στις οικονομίες, μετά την υπερδιόγκωσή της κατά τα έτη 2020 και 2021.

(ii) Επιπλέον, είχε καταστεί αναγκαία η μείωση των ελλειμμάτων της Γενικής Κυβέρνησης (ΕτΓΚ) και του χρέους της Γενικής Κυβέρνησης (ΧτΓΚ) των χωρών, τα οποία είχαν διογκωθεί σημαντικά κατά τη διάρκεια της πανδημίας, ιδίως το 2020 και το 2021. Ειδικότερα, τα υπερδιογκωμένα δημοσιονομικά πακέτα και προγράμματα στήριξης που υιοθετήθηκαν από τις κυβερνήσεις κατά την περίοδο της πανδημίας Covid-19, σε συνδυασμό με τις καταλυτικές παρεμβάσεις των Κεντρικών Τραπεζών για τη διευκόλυνση της υλοποίησής τους, απέτρεψαν πράγματι την εξέλιξη της υγειονομικής κρίσης σε βαθιά κοινωνική, χρηματοπιστωτική και οικονομική κρίση. Παράλληλα, συνέβαλαν στη σημαντική συγκράτηση της ύφεσης της παγκόσμιας οικονομίας, περιορίζοντας την πτώση του παγκόσμιου ΑΕΠ στο -2,7% το 2020, σε επίπεδα αισθητά χαμηλότερα από τις ιδιαίτερα απαισιόδοξες αρχικές προβλέψεις, και στη διαμόρφωση μιας εντυπωσιακής ανάκαμψης κατά 6,6% το 2021. Ωστόσο, οι ίδιες αυτές παρεμβάσεις συνέβαλαν ταυτόχρονα και σε μια επικίνδυνη διόγκωση των ελλειμμάτων και του χρέους της Γενικής Κυβέρνησης σε διεθνές επίπεδο κατά τα έτη 2020 και 2021, όπως αποτυπώνεται στον Πίνακα 1.2.

Πίνακας 1.2. Ακαθάριστο ενοποιημένο Χρέος Γενικής Κυβέρνησης (ΧτΓΚ) (% ΑΕΠ)													
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
ΕΕ-20	85,5	83,6	<b>96,5</b>	93,8	89,3	87,1	87,2	87,8	88,9	89,7	90,5	91,3	92,2
Γερμανία	60,8	58,7	<b>68,0</b>	68,0	64,4	62,4	63,5	64,4	66,0	67,8	69,7	71,6	73,6
<b>Γαλλία</b>	<b>98,5</b>	<b>98,1</b>	<b>114,9</b>	<b>112,8</b>	<b>111,4</b>	<b>109,6</b>	<b>113,1</b>	<b>116,5</b>	<b>119,6</b>	<b>122,1</b>	<b>124,6</b>	<b>127,0</b>	<b>129,4</b>
<b>Ιταλία</b>	<b>134,2</b>	<b>133,9</b>	<b>154,4</b>	<b>145,8</b>	<b>138,3</b>	<b>134,6</b>	<b>135,3</b>	<b>136,8</b>	<b>138,3</b>	<b>138,5</b>	<b>137,9</b>	<b>137,3</b>	<b>137,0</b>
Ελλάδα	189,6	183,7	<b>209,9</b>	197,8	178,4	165,2	154,8	146,7	141,9	138,1	135,6	132,9	130,2
Ισπανία	99,7	97,6	<b>119,2</b>	115,6	109,2	105,1	101,6	100,4	98,7	96,9	95,5	94,1	92,6
Πορτογαλία	121,1	116,1	<b>134,1</b>	123,9	111,2	97,7	94,9	90,9	86,9	83,9	81,5	79,4	77,4
Ηνωμ. Βασίλειο	86,3	85,7	<b>105,8</b>	105,1	99,6	100,4	101,2	103,4	104,8	105,4	105,8	105,9	105,4
<b>ΗΠΑ</b>	<b>107,6</b>	<b>108,8</b>	<b>132,5</b>	<b>125,0</b>	<b>119,1</b>	<b>119,8</b>	<b>122,3</b>	<b>125,0</b>	<b>128,7</b>	<b>132,7</b>	<b>136,6</b>	<b>140,1</b>	<b>143,4</b>
<b>Κόσμος (μ.ο.)</b>	<b>102,7</b>	<b>103,8</b>	<b>122,2</b>	<b>115,6</b>	<b>109,3</b>	<b>108,5</b>	<b>109,1</b>	<b>110,2</b>	<b>111,8</b>	<b>113,6</b>	<b>115,5</b>	<b>117,0</b>	<b>118,5</b>

Πηγή: IMF Fiscal Monitor October 2025, 2025-2030 εκτιμήσεις του ΔΝΤ

Γενικά, οι κίνδυνοι που είχαν διαμορφωθεί στις αρχές του 2022, λόγω της ανάγκης επαναφοράς της δημοσιονομικής κατάστασης των χωρών και της νομισματικής πολιτικής των Κεντρικών Τραπεζών (ΚΤ) σε συνθήκες κανονικότητας, ήταν ιδιαίτερα υψηλοί. Επιπλέον, η τάση ταχείας επιτάχυνσης του πληθωρισμού που είχε ήδη εμφανιστεί από τα τέλη του 2021 (Πίνακας 1.1.) καθιστούσε ακόμη πιο επιτακτική την ανάγκη προσαρμογής της νομισματικής πολιτικής. Η εξέλιξη αυτή ασκούσε αυξημένες πιέσεις και στις κυβερνήσεις, προκειμένου να επιδείξουν ουσιαστική πρόοδο στη μείωση των ελλειμμάτων της Γενικής Κυβέρνησης (ΕτΓΚ) και των δανειακών τους αναγκών.

(iv) Σε αυτήν τη «επικίνδυνη» οικονομική συγκυρία, στις 24 Φεβρουαρίου 2022, η Ρωσία προχώρησε στη γνωστή μεγάλη εισβολή στην Ουκρανία, εγκαινιάζοντας έναν πόλεμο που συνεχίζεται έως σήμερα, στα τέλη του 2025, χωρίς να διαφαίνονται σαφείς ενδείξεις τερματισμού του στο άμεσο μέλλον. Το γεγονός αυτό αποτέλεσε μείζονα γεωπολιτική εξέλιξη στην Ευρώπη, η οποία κατέστησε τη Ρωσία χώρα που απειλεί τη διεθνή ειρήνη για τον δυτικό

κόσμο και οδήγησε στην άμεση επιβολή εκτεταμένων και αυστηρών κυρώσεων εις βάρος της, οι οποίες εξακολουθούν να ισχύουν έως σήμερα. Δεδομένου ότι η ΕΕ-27 ήταν σε ιδιαίτερα μεγάλο βαθμό εξαρτημένη από τη Ρωσία για την προμήθεια φυσικού αερίου και πετρελαίου, καθώς και για την εισαγωγή σημαντικών ποσοτήτων προϊόντων διατροφής και πρώτων υλών, η επιτακτική ανάγκη ταχείας απεξάρτησης από αυτή την εξάρτηση είχε ως αποτέλεσμα την εκρηκτική αύξηση των τιμών της ενέργειας και των τροφίμων. Οι εξελίξεις αυτές οδήγησαν σε απότομη άνοδο του πληθωρισμού, ο οποίος κορυφώθηκε τον Σεπτέμβριο του 2022 και παρέμεινε σε σχετικά υψηλά επίπεδα και κατά το 2023, καθώς και στο πρώτο εξάμηνο του 2024 (Πίνακας 1.1.). Η εν λόγω γεωπολιτική κρίση είχε καταλυτικές αρνητικές οικονομικές επιπτώσεις, ιδίως στη Γερμανία και στις χώρες που γειτνιάζουν με τη Ρωσία και την Ουκρανία, αλλά και στο σύνολο της ΕΕ-27 και της Ζώνης του Ευρώ (ΕΕ-20), καθώς και στην παγκόσμια οικονομία, κυρίως μέσω της έντονης μεταβλητότητας και της αύξησης των τιμών του πετρελαίου και του φυσικού αερίου.

Παρά τις ανωτέρω δυσμενείς εξελίξεις, το παγκόσμιο ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 3,8% το 2022 (Πίνακας 1.3.), ποσοστό χαμηλότερο από την πρόβλεψη του ΔΝΤ τον Ιανουάριο του 2022 (4,4%), αλλά υψηλότερο από την αναθεωρημένη πρόβλεψή του τον Ιούλιο του 2022 (3,2%). Στις μεγάλες οικονομίες, η πραγματική αύξηση του ΑΕΠ το 2022 υπερέβη τις προβλέψεις του ΔΝΤ του Ιουλίου 2022. Η εξέλιξη αυτή σημειώθηκε παρά το γεγονός ότι το παγκόσμιο εμπόριο κατέγραψε τελικά απότομη πτώση κατά -8,2% το 2022, τη στιγμή που το ΔΝΤ, τον Ιούλιο του 2022, προέβλεπε αύξησή του κατά 4,1%. Παράλληλα, η μέση τιμή του πετρελαίου αυξήθηκε τελικά κατά 39,15% το 2022 (4ο τρίμηνο 2022: 8,82%), έναντι εκτιμώμενης αύξησης 50,4% σύμφωνα με τις προβλέψεις του ΔΝΤ τον Ιούλιο του 2022. Η αποτροπή μιας ακόμη σοβαρότερης κρίσης στις αγορές ενεργειακών προϊόντων σε σχέση με αυτή που τελικά εκδηλώθηκε, σε συνδυασμό με την αναγκαία προσαρμογή των πολιτικών των Κεντρικών Τραπεζών και των κυβερνήσεων, συνέβαλαν καθοριστικά στην αποφυγή μιας εκτεταμένης ύφεσης στην Ευρώπη και στη διαμόρφωση σχετικά ικανοποιητικών ρυθμών ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας το 2022.<sup>1</sup>

Επιπλέον, παρά τη σοβαρότητα της ενεργειακής κρίσης, οι κυβερνήσεις είχαν αρχικά τη δυνατότητα να επιτύχουν ουσιαστική πρόοδο στη μείωση των ελλειμμάτων της Γενικής Κυβέρνησης. Η εξέλιξη αυτή κατέστη δυνατή, αφενός, επειδή πολλές από τις έκτακτες δαπάνες που είχαν ενσωματωθεί στα δημοσιονομικά πακέτα για την αντιμετώπιση της πανδημίας Covid-19 δεν ήταν πλέον αναγκαίες από το 2022 και επέτρεψαν την αυτόματη μείωση των πρωτογενών δαπανών της Γενικής Κυβέρνησης, και, αφετέρου, λόγω της δυναμικής αύξησης των εσόδων της Γενικής Κυβέρνησης. Η τελευταία ενισχύθηκε τόσο από την εντυπωσιακή ανάκαμψη των οικονομιών το 2021 και το 2022, όσο και από την ισχυρή αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ, η οποία υποβοηθήθηκε από τα ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα πληθωρισμού.

---

<sup>1</sup>Σημειώνεται, ωστόσο, ότι στις ΗΠΑ και σε Χώρες της ΕΕ-20 το ΑΕΠ ενισχύθηκε στην περίοδο 2013-2023 και ιδιαίτερα στην περίοδο 2020-2023 με σημαντικές αυξητικές αναθεωρήσεις (Κεφάλαιο 4).

Πίνακας 1.3. Εκτιμήσεις του ΔΝΤ για την Ανάπτυξη τα έτη 2024-2025 τον τον Οκτώβριο 2024, τον Απρίλιο 2025 και τον Οκτώβριο 2025 και προβλέψεις για το 2026 τον Απρίλιο και τον Οκτώβριο 2025										
	ΔΝΤ: Οκτώβριος 2024		ΔΝΤ: Απρίλιος 2025			ΔΝΤ: Οκτώβριος 2025				
	2024	2025	2024	2025	2026	2022	2023	2024	2025	2026
Παγκόσμια Οικονομία	3,2	3,2	3,3	2,8	3,0	3,8	3,5	3,3	3,2	3,1
Παγκόσμιο Εμπόριο	3,1	3,4	3,8	1,7	2,5	-8,2	0,8	3,5	3,6	2,3
Τιμές πετρελαίου (\$/Βαρέλι)	79,5	71,3	79,1	66,9	62,3	96,4	80,6	79,2	69,0	65,9
%Δ	-1,3%	-10,4%	-1,8%	-15,5%	-6,8%	39,2%	-16,4%	-1,8%	-12,9%	-4,5%
ΔΤ Εμπορευμάτων (εκτός καυσίμων)	2,9%	-0,2%	3,7%	4,4%	0,2%	-0,4%	-0,1	3,7%	7,4%	4,1%
Προηγμένες χώρες	1,8	1,8	1,8	1,4	1,5	3,0	1,7	1,8	1,6	1,6
Αναδυόμενες χώρες Ασία	5,8	5,0	5,3	4,5	4,6	4,7	6,1	5,3	5,2	4,7
Αναδυόμενες χώρες Ευρώπη	3,2	2,2	3,4	2,1	2,1	0,5	3,6	3,5	1,8	2,2
ΗΠΑ	2,8	2,2	2,8	1,8	1,7	2,5	2,9	2,8	2,0	2,1
Ζώνη του Ευρώ (ΕΕ-20)	0,8	1,2	0,9	0,8	1,2	3,6	0,4	0,9	1,2	1,1
Γερμανία	0,0	0,8	-0,2	0,0	0,9	1,4	-0,3	-0,5	0,2	0,9
Ιαπωνία	0,3	1,1	0,1	0,6	0,6	1,2	1,7	0,1	1,1	0,6
ΚΙΝΑ	4,8	4,5	5,0	4,0	4,0	3,0	5,2	5,0	4,8	4,5
Ινδία	7,00	6,50	6,5	6,2	6,3	7,00	8,2	6,50	6,60	6,20
Ρωσία	3,6	1,3	4,1	1,5	0,9	-1,2	3,6	4,3	0,6	1,0
Καναδάς	1,3	2,4	1,5	1,4	1,6	3,8	1,2	1,6	1,2	1,5
Ην. Βασίλειο	1,1	1,5	1,1	1,1	1,4	4,8	0,3	1,1	1,3	1,3

Πηγή: IMF WEO October 2024, April 2025 and October 2025

Στις αρχές του 2022, οι Κεντρικές Τράπεζες δεν επέσπευδαν ακόμη την έναρξη της αναπόφευκτης αντιστροφής της ακραία διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής, υποστηρίζοντας ότι η άνοδος του πληθωρισμού οφειλόταν κυρίως σε παράγοντες από την πλευρά της προσφοράς. Συγκεκριμένα, αποδιδόταν στα συνεχιζόμενα προβλήματα στην προσφορά πλήθους προϊόντων, τα οποία προέκυπταν από τις διαταραχές που εξακολουθούσαν να υφίστανται στις εφοδιαστικές αλυσίδες μετά την πανδημία.

Ωστόσο, μετά την εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία και την έναρξη της διαδικασίας διακοπής των εισαγωγών φυσικού αερίου και πετρελαίου από τη Ρωσία, ο πληθωρισμός στην Ευρώπη και στις Ηνωμένες Πολιτείες ανήλθε σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα κατά το 2022 (Πίνακας 1.1.). Η διατήρηση του πληθωρισμού, καθώς και των τιμών των βασικών ενεργειακών προϊόντων και των ειδών διατροφής, σε σημαντικά αυξημένα επίπεδα, διευκολύνθηκε από το εξαιρετικά υψηλό απόθεμα ρευστών διαθεσίμων που είχε συσσωρευτεί στις οικονομίες. Η συσσώρευση αυτή ήταν αποτέλεσμα της ακραία διευκολυντικής δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής που εφαρμόστηκε κατά τα έτη 2020 και 2021 και, σε σημαντικό βαθμό, και κατά το πρώτο εξάμηνο του 2022. Η διαθέσιμη αγοραστική δύναμη, σε συνδυασμό με την αυξημένη καταναλωτική εμπιστοσύνη μετά τη λήξη της πανδημίας, συνέβαλε στη διατήρηση της ζήτησης σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα, παρά την απότομη και έντονη αύξηση των τιμών.

Πίνακας 1.4α. Εξέλιξη των βασικών επιτοκίων παρέμβασης της ΕΚΤ, της FED και της Τράπεζας της Αγγλίας							
Επιτόκια ΕΚΤ			Επιτόκια FED		Επιτόκια της Τράπεζας της Αγγλίας		
Ημερομηνία Μεταβολής των επιτοκίων	Επιτόκιο Καταθέσεων στην ΕΚΤ	Επιτόκιο Βασικής Αναχρηματοδότησης	Ημερομηνία Μεταβολής των επιτοκίων	Βασικό Επιτόκιο	Ημερομηνία Μεταβολής των επιτοκίων	Βασικό Επιτόκιο	
					18 Dec 2025	3,75%	
					7 Aug 2025	4,00%	
11 Ιουν. 2025	2.00	2.15			8 May 2025	4,25%	
23 Απρ. 2025	2.25	2.40	10 Dec 2025	3.50% - 3.75%	6 Feb 2025	4,50%	
12 Μαρτ. 2025	2.50	2.65	29 Oct 2025	3.75% - 4.00%	7 Nov 2024	4,75%	
5 Φεβρ. 2025	2.75	2.90	17 Sept 2025	4.00% - 4.25%	1 Aug 2024	5,00%	
18 Δεκ. 2024	3.00	3.15	18 Dec 2024	4.25% - 4.50%	3 Aug 2023	5,25%	
23 Οκτ. 2024	3.25	3.40	7 Nov 2024	4.50% - 4.75%	22 Jun 2023	5,00%	
18 Σεπτ. 2024	3.50	3.65	18 Sept 2024	4.75% - 5.00%	11 May 2023	4,50%	
12 Ιουν. 2024	3.75	4.25	26 Jul 2023	5.25% - 5.50%	23 Mar 2023	4,25%	
20 Σεπτ. 2023	4.00	4.50	3 May 2023	5.00% - 5.25%	2 Feb 2023	4,00%	
2 Αυγ. 2023	3.75	4.25	22 Mar 2023	4.75% - 5.00%	15 Dec 2022	3,50%	
21 Ιουν. 2023	3.50	4.00	1 Feb 2023	4.50% - 4.75%	3 Nov 2022	3,00%	
10 Μαΐου 2023	3.25	3.75	14 Dec 2022	4.25% - 4.50%	22 Sept 2022	2,25%	
22 Μαρτ. 2023	3.00	3.50	2 Nov 2022	3.75% - 4.00%	4 Aug 2022	1,75%	
8 Φεβρ. 2023	2.50	3.00	21 Sept 2022	3.00% - 3.25%	16 Jun 2022	1,25%	
21 Δεκ. 2022	2.00	2.50	27 Jul 2022	2.25% - 2.50%	5 May 2022	1,00%	
2 Νοεμ. 2022	1.50	2.00	16 Jun 2022	1.50% - 1.75%	17 Mar 2022	0,75%	
14 Σεπτ. 2022	0.75	1.25	5 May 2022	0.75% - 1.00%	3 Feb 2022	0,50%	
27 Ιουλ. 2022	0.00	0.50	17 Mar 2022	0.25% - 0.50%	16 Dec 2021	0,25%	
18 Σεπτ. 2019.	-0.50	0.00		0,00% - 0,25%	19 Mar 2020	0,10%	

Πίνακας 1.4β. Εξέλιξη επιτοκίων Κεντρικών Τραπεζών, επιτοκίων Κρατικών Ομολόγων και πληθωρισμού										
	ΗΠΑ				ΕΕ-20			Ηνωμένο Βασίλειο		
	Επιτόκιο FED (Effective rate)	Επιτόκιο 10ετών Κρατικών Ομολόγων	Επιτόκιο 2ετών Κρατικών Ομολόγων	Μέσος Πληθωρισμός	Επιτόκιο ΕΚΤ: Βασικής Αναχρηματοδότησης	Επιτόκιο 10ετών Κρατικών Ομολόγων	Μέσος Πληθωρισμός	Επιτόκιο ΤτΑ: Βασικής Αναχρηματοδότησης	Επιτόκιο 10ετών Κρατικών Ομολόγων	Μέσος Πληθωρισμός
1ο 6μηνο 2022	0,45	2,44	2,08	8,31	0,00	0,87	7,10	0,70	1,71	7,69
2ο 6μηνο 2022	2,92	3,47	3,89	7,71	1,46	2,10	9,65	2,21	3,06	10,38
1ο 6μηνο 2023	4,75	3,62	4,31	4,88	3,46	2,72	7,09	4,14	3,71	9,29
2ο 6μηνο 2023	5,30	4,30	4,86	3,38	4,42	2,93	3,83	5,20	4,31	5,42
1ο 6μηνο 2024	5,33	4,30	4,65	3,22	4,46	2,74	2,54	5,25	4,08	2,82
2ο 6μηνο 2024	4,96	4,12	4,09	2,68	3,68	2,67	2,20	4,97	4,17	2,27
1ο 6μηνο 2025	4,33	4,41	4,01	2,59	2,61	2,93	2,18	4,28	4,59	3,14
2ο 6μηνο 2025	4,10	4,18	3,62	2,84	2,15	3,03	2,01	4,03	4,58	3,58
1ο 6μηνο 2026	3,65	4,12	3,46	2,47	2,03	2,96	1,95	3,75	4,46	2,97
2ο 6μηνο 2026*	3,48	4,06	3,31	2,21	1,90	2,86	1,97	3,46	4,35	2,70

Πηγή: Κεντρικές Τράπεζες, \* Εκτιμήσεις INΣΕΤΕ

Οι συνθήκες υπερδιαθεσιμότητας ρευστών διαθεσίμων άρχισαν να εξομαλύνονται σταδιακά με την αντιστροφή της νομισματικής πολιτικής από τις Κεντρικές Τράπεζες, μέσω της ταχείας αύξησης των επιτοκίων και της ουσιαστικής μείωσης του ενεργητικού τους, όπως αναλύεται αναλυτικά στην Υποδιαίρεση 3.3. του Κεφαλαίου 3. Στο πλαίσιο αυτό, μετά τον Σεπτέμβριο του 2022 ξεκίνησε και η επιδιωκόμενη πτωτική πορεία του πληθωρισμού, η οποία συνεχίστηκε και κατά το 2023 (Πίνακας 1.1.). Η εν λόγω κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής συνέβαλε καθοριστικά στη σημαντική πτώση των τιμών του πετρελαίου και του φυσικού αερίου κατά το τέταρτο τρίμηνο του 2022 και εντός του 2023 (πετρέλαιο: -16,36%), με άμεση συνέπεια την ταχεία αποκλιμάκωση του πληθωρισμού. Ειδικότερα:

Όπως παρουσιάζεται στον Πίνακα 1.4α., η προσαρμογή της νομισματικής πολιτικής για την αντιμετώπιση του σημαντικά αυξημένου πληθωρισμού ξεκίνησε με την πρώτη αύξηση των επιτοκίων από την Τράπεζα της Αγγλίας (ΤτΑ) στις 16 Δεκεμβρίου 2021, ακολούθησε η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (FED) στις 17 Μαρτίου 2022 και στη συνέχεια η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) στις 27 Ιουλίου 2022. Παράλληλα, από τα τέλη του 2021 ξεκίνησε η σταδιακή μείωση και στη συνέχεια ο τερματισμός των καθαρών αγορών κρατικών και επιχειρηματικών ομολόγων από τις Κεντρικές Τράπεζες, ενώ από τον Ιούνιο του 2022 άρχισε και

η διαδικασία μείωσης του ενεργητικού τους, μέσω της μη αντικατάστασης μέρους ή του συνόλου των ομολόγων που έληγαν.

Η FED, όπως αποτυπώνεται στον Πίνακα 1.4α., αύξησε το επιτόκιο παρέμβασής της στις 17 Μαρτίου 2022 στο εύρος 0,25%–0,50% και στη συνέχεια προχώρησε σε έξι (6) επιπλέον αυξήσεις εντός του 2022, διαμορφώνοντάς το στο 4,25%–4,50% στις 14 Δεκεμβρίου 2022. Ως αποτέλεσμα, το μέσο επιτόκιο δανεισμού των τραπεζών από τη FED διαμορφώθηκε στο 0,45% κατά το πρώτο εξάμηνο του 2022, ενώ αυξήθηκε σημαντικά στο 2,92% κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2022 (Πίνακας 1.4β.).

Αντίστοιχα, η ΕΚΤ στις 27 Ιουλίου 2022 αύξησε το επιτόκιο αποδοχής καταθέσεων των τραπεζών στο 0,0%, από -0,5%, και το επιτόκιο κύριας αναχρηματοδότησης στο 0,5%, από 0,0%. Στη συνέχεια, τα επιτόκια αυτά αυξήθηκαν στο 0,75% και 1,25% στις 14 Σεπτεμβρίου 2022, στο 1,5% και 2,0% στις 2 Νοεμβρίου 2022 και στο 2,0% και 2,5% αντίστοιχα στις 21 Δεκεμβρίου 2022. Κατά συνέπεια, όπως φαίνεται και στον Πίνακα 1.4β., το βασικό επιτόκιο της ΕΚΤ διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο στο 0,0% κατά το πρώτο εξάμηνο του 2022 και στο 1,46% κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2022.

Το επιτόκιο παρέμβασης της Τράπεζας της Αγγλίας διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο στο 0,75% κατά το πρώτο εξάμηνο του 2022 (από 16 Ιουνίου 2022 στο 1,25%) και αυξήθηκε στο 2,33% κατά μέσο όρο στο δεύτερο εξάμηνο του 2022 (από 15 Δεκεμβρίου 2022 στο 3,5%).

Συνολικά, ακόμη και κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2022, τα πραγματικά βραχυπρόθεσμα επιτόκια παρέμεναν σημαντικά αρνητικά (Πίνακας 1.4β.), καθώς στην ΕΕ-20 το ονομαστικό επιτόκιο διαμορφώθηκε στο 1,46%, με μέσο πληθωρισμό 9,65%, στις ΗΠΑ στο 2,92%, με μέσο πληθωρισμό 7,71%, και στο Ηνωμένο Βασίλειο στο 2,44%, με μέσο πληθωρισμό 10,38%.

Αναφορικά με τα πραγματικά μακροπρόθεσμα επιτόκια, όπως παρουσιάζεται στον Πίνακα 1.4β., τα μέσα επιτόκια των δεκαετών και διετών κρατικών ομολόγων των ΗΠΑ διαμορφώθηκαν στο 2,43% και 2,08% αντίστοιχα κατά το πρώτο εξάμηνο του 2022 (με μέσο πληθωρισμό 8,3%) και στο 3,47% και 3,88% αντίστοιχα κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2022 (μέσος πληθωρισμός: 7,71%). Αντίστοιχα, τα μέσα επιτόκια των δεκαετών κρατικών ομολόγων των μεγάλων χωρών της ΕΕ-20 (Γερμανία, Γαλλία, Ολλανδία, Βέλγιο) και του Ηνωμένου Βασιλείου διαμορφώθηκαν στο 0,87% και 1,71% αντίστοιχα κατά το πρώτο εξάμηνο του 2022 (μέσος πληθωρισμός: 7,1% και 7,69%) και στο 2,1% και 3,06% αντίστοιχα κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2022 (με μέσο πληθωρισμό 9,65% και 10,38%).

Κατά συνέπεια, έως και τον Δεκέμβριο του 2022, τα πραγματικά βραχυχρόνια και μακροχρόνια επιτόκια παρέμεναν αρνητικά. Ως εκ τούτου, ούτε στις ΗΠΑ, ούτε στην ΕΕ-20, ούτε στο Ηνωμένο Βασίλειο είχαν προλάβει να ασκήσουν ουσιαστική αρνητική επίδραση στην οικονομική δραστηριότητα, γεγονός που ερμηνεύει σε σημαντικό βαθμό τους σχετικά υψηλούς ρυθμούς οικονομικής μεγέθυνσης που καταγράφηκαν στις μεγάλες οικονομίες κατά το 2022.

## 1.2 Οι εξελίξεις το 2023

Όπως προκύπτει από τα στοιχεία του Πίνακα 1.3., κατά το 2023 ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ διαμορφώθηκε στο 3,5%, ποσοστό σημαντικά υψηλότερο από την εκτίμηση του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου τον Ιούλιο του 2022, αλλά χαμηλότερο από την πρόβλεψη που είχε διατυπωθεί τον Ιανουάριο του 2022. Η εξέλιξη αυτή καταγράφηκε παρά το γεγονός ότι το παγκόσμιο εμπόριο σημείωσε τελικά οριακή αύξηση μόλις 0,8% το 2023, έναντι της εκτίμησης του ΔΝΤ τον Ιούλιο του 2022 για αύξησή του κατά 3,2%.

Οι μείζονες γεωπολιτικές συγκρούσεις στην Ουκρανία και, στη συνέχεια, στη Μέση Ανατολή άσκησαν σημαντική αρνητική επίδραση στην ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας το 2023, κυρίως μέσω του δραστικού περιορισμού της αύξησης του διεθνούς εμπορίου σε εξαιρετικά χαμηλά επίπεδα. Παράλληλα, αρνητική επίπτωση στην οικονομική δραστηριότητα είχε και η ταχεία σύσφιξη της νομισματικής πολιτικής από τις Κεντρικές Τράπεζες, μέσω της απότομης αύξησης των επιτοκίων και του περιορισμού της ρευστότητας στις οικονομίες, διαδικασία που επιταχύνθηκε έντονα κατά την περίοδο Ιανουαρίου–Σεπτεμβρίου 2023. Όπως αποτυπώνεται στους Πίνακες 1.4α. και 1.4β., τόσο τα βραχυπρόθεσμα όσο και τα μακροπρόθεσμα ονομαστικά επιτόκια αυξήθηκαν δυναμικά κατά το εννεάμηνο του 2023 και διατηρήθηκαν σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα καθ' όλη τη διάρκεια του έτους. Ωστόσο, τα πραγματικά βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα επιτόκια (Πίνακας 1.4β.) κατέστησαν θετικά στις Ηνωμένες Πολιτείες μόνον κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2023, ενώ στην ΕΕ-20 και στο Ηνωμένο Βασίλειο παρέμειναν αρνητικά και κατά την ίδια περίοδο.

Η αύξηση του παγκόσμιου ΑΕΠ το 2023 οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην ιδιαίτερα υψηλή αύξηση του ΑΕΠ των Ηνωμένων Πολιτειών κατά 2,89% (Πίνακας 1.3.), καθώς και στους υψηλούς ρυθμούς μεγέθυνσης της Κίνας και της Ινδίας, κατά 5,2% και 8,2% αντίστοιχα. Παράλληλα, θετική συμβολή κατέγραψαν και η Ιαπωνία, με αύξηση του ΑΕΠ κατά 1,7%, καθώς και οι αναδυόμενες οικονομίες της Ευρώπης, με αύξηση κατά 3,3%. Αντιθέτως, η αύξηση του ΑΕΠ το 2023 ήταν ιδιαίτερα περιορισμένη στην ΕΕ-20 (0,39%) και στο Ηνωμένο Βασίλειο (0,38%), ενώ αρνητικοί ρυθμοί μεγέθυνσης καταγράφηκαν σε σειρά ευρωπαϊκών χωρών, όπως η Γερμανία (-0,27%), η Ιρλανδία (-5,53%), η Αυστρία (-0,95%), η Εσθονία (-3,03%), η Ουγγαρία (-0,91%), η Φινλανδία (-1,16%), καθώς και η Σουηδία (-0,31%), η Λετονία (-0,28%) και η Λιθουανία (-0,34%). Τα στοιχεία αυτά καταδεικνύουν ότι η έντονη επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας και η ύφεση σε πολλές ευρωπαϊκές οικονομίες το 2023 προσδιορίστηκαν σε μεγαλύτερο βαθμό από τις ιδιαίτερα δυσμενείς γεωπολιτικές συνθήκες που απορρέουν από τον πόλεμο στην Ουκρανία και, σε μικρότερο βαθμό, από τη σημαντική αύξηση των ονομαστικών και πραγματικών επιτοκίων (Πίνακας 1.4β.).

Αναλυτικότερα, στις Ηνωμένες Πολιτείες το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 2,93% το 2023, με θετική συμβολή των καθαρών εξαγωγών κατά 0,45 ποσοστιαίες μονάδες, καθώς οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών αυξήθηκαν κατά 2,8%, ενώ οι εισαγωγές μειώθηκαν κατά 0,9%. Αντιθέτως, αρνητική επίδραση κατά -0,62 ποσοστιαίες μονάδες προήλθε από τη μείωση των επενδύσεων σε αποθέματα σε συνδυασμό με τις στατιστικές διαφορές (ΕΣΑ+ΣΔ). Παρά τη σημαντική πτώση των επενδύσεων σε κατοικίες κατά -7,84%, η ισχυρή αύξηση των επιχειρηματικών επενδύσεων κατά 7,25% συνέβαλε στην αύξηση των επενδύσεων παγίου κεφαλαίου κατά 4,13% το 2023, με θετική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 0,75 ποσοστιαίες μονάδες. Ιδιαίτερα σημαντική ήταν επίσης η αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης κατά 2,57% (συμβολή 1,77 ποσοστιαίες μονάδες), καθώς και η αύξηση της κατανάλωσης και των επενδύσεων της γενικής κυβέρνησης κατά 3,49% (συμβολή 0,58 ποσοστιαίες μονάδες).

Στη Ζώνη του Ευρώ (ΕΕ-20), ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ το 2023 περιορίστηκε σημαντικά στο 0,45% (δεύτερο εξάμηνο 2023: -0,04%), μετά την ιδιαίτερα υψηλή αύξηση κατά 3,64% το 2022. Οι καθαρές εξαγωγές είχαν θετική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 0,29 ποσοστιαίες μονάδες, καθώς η μείωση των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών (-1,2%) ήταν μικρότερη από τη μείωση των εισαγωγών (-1,98%). Επιπλέον, θετική αλλά περιορισμένη συμβολή κατά 0,16 ποσοστιαίες μονάδες προήλθε από την οριακή αύξηση της εγχώριας τελικής ζήτησης κατά 0,16%. Η τελευταία, ωστόσο, περιορίστηκε σημαντικά από τη μεγάλη μείωση των επενδύσεων σε αποθέματα σε συνδυασμό με τις στατιστικές διαφορές, ύψους -100,9 δισ. ευρώ, η οποία είχε αρνητική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά -0,84 ποσοστιαίες μονάδες. Στο ίδιο πλαίσιο, η ιδιωτική κατανάλωση αυξήθηκε κατά 0,6%, η κατανάλωση της γενικής κυβέρνησης κατά 1,55%

και οι επενδύσεις παγίου κεφαλαίου κατά 1,59%. Συνολικά, η ανάπτυξη στην ΕΕ-20 το 2023 περιορίστηκε σημαντικά από τη συρρίκνωση της οικονομικής δραστηριότητας σε χώρες όπως η Γερμανία, η Ιρλανδία, η Αυστρία, η Φινλανδία και άλλες.

Στο Ηνωμένο Βασίλειο (ΗΒ), το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 0,38% το 2023 (δεύτερο εξάμηνο 2023: 0,03%), μετά την ιδιαίτερα υψηλή αύξησή του κατά 4,84% το 2022. Η περιορισμένη αυτή μεγέθυνση στηρίχθηκε αποκλειστικά στη θετική συμβολή των καθαρών εξαγωγών, η οποία ανήλθε σε 0,51 ποσοστιαίες μονάδες, καθώς τόσο οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών μειώθηκαν κατά -2,16%, όσο και οι εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών μειώθηκαν σε ακόμη μεγαλύτερο βαθμό, κατά -3,39%. Αντιθέτως, η εγχώρια τελική ζήτηση (ΕΤΔ) κατέγραψε οριακή μείωση κατά -0,12%, με αρνητική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά -0,13 ποσοστιαίες μονάδες. Η εξέλιξη αυτή αποδίδεται αποκλειστικά στη σημαντική μείωση των επενδύσεων σε αποθέματα σε συνδυασμό με τις στατιστικές διαφορές (ΕσΑ+ΣΔ), ύψους -18,0 δισ. λιρών το 2023, η οποία είχε ιδιαίτερα αρνητική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ, της τάξης των -0,71 ποσοστιαίων μονάδων. Αντίθετα, θετική συμβολή καταγράφηκε από την αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης κατά 0,5%, της κατανάλωσης της γενικής κυβέρνησης κατά 1,04% και των επενδύσεων παγίου κεφαλαίου κατά 0,32%. Συνολικά, η αρνητική επίπτωση από τη μείωση των ΕσΑ+ΣΔ υπεραντισταθμίστηκε από τη μεγάλη μείωση των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών κατά -4,45%, η οποία συνέβαλε θετικά στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 1,57 ποσοστιαίες μονάδες.

Στην Ιαπωνία, το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 1,48% το 2023, μετά την αύξησή του κατά 0,94% το 2022 και κατά 2,70% το 2021, καθώς και την απότομη μείωσή του κατά -4,17% το 2020.

Στην Κίνα, το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 5,37% το 2023 (Πίνακας 4.17.), μετά τη συγκρατημένη αύξησή του κατά 3,12% το 2022, η οποία συνδέθηκε με την εξαιρετικά περιοριστική πολιτική «Zero-Covid-19», και την ιδιαίτερα υψηλή αύξηση κατά 8,59% το 2021, καθώς και την αύξηση κατά 2,29% το 2020. Κατά το 2023, καταγράφηκε, για πρώτη φορά μετά από σειρά ετών σημαντικών αυξήσεων, μικρή μείωση του εξωτερικού εμπορικού ισοζυγίου (ΕΕΙ) της Κίνας κατά -0,91% (Πίνακας 3.3.), γεγονός που υποδηλώνει ότι η αύξηση του ΑΕΠ το εν λόγω έτος προήλθε αποκλειστικά από την ενίσχυση της εγχώριας τελικής ζήτησης.

### 1.3 Οι εξελίξεις το 2024

Τα βραχυπρόθεσμα και τα μακροπρόθεσμα πραγματικά επιτόκια είχαν πλέον καταστεί σημαντικά θετικά κατά το πρώτο εξάμηνο του 2024 (Πίνακες 1.4α. και 1.4β.), τόσο στις Ηνωμένες Πολιτείες όσο και στην ΕΕ-20 και στο Ηνωμένο Βασίλειο. Τα επιτόκια αυτά αυξήθηκαν περαιτέρω κατά το τρίτο τρίμηνο του 2024 και στη συνέχεια σταθεροποιήθηκαν σε υψηλά θετικά επίπεδα κατά το τέταρτο τρίμηνο του 2024, σε συνθήκες περαιτέρω αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού.

Ωστόσο, παρά το περιβάλλον σημαντικά θετικών πραγματικών επιτοκίων, η αύξηση του παγκόσμιου ΑΕΠ διατηρήθηκε στο 3,3% το 2024, με νέα σημαντική αύξηση του ΑΕΠ των Ηνωμένων Πολιτειών κατά 2,79%. Παράλληλα, οι ρυθμοί μεγέθυνσης στην ΕΕ-20 και στο Ηνωμένο Βασίλειο διαμορφώθηκαν εκ νέου υψηλότερα των αρχικών προσδοκιών, στο 0,89% και στο 1,12% αντίστοιχα. Ειδικότερα, στην ΕΕ-20 η αύξηση του ΑΕΠ ανήλθε στο 0,50% κατά το πρώτο εξάμηνο του 2024 και επιταχύνθηκε στο 1,28% κατά το δεύτερο εξάμηνο του έτους, ενώ στο ΗΒ διαμορφώθηκε στο 0,60% το πρώτο εξάμηνο και στο 1,65% το δεύτερο εξάμηνο του 2024. Παρά ταύτα, ορισμένες ευρωπαϊκές χώρες που γειτνιάζουν με την Ουκρανία και τη Ρωσία και διατηρούσαν σημαντικές οικονομικές συναλλαγές με τις δύο αυτές χώρες συνέχισαν να καταγράφουν συρρίκνωση του ΑΕΠ τους και το 2024, με τη Γερμανία στο -0,50%, την Αυστρία

στο -0,66%, την Εσθονία στο -0,9% και τη Λετονία στο -0,5%. Αντίθετα, στην Ιρλανδία και στη Φινλανδία το ΑΕΠ αυξήθηκε το 2024 κατά 2,6% και 0,42% αντίστοιχα.

Παράλληλα, σχετικά χαμηλούς ρυθμούς αύξησης του ΑΕΠ κατέγραψαν η Γαλλία (2023: 1,44%, 2024: 1,19%), η Ιταλία (2023: 0,98%, 2024: 0,69%), η Ολλανδία (2023: -0,60%, 2024: 1,08%) και το Βέλγιο (2023: 1,71%, 2024: 1,07%). Αντίθετα, αξιοσημείωτη ήταν η αύξηση του ΑΕΠ της Ισπανίας (2023: 2,46%, 2024: 3,46%), της Πολωνίας (2023: 0,25%, 2024: 3,03%), της Πορτογαλίας (2023: 3,10%, 2024: 2,14%) και της Ελλάδας (2023: 2,14%, 2024: 2,09%).

Σύμφωνα με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (Οκτώβριος 2025), η αύξηση του παγκόσμιου ΑΕΠ διαμορφώθηκε, όπως προαναφέρθηκε, στο 3,3% το 2024, από 3,5% το 2023 και 3,8% το 2022 (Πίνακας 1.3.). Παράλληλα, το ΔΝΤ προβλέπει επιβράδυνση του ρυθμού μεγέθυνσης στο 3,2% το 2025 και περαιτέρω στο 3,1% το 2026, παρά τη σημαντική πτώση που εκτιμάται ότι θα σημειωθεί στις τιμές του πετρελαίου, στον πληθωρισμό και στα επιτόκια. Η επιβράδυνση αυτή αποδίδεται, κυρίως, στη σημαντική αβεβαιότητα που δημιουργεί η ασαθής και απρόβλεπτη δασμολογική πολιτική των Ηνωμένων Πολιτειών.

Ειδικότερα, οι εξελίξεις στο ΑΕΠ των μεγάλων οικονομιών κατά το 2024 ήταν οι ακόλουθες. Στις Ηνωμένες Πολιτείες, το ΑΕΠ αυξήθηκε εκ νέου με ιδιαίτερα υψηλό ρυθμό, κατά 2,79% (2023: 2,93%). Ιδιαίτερα έντονη ήταν και πάλι η αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης κατά 2,95% (δεύτερο εξάμηνο 2024: 3,26%), καθώς και της κατανάλωσης και των επενδύσεων του δημόσιου τομέα κατά 3,81% (δεύτερο εξάμηνο 2024: 3,76%). Παράλληλα, οι επενδύσεις παγίου κεφαλαίου αυξήθηκαν κατά 2,98%, με τις επιχειρηματικές επενδύσεις να ενισχύονται κατά 2,93% και τις επενδύσεις σε κατοικίες κατά 3,17%, παρά το περιβάλλον θετικών πραγματικών επιτοκίων, εξέλιξη που συνδέεται με τη σημαντική ενίσχυση από την εκρηκτική άνοδο των χρηματιστηριακών αποτιμήσεων. Οι επενδύσεις σε αποθέματα σε συνδυασμό με τις στατιστικές διαφορές (ΕσΑ+ΣΔ) παρουσίασαν οριακή αύξηση κατά 12,1 δισ. δολάρια. Η συμβολή των καθαρών εξαγωγών ήταν αρνητική, κατά -0,47 ποσοστιαίες μονάδες το 2024, καθώς οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών αυξήθηκαν κατά 3,64%, ενώ οι εισαγωγές αυξήθηκαν σε μεγαλύτερο βαθμό, κατά 5,77%. Ωστόσο, ο λόγος εισαγωγικού περιεχομένου (import content ratio –  $\chi$ -ratio) της σημαντικής αύξησης του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ κατά 3,19% διαμορφώθηκε στο  $\chi=24,0\%$  το 2024, από αρνητικό επίπεδο το 2023 ( $\chi=-4,9\%$ ), όταν είχε καταγραφεί μείωση των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών κατά -0,88%, παρά την αύξηση του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ κατά 2,42%.

Στην ΕΕ-20, το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 0,89% το 2024 (δεύτερο εξάμηνο 2024: +1,28% σε ετήσια βάση). Ειδικότερα, κατά το 2024 καταγράφηκαν: (i) αύξηση της εγχώριας τελικής ζήτησης κατά 0,62%, με θετική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 0,59 ποσοστιαίες μονάδες, καθώς η ΕΤΔ αυξήθηκε έντονα κατά 1,56% στο δεύτερο εξάμηνο του 2024, έναντι μείωσης κατά -0,34% στο πρώτο εξάμηνο. Στο πλαίσιο αυτό, σημειώθηκε αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης κατά 1,25% (πρώτο εξάμηνο 2024: 0,81%, δεύτερο εξάμηνο 2024: 1,68%) και της κατανάλωσης της γενικής κυβέρνησης κατά 2,24%, ενώ οι επενδύσεις παγίου κεφαλαίου μειώθηκαν κατά -1,98% και οι επενδύσεις σε αποθέματα σε συνδυασμό με τις στατιστικές διαφορές υποχώρησαν κατά -16,8 δισ. ευρώ (πρώτο εξάμηνο 2024: -44,0 δισ. ευρώ, δεύτερο εξάμηνο 2024: +27,2 δισ. ευρώ). (ii) Σχετικά σημαντική θετική συμβολή των καθαρών εξαγωγών στην αύξηση του ΑΕΠ, κατά 0,31 ποσοστιαίες μονάδες, καθώς οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών αυξήθηκαν κατά 0,57%, ενώ οι εισαγωγές μειώθηκαν κατά -0,08%. (iii) Αρνητικό λόγο εισαγωγικού περιεχομένου το 2024 ( $\chi=-4,9\%$ ), δεδομένου ότι καταγράφηκε μείωση των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών κατά -0,08%, παρά την αύξηση του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ κατά 0,60%. Σημειώνεται ότι και η αύξηση του ΑΕΠ κατά 0,45% το 2023 είχε καταγραφεί με ιδιαίτερα υψηλό  $\chi$ -ratio ( $\chi=205,6\%$ ), λόγω της

μεγάλης μείωσης των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών κατά -1,98%, παρά τη σαφώς μικρότερη μείωση του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ κατά -0,30%.

Στο Ηνωμένο Βασίλειο (ΗΒ), το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 1,12% το 2024 (πρώτο εξάμηνο 2024: 0,60%, δεύτερο εξάμηνο 2024: 1,65%). Η εξέλιξη αυτή προσδιορίστηκε, αφενός, από την αύξηση της εγχώριας τελικής ζήτησης (ΕΤΔ) κατά 1,76%, με συνολική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 1,78 ποσοστιαίες μονάδες. Ειδικότερα, καταγράφηκε μείωση της ιδιωτικής κατανάλωσης κατά -0,21% (πρώτο εξάμηνο 2024: -1,18%, δεύτερο εξάμηνο 2024: 0,78%), η οποία αντισταθμίστηκε από τη μεγάλη αύξηση της κατανάλωσης της γενικής κυβέρνησης (ΚτΓΚ) κατά 3,35%, την αύξηση των επενδύσεων παγίου κεφαλαίου κατά 1,75% (πρώτο εξάμηνο 2024: 0,50%, δεύτερο εξάμηνο 2024: 3,02%) και την αύξηση των επενδύσεων σε αποθέματα σε συνδυασμό με τις στατιστικές διαφορές (ΕοΑ+ΣΔ) κατά 24,4 δισ. λίρες. Αφετέρου, η αύξηση του ΑΕΠ περιορίστηκε από τη σημαντική αρνητική επίπτωση των καθαρών εξαγωγών κατά -0,66 ποσοστιαίες μονάδες, καθώς οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών αυξήθηκαν κατά 0,62%, ενώ οι εισαγωγές αυξήθηκαν με σαφώς υψηλότερο ρυθμό, κατά 2,59%. Ο λόγος εισαγωγικού περιεχομένου (import content ratio – χ) διαμορφώθηκε στο 43,3% το 2024, δεδομένης της αύξησης του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ κατά 1,49% και της αύξησης των εισαγωγών κατά 2,59%. Σημειώνεται ότι το 2023 η αύξηση του ΑΕΠ κατά 0,27% είχε καταγραφεί με μείωση του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ κατά -0,20%, αλλά με πολύ μεγαλύτερη μείωση των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών κατά -1,6%.

Στην Ιαπωνία, σύμφωνα με τα διαθέσιμα στοιχεία (Νοέμβριος 2025), το ΑΕΠ κατέγραψε μείωση κατά -0,16% το 2024 (2023: 1,25%). Η εξέλιξη αυτή συνδέεται με τη μείωση της ιδιωτικής κατανάλωσης κατά -0,23% (2023: 0,84%) και με μικρή μείωση των επενδύσεων παγίου κεφαλαίου κατά -0,15%. Αναλυτικότερα, οι ιδιωτικές επενδύσεις σε κατοικίες μειώθηκαν κατά -2,27%, οι ιδιωτικές επιχειρηματικές επενδύσεις αυξήθηκαν κατά 0,72%, ενώ οι δημόσιες επενδύσεις μειώθηκαν κατά -1,65%. Παράλληλα, η δημόσια κατανάλωση αυξήθηκε κατά 0,84%, ενώ οι επενδύσεις σε αποθέματα σε συνδυασμό με τις στατιστικές διαφορές μειώθηκαν ελαφρά, κατά -0,7 τρις γιεν. Οι καθαρές εξαγωγές είχαν μικρή αρνητική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ το 2024, κατά -0,06 ποσοστιαίες μονάδες, καθώς οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών αυξήθηκαν κατά 0,72% και οι εισαγωγές κατά 1,03%, σε αντίθεση με το 2023, όπου οι καθαρές εξαγωγές είχαν σημαντική θετική επίπτωση κατά 0,82 ποσοστιαίες μονάδες (εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών: 3,27%, εισαγωγές: -0,85%).

Στην Κίνα, το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 5,01% το 2024, επίδοση που αντιστοιχεί ακριβώς στον επίσημο στόχο της Κυβέρνησης για το έτος. Η αύξηση αυτή οφείλεται σε σημαντικό βαθμό και στη θετική συμβολή των καθαρών εξαγωγών, καθώς το εξωτερικό εμπορικό ισοζύγιο (ΕΕΙ) της Κίνας αυξήθηκε κατά 15,67% το 2024, με τις εξαγωγές αγαθών να αυξάνονται κατά 4,62% και τις εισαγωγές αγαθών κατά μόλις 0,92%. Παράλληλα, τα σημαντικά χρηματοοικονομικά προβλήματα και τα φαινόμενα υπερπροσφοράς που παρατηρούνται στην αγορά ακινήτων της Κίνας, σε συνδυασμό με τη μεγάλη πτώση των επενδύσεων σε κατοικίες, αποτελούν από το 2022 ουσιαστικά περιοριστικό παράγοντα της οικονομικής μεγέθυνσης, με εντονότερη αρνητική επίπτωση κατά τα έτη 2023 και 2024. Το ΔΝΤ (Οκτώβριος 2024) εκτιμούσε την αύξηση του ΑΕΠ της Κίνας στο 4,8% το 2024 και στο 4,5% το 2025. Τελικά, η αύξηση διαμορφώθηκε σε υψηλότερο επίπεδο το 2024 (5,01%) και εκτιμάται στο 4,91% το 2025.

Από τα ανωτέρω προκύπτει ότι η αρνητική επίπτωση στην οικονομική δραστηριότητα από τα σημαντικά αυξημένα επιτόκια και τον περιορισμό της ρευστότητας εκ μέρους των Κεντρικών Τραπεζών ήταν εμφανής στις περισσότερες χώρες, με εξαίρεση τις Ηνωμένες Πολιτείες, κατά τα έτη 2023 και 2024. Στις ΗΠΑ, οι μεγάλες γεωπολιτικές αναταραχές στην Ουκρανία και στη Μέση Ανατολή είχαν ορισμένες αρνητικές, αλλά συνολικά σημαντικότερες θετικές επιδράσεις στην οικονομία, η οποία υποστηρίχθηκε σε πολύ μεγαλύτερο βαθμό από την άκρως επεκτατική

δημοσιονομική πολιτική, με το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης (ΕτΓΚ) να ανέρχεται στο 8,0% του ΑΕΠ το 2024, καθώς και από την εκρηκτική άνοδο των χρηματιστηριακών αγορών των ΗΠΑ (Πίνακας 1.5.). Οι παράγοντες αυτοί στήριξαν την ιδιωτική και τη δημόσια κατανάλωση, τις δημόσιες και ιδιωτικές επενδύσεις, καθώς και τις επιχειρηματικές επενδύσεις.

Για το 2025 αναμενόταν αρχικά μια ήπια ανάκαμψη του ΑΕΠ των μεγάλων οικονομιών, υπό την επίδραση της προβλεπόμενης σημαντικής μείωσης των επιτοκίων στην Ευρώπη και στις Ηνωμένες Πολιτείες. Ωστόσο, η αλλαγή κυβέρνησης στις ΗΠΑ από τον Φεβρουάριο του 2025 είχε ως αποτέλεσμα την ουσιαστική ανατροπή του θεσμικού πλαισίου του παγκόσμιου εμπορίου και των οικονομικών και πολιτικών σχέσεων μεταξύ των χωρών, με σημαντικά αρνητικές συνέπειες για την παγκόσμια οικονομία τόσο στη βραχυχρόνια όσο, κυρίως, στη μεσο-μακροχρόνια περίοδο, εφόσον η εν λόγω πολιτική δεν εκλογικευθεί άμεσα. Η εξέλιξη αυτή αναμενόταν να συμβάλει στον σημαντικό περιορισμό της αύξησης του ΑΕΠ σε όλες τις μεγάλες οικονομίες, συμπεριλαμβανομένων των ΗΠΑ, κατά τα έτη 2025 και 2026. Ωστόσο, κατά το 2025 στις ΗΠΑ εκδηλώθηκαν οικονομικές εξελίξεις με πολύ ισχυρότερη επίδραση από την πολιτική των δασμών, και συγκεκριμένα η συνέχιση της άκρως επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής και η εκρηκτική άνοδος των χρηματιστηριακών τιμών, οι οποίες στήριξαν την οικονομική μεγέθυνση στις ΗΠΑ και, κατ' επέκταση, στην παγκόσμια οικονομία, αυξάνοντας ταυτόχρονα σε σημαντικό βαθμό τους κινδύνους εκδήλωσης μιας σοβαρής οικονομικής και χρηματοοικονομικής κρίσης τα επόμενα έτη.

#### 1.4 2025: οι εξελίξεις στις ΗΠΑ και στην παγκόσμια οικονομία.

##### 1.4.1 Δασμοί, πληθωρισμός, χρηματιστηριακές αξίες, και η νέα πραγματικότητα.

Από τον Φεβρουάριο του 2025, η νέα Κυβέρνηση των Ηνωμένων Πολιτειών ξεκίνησε την ανακοίνωση διαδοχικών κυμάτων επιβολής δασμών έναντι των βασικών εμπορικών της εταίρων, με ιδιαίτερη έμφαση σε τομείς που θεωρούνται κρίσιμοι για την οικονομία των ΗΠΑ. Μετά από πρωτοφανείς παλινωδίες, που περιελάμβαναν την επιβολή δασμών και στη συνέχεια την ακύρωσή τους, συνοδευόμενη από απειλές για επανεπιβολή, η διαδικασία κορυφώθηκε με την επιβολή ενός σχεδόν καθολικού δασμού από τις ΗΠΑ στις 2 Απριλίου 2025. Μετά την ημερομηνία αυτή, σημαντικό μέρος των αυξήσεων δασμών που είχαν ήδη ανακοινωθεί από τις ΗΠΑ τέθηκε σε καθεστώς «παγώματος», ενώ μεγάλες και μικρότερες χώρες σε παγκόσμιο επίπεδο προχώρησαν εσπευσμένα στην αναζήτηση εμπορικών συμφωνιών με τις Ηνωμένες Πολιτείες.

Ωστόσο, ο συνδυασμός των μέτρων και των αντιμέτρων προστασίας από τις εισαγωγές είχε, ήδη μετά τον Απρίλιο του 2025, εκτοξεύσει τα επίπεδα των δασμών τόσο στις ΗΠΑ όσο και διεθνώς σε ύψη που δεν είχαν παρατηρηθεί από τις δεκαετίες του 1950 και του 1960. Το σύστημα συμφωνιών που διείπε το παγκόσμιο εμπόριο και το οποίο είχε οικοδομηθεί σταδιακά επί περίπου 60 έτη, με πρωτοβουλία και καθοριστική συμβολή των Ηνωμένων Πολιτειών, υπονομεύθηκε και ουσιαστικά ακυρώθηκε μέσα σε χρονικό διάστημα μόλις δύο μηνών, και πάλι με πρωτοβουλία των ΗΠΑ.

Η κατάσταση αυτή της πρωτοφανούς αναταραχής στο παγκόσμιο εμπόριο διατηρείται έως και σήμερα (τέλος Δεκεμβρίου 2025), παρά το γεγονός ότι έχουν ήδη υπογραφεί πολλές διμερείς συμφωνίες μεταξύ των Ηνωμένων Πολιτειών και μεγάλων ή μικρότερων εμπορικών τους

εταίρων<sup>2</sup>, οι οποίες προβλέπουν δασμούς μειωμένου κινδύνου, αν και χαρακτηρίζονται από υψηλό βαθμό αναποτελεσματικότητας και περιορισμένη χρησιμότητα.

Επισημαίνεται, τέλος, ότι το παγκόσμιο οικονομικό και θεσμικό περιβάλλον εντός του οποίου επιβλήθηκαν οι ανωτέρω αυξήσεις δασμών από τις Ηνωμένες Πολιτείες, καθώς και τα αντίμετρα από τους εμπορικούς τους εταίρους, διαφέρει ουσιωδώς από εκείνο των δεκαετιών του 1950 και του 1960. Σε αντίθεση με τον προηγούμενο αιώνα, η σύγχρονη παγκόσμια οικονομία χαρακτηρίζεται από εξαιρετικά υψηλό βαθμό οικονομικής και χρηματοπιστωτικής διασύνδεσης, με πολύπλοκες διεθνείς εφοδιαστικές αλυσίδες και τεράστιες διασυνοριακές ροές κεφαλαίων. Η ενδεχόμενη αποδιάρθρωση ή αποδιοργάνωση των δομών αυτών συνιστά δυνητικά σημαντική πηγή οικονομικής αναταραχής για την παγκόσμια οικονομία.

Για τον λόγο αυτό, είχε εκτιμηθεί ότι η απότομη αύξηση των δασμών και της οικονομικής αβεβαιότητας μετά το πρώτο τρίμηνο του 2025 θα μπορούσε να οδηγήσει σε σημαντική επιβράδυνση της ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα και, ενδεχομένως, και σε μεσο-μακροπρόθεσμο ορίζοντα, στην περίπτωση που οι ανωτέρω πολιτικές ανεξέλεγκτου προστατευτισμού από τη μεγαλύτερη οικονομία του κόσμου εφαρμόζονταν με εμμονικό τρόπο. Πράγματι, αυτό αποτέλεσε το βασικό σενάριο για τις εξελίξεις στην παγκόσμια οικονομία και για την οικονομική ανάπτυξη στις Ηνωμένες Πολιτείες και στην Ευρώπη, όπως είχε διατυπωθεί από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο και άλλους διεθνείς οργανισμούς, τουλάχιστον έως το τέλος του πρώτου εξαμήνου του 2025 (βλ. τις εκτιμήσεις του ΔΝΤ τον Απρίλιο του 2025 που παρουσιάζονται στον Πίνακα 1.3.).

Ωστόσο, παράλληλα με τις ανακοινώσεις και την εφαρμογή των δασμών, στην εποχή της Τεχνητής Νοημοσύνης (Artificial Intelligence – AI), η παγκόσμια οικονομία και, ιδίως, η οικονομία των Ηνωμένων Πολιτειών, βρέθηκαν υπό την επίδραση τριών ακόμη ιδιαίτερα σημαντικών παραγόντων. Οι παράγοντες αυτοί περιόρισαν σε σημαντικό βαθμό ή αντιστάθμισαν, ή ακόμη και επισκίασαν, τις ιδιαίτερα μεγάλες αρνητικές επιπτώσεις των δασμών κατά το 2025, με αντάλλαγμα, ωστόσο, τη νέα έντονη επιδείνωση των δημοσιονομικών ανισορροπιών και την επικίνδυνη υπερδιόγκωση των χρηματιστηριακών αποτιμήσεων. Η υψηλότερη του αναμενομένου οικονομική μεγέθυνση το 2025 επιτεύχθηκε, συνεπώς, με το κόστος της σημαντικής αύξησης των κινδύνων για την εκδήλωση μιας μεγάλης χρηματοοικονομικής και οικονομικής κρίσης τα επόμενα έτη. Οι βασικοί αυτοί παράγοντες ήταν οι ακόλουθοι.

Πρώτον, ένα από τα ευνοϊκά ενδεχόμενα που είχαν διαμορφωθεί στις αρχές του 2025 και τελικά επιβεβαιώθηκαν, ήταν η μεγάλη πτώση των τιμών του πετρελαίου (Διαγράμματα 2.1., 2.2. και 2.3.), στην οποία εκτιμάται ότι ενδέχεται να συνέβαλε και η πολιτική της Κυβέρνησης των Ηνωμένων Πολιτειών. Παράλληλα, οι τιμές του φυσικού αερίου διατηρήθηκαν σε σχετικά υψηλά, αλλά ταυτόχρονα προσιτά και σταθερά επίπεδα (Διαγράμματα 2.4. και 2.5.). Οι εξελίξεις αυτές στην αγορά ενέργειας συνέβαλαν καθοριστικά στη συγκράτηση του πληθωρισμού στις Ηνωμένες Πολιτείες κατά το 2025 σε αισθητά χαμηλότερα επίπεδα από εκείνα που ανέμεναν οι αναλυτές. Ειδικότερα, ο μέσος πληθωρισμός, με βάση τον Δείκτη Τιμών Καταναλωτή, διαμορφώθηκε στο 2,72% το 2025, έναντι 2,95% το 2024, παρά την ανοδική επίδραση στις τιμές

---

<sup>2</sup> Οι μεγάλες και οι μικρότερες Χώρες έσπευσαν να υπογράψουν νέες εμπορικές συμφωνίες με τις ΗΠΑ για να αποτρέψουν μια πολύ μεγάλη οικονομική καταστροφή, συμφωνώντας με την σημερινή Κυβέρνηση των ΗΠΑ σε second, ή third, ή ακόμη και fifth best πολιτικές, θεωρώντας ότι ο μεγάλος κίνδυνος θα περάσει κάποτε και ότι η λογική και η καλή πρακτική θα επανέλθουν αργά ή γρήγορα στο διεθνές εμπόριο και τις οικονομικές σχέσεις μεταξύ των Χωρών.

πολλών προϊόντων που προήλθε από την επιβολή των δασμών, την υποτίμηση του δολαρίου και τη συνέχιση της άκρως επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής της νέας Κυβέρνησης των Ηνωμένων Πολιτειών. Η σχετικά καθυστερημένη αυτή εξέλιξη του πληθωρισμού επέτρεψε τελικά στη FED να προχωρήσει σε τρεις μειώσεις των επιτοκίων παρέμβασης κατά το τετράμηνο Σεπτεμβρίου–Δεκεμβρίου 2025, με το εύρος τους να διαμορφώνεται στο 3,5%–3,75% τον Δεκέμβριο του 2025, από 4,25%–4,5% τον Δεκέμβριο του 2024.

Δεύτερον, ιδιαίτερα σημαντική εξέλιξη κατά το 2025 αποτέλεσε η συνέχιση της εξαιρετικά έντονης και, σε μεγάλο βαθμό, εξωπραγματικής ανοδικής πορείας των χρηματιστηριακών αγορών, η οποία είχε ήδη ξεκινήσει από το 2023 και το 2024, τόσο στις Ηνωμένες Πολιτείες όσο και στην Ευρώπη και στην Ιαπωνία (βλ. Πίνακα 1.5. και Κεφάλαιο 2.).

Η εξέλιξη αυτή στηρίχθηκε αφενός στο πραγματικό γεγονός της εντυπωσιακής ανάπτυξης των εφαρμογών της Τεχνητής Νοημοσύνης (Artificial Intelligence – AI) και αφετέρου στη διαμόρφωση ενός περιβάλλοντος αυτοεκπληρούμενων προσδοκιών. Στο πλαίσιο αυτό, η εξαιρετικά μεγάλη αύξηση του θεωρούμενου πλούτου των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων, ως αποτέλεσμα της εκρηκτικής ανόδου των χρηματιστηριακών αποτιμήσεων και ιδίως στις Ηνωμένες Πολιτείες, συνέβαλε στην αντίστοιχα έντονη αύξηση της ιδιωτικής και της δημόσιας κατανάλωσης, καθώς και των επενδύσεων παγίου κεφαλαίου. Η δυναμική αυτή εκδηλώθηκε παρά το περιβάλλον υψηλών τιμών προϊόντων, ιδίως υπό καθεστώς δασμολογικής προστασίας, και παρά τα ιδιαίτερα αυξημένα ονομαστικά και πραγματικά επιτόκια. Η ενίσχυση της ζήτησης οδήγησε σε αύξηση του ΑΕΠ και των κερδών των επιχειρήσεων, τα οποία, με τη σειρά τους, τροφοδότησαν νέα υπέρμετρα άνοδο των τιμών των μετοχών, δημιουργώντας έναν αυτοτροφοδοτούμενο κύκλο ενίσχυσης των χρηματιστηριακών αξιών.

Είναι ενδεικτικό ότι κατά το εννεάμηνο του 2025 καταγράφηκε ιδιαίτερα σημαντική αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης, καθώς και των κρατικών και επιχειρηματικών επενδύσεων στις Ηνωμένες Πολιτείες, με έμφαση σε τομείς υποδομής, όπως τα κέντρα δεδομένων, οι σταθμοί παραγωγής ηλεκτρικής ενέργειας, οι υπερυπολογιστές και συναφείς εγκαταστάσεις, οι οποίες συνδέονται άμεσα με την αξιοποίηση των δυνατοτήτων που προσφέρουν οι νέες τεχνολογίες<sup>3</sup>. Παρά ταύτα, οι τρέχουσες κεφαλαιοποιήσεις ενός μεγάλου αριθμού επιχειρηματικών ομίλων στις Ηνωμένες Πολιτείες διαμορφώνονται, προφανώς, σε επίπεδα σημαντικά υψηλότερα ακόμη και από εκείνα – ήδη ιδιαίτερα αυξημένα – που θα μπορούσαν να δικαιολογηθούν από τις μεγάλες αναπτυξιακές ευκαιρίες τις οποίες συνεπάγεται η διάδοση και η εφαρμογή των νέων τεχνολογιών για την οικονομία των ΗΠΑ και την παγκόσμια οικονομία.

Στην πράξη, ένα ευρύ φάσμα οικονομικών παραγόντων, ιδίως στις Ηνωμένες Πολιτείες, εμφανίζεται σήμερα τοποθετημένο σε αυτή την υπερδιογκωμένη χρηματιστηριακή «φούσκα», συμπεριλαμβανομένων και σημαντικών αναλυτών οι οποίοι προβλέπουν ήδη ότι ο δείκτης S&P 500 θα υπερβεί τις 8.000 μονάδες έως το τέλος του 2026. Το σύνολο αυτό των επενδυτών και αναλυτών εμφανίζεται διατεθειμένο να υπερασπιστεί τις εν λόγω τοποθετήσεις με κάθε κόστος, επιδιώκοντας, κυρίως μέσω της αναπαραγωγής και ενίσχυσης συγκεκριμένων αφηγημάτων, να τεκμηριώσει τη λογική και τη βιωσιμότητα των επενδυτικών του επιλογών.

---

<sup>3</sup> Η τεχνητή νοημοσύνη έχει τη δυνατότητα να μεταμορφώσει εντελώς τον κόσμο. Αλλά πρώτα, χρειάζεται μερικά τρισεκατομμύρια δολάρια σε επενδύσεις. Νίκος Βεντουράκης στο Newmoney (16/11/2025) «Πώς οι Big Tech χρηματοδοτούν τις επενδύσεις \$1,5 τρισ. για την AI».

Πίνακας 1.5. Εξελίξεις στις Χρηματιστηριακές Αγορές Δεκέμβριος 2018-Δεκέμβριος 2025												
	DJIA		S&P 500		ΝΙΚΚΕΙ 225		KOSPI Index		DAX 30		FTSE 100	
Δεκ-18	23.805,5		2.567,3		21.032,4		2.041,0		10.834,5		6.728,1	
Δεκ-19	28.167,0	18,32%	3.176,7	23,74%	23.660,4	12,49%	2.197,7	7,67%	13.193,3	21,77%	7.542,4	12,10%
Φεβ-20	28.519,7	1,25%	3.277,3	3,17%	23.180,4	-2,03%	1.987,0	-9,59%	13.306,7	0,86%	6.580,6	-12,75%
Μαρ-20	22.637,4	-20,63%	2.652,4	-19,07%	18.974,0	-18,15%	1.754,6	-11,69%	10.034,3	-24,59%	5.672,0	-13,81%
Νοε-21	35.848,6	58,36%	4.667,4	75,97%	29.370,6	54,79%	2.839,0	61,80%	15.938,8	58,84%	7.059,5	24,46%
Φεβ-22	34.648,5	-3,35%	4.436,0	-4,96%	27.066,5	-7,84%	2.699,2	-4,93%	15.095,8	-5,29%	7.458,3	5,65%
Οκτ-22	30.570,7	-11,77%	3.726,1	-16,00%	26.983,2	-0,31%	2.293,6	-15,03%	12.673,5	-16,05%	7.094,5	-4,88%
Δεκ-23	36.947,9	20,86%	4.685,1	25,74%	33.118,0	22,74%	2.655,3	15,77%	16.681,7	31,63%	7.606,2	7,21%
Οκτ-24	42.494,2	15,01%	5.792,3	23,63%	38.843,8	17,29%	2.556,2	-3,73%	19.335,0	15,91%	8.267,4	8,69%
Νοε-24	43.716,9	2,88%	5.929,9	2,38%	38.645,6	-0,51%	2.455,9	-3,92%	19.236,9	-0,51%	8.287,3	0,24%
Δεκ-24	43.771,0	0,12%	6.010,9	1,37%	39.267,1	1,61%	2.399,5	-2,30%	20.195,5	4,98%	8.173,0	-1,38%
31 Δεκ. 2024	42.544,2		5.881,6		39.894,5		2.397,5		19.909,1		8.173,0	
Απρ.2025	39.876,3	-8,90%	5.369,5	-10,67%	34.343,0	-12,54%	2.556,6	6,55%	21.372,5	5,83%	8.494,9	3,94%
Δεκ-25	48.118,9	9,93%	6.853,0	14,01%	50.162,4	27,75%	4.214,2	75,63%	24.102,4	19,35%	9.539,7	16,72%
31 Δεκ. 2025	48.063,3	12,97%	6.845,5	16,39%	50.339,5	26,18%	4.214,2	75,77%	24.490,4	23,01%	9.931,4	21,51%
% Δ Δεκ.2024/Δεκ.2018	83,9%		134,1%		86,7%		17,6%		86,4%		21,5%	
% Δ Δεκ.2025/Δεκ.2018	102,1%		166,9%		138,5%		106,5%		122,5%		41,8%	

Με βάση τα ανωτέρω, καθώς και το γεγονός ότι το 2025 αποτέλεσε ένα ακόμη έτος έντονης ανοδικής πορείας των χρηματιστηριακών αγορών, προκύπτει ότι η εν λόγω χρηματιστηριακή «φούσκα» έχει πλέον προσλάβει διαστάσεις που δύνανται να χαρακτηριστούν ως ιδιαιτέρως επικίνδυνες. Η εξέλιξη αυτή τροφοδοτείται, σε σημαντικό βαθμό, από την ανεξέλεγκτη δημοσιονομική διαχείριση της Κυβέρνησης των ΗΠΑ, ενώ ο βασικός παράγοντας που στηρίζει τις προσδοκίες για περαιτέρω διόγκωσή της το 2026 συνδέεται με την προοπτική εντατικοποίησης του διευκολυντικού προσανατολισμού της Νομισματικής Πολιτικής από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (FED). Ο συνδυασμός μιας άκρως επεκτατικής δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής στις ΗΠΑ με τη σημαντικά υπερδιογκωμένη και αυτοτροφοδοτούμενη χρηματιστηριακή «φούσκα» συνιστά, υπό τις παρούσες συνθήκες, τον σημαντικότερο κίνδυνο τόσο για την οικονομία των ΗΠΑ όσο και για την παγκόσμια οικονομία συνολικά.

Ενδεικτικά, κατά το 2025, οι εξελίξεις που συνδέθηκαν με την επιβολή δασμών από τις ΗΠΑ αποδείχθηκαν συγκριτικά περιορισμένης σημασίας σε σχέση με τη ραγδαία αύξηση της κεφαλαιοποίησης των μεγάλων τεχνολογικών επιχειρήσεων (big tech) και των λοιπών εισηγμένων εταιρειών στα χρηματιστήρια των ΗΠΑ, αλλά και σε εκείνα της Ευρώπης και της Ιαπωνίας (βλ. Πίνακα 1.5.).

Η κατακόρυφη αύξηση του θεωρούμενου πλούτου των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων στις ΗΠΑ είχε, επιπλέον, ουσιώδεις ενισχυτικές επιδράσεις στη μεγέθυνση του ΑΕΠ των ΗΠΑ το 2025, οι οποίες υπεραντιστάθμισαν τις επίσης σημαντικές αρνητικές επιπτώσεις που απορρέουν από την αντιοικονομική και μη συμβατική εξωτερική πολιτική της χώρας. Συγκεκριμένα, σε ένα έτος κατά το οποίο η χρηματιστηριακή αξία των εισηγμένων εταιρειών στα χρηματιστήρια των ΗΠΑ ανήλθε, σύμφωνα με εκτίμηση της Sibilis Research Ltd, στα 67,77 τρισ. δολάρια στις 30.9.2025, αυξημένη κατά 5,6 τρισ. δολάρια σε σχέση με τις 31.12.2024, μετά από αυξήσεις ύψους 11,42 τρισ. δολαρίων το 2024 και 10,27 τρισ. δολαρίων το 2023, οι δασμοί της Κυβέρνησης των ΗΠΑ υποβαθμίστηκαν, τουλάχιστον βραχυχρόνια, σε διαταραχή σημαντική μεν, αλλά δευτερεύουσας σημασίας.

Παράλληλα, υπό το πρίσμα των ανωτέρω αυξήσεων στον θεωρούμενο πλούτο των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων, η ενίσχυση της ιδιωτικής κατανάλωσης (ΙΚ) και του ΑΕΠ των ΗΠΑ σε τρέχουσες τιμές κατά 1,06 τρισ. και 1,49 τρισ. δολάρια αντίστοιχα το 2024, καθώς και κατά 1,19 τρισ. και 1,46 τρισ. δολάρια το 2025, μπορεί να θεωρηθεί αναμενόμενη εξέλιξη, παρά την αδιαμφισβήτητη αρνητική επίδραση των δασμών. Χαρακτηριστικό είναι ότι η συμβολή των

καθαρών εξαγωγών στη μεταβολή του ΑΕΠ των ΗΠΑ διαμορφώθηκε σε αρνητικό επίπεδο (-0,48 ποσοστιαίες μονάδες) στο εννεάμηνο του 2025 και εκτιμάται ότι θα παραμείνει αρνητική τόσο για το σύνολο του 2025 (-0,29 ποσοστιαίες μονάδες), όσο και για το 2026 (-0,17 ποσοστιαίες μονάδες) και το 2027 (-0,22 ποσοστιαίες μονάδες). Οι δασμοί δύνανται να περιορίσουν τις εισαγωγές, ωστόσο ταυτόχρονα περιορίζουν, ενδεχομένως σε μεγαλύτερο βαθμό, και τις εξαγωγές.

Τρίτον, τα ανωτέρω φαινόμενα, ήτοι η αναχρονιστική δασμολογική πολιτική, η άκρως επεκτατική δημοσιονομική πολιτική των ΗΠΑ και η εξαιρετικά εκρηκτική ανοδική πορεία των μετοχικών αξιών στις ΗΠΑ, παρατηρούνται το 2025, όπως είχαν ήδη παρατηρηθεί το 2024 και το 2023, διότι, μετά την πανδημία Covid-19, η δυνατότητα των Κεντρικών Τραπεζών των μεγάλων οικονομιών να αντιμετωπίζουν τόσο σημαντικές όσο και λιγότερο έντονες χρηματοοικονομικές κρίσεις φαίνεται να έχει ενισχυθεί καθοριστικά. Οι Κεντρικές Τράπεζες χρηματοδότησαν ουσιαστικά τόσο τα ιδιαίτερα μεγάλα δημοσιονομικά πακέτα των κυβερνήσεων κατά την περίοδο 2020-2021, όσο και την αποτελεσματική αναχρηματοδότηση του διογκωμένου δημοσίου χρέους ορισμένων χωρών, όπως ενδεικτικά η Ιταλία, οι ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο. Παράλληλα, οι κίνδυνοι αδυναμίας αναχρηματοδότησης του χρέους των χωρών αυτών, και ιδίως των ΗΠΑ, φαίνεται πλέον να αξιολογούνται από τις αγορές ως ουσιαστικά μηδενικοί. Οι κίνδυνοι που συνδέονταν με την υπερχρέωση της Γενικής Κυβέρνησης σε ορισμένες χώρες, οι οποίοι ήταν ιδιαίτερα έντονοι πριν την πανδημία Covid-19, έπαψαν σε μεγάλο βαθμό να απασχολούν τις κυβερνήσεις και τους επενδυτές, ιδίως στις ΗΠΑ, τόσο κατά τη διάρκεια της πανδημίας όσο και, σε ακόμη μεγαλύτερο βαθμό, στη μεταπανδημική περίοδο.

Αποτέλεσμα των ανωτέρω πολιτικών επιλογών και θεσμικών καινοτομιών ήταν ότι ακόμη και το 2023 και το 2024, περίοδο κατά την οποία τα ονομαστικά επιτόκια είχαν αυξηθεί σημαντικά και ο πόλεμος στην Ουκρανία βρισκόταν σε πλήρη εξέλιξη, η οικονομία των ΗΠΑ συνέχισε την ισχυρή αναπτυξιακή της πορεία, με ρυθμούς αύξησης του ΑΕΠ κατά 2,9% και 2,79% αντίστοιχα. Αντιθέτως, η επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας που καταγράφηκε στην ΕΕ-20, με ρυθμούς μεγέθυνσης 0,45% και 0,89%, καθώς και η ήπια μείωση του ΑΕΠ σε χώρες όπως η Γερμανία και η Ολλανδία, παρέμειναν ελεγχόμενες και αποδίδονται κυρίως στις εξαιρετικά δυσμενείς γεωπολιτικές συνθήκες που επηρέασαν τις συγκεκριμένες οικονομίες.

Σημαντική συμβολή στις εξελίξεις αυτές είχε η διατήρηση των Πρωτογενών Δαπανών της Γενικής Κυβέρνησης (ΠΔΓΚ) στις περισσότερες χώρες, και ιδίως στις ΗΠΑ, στα ίδια ή και υψηλότερα επίπεδα σε σύγκριση με το 2021, παρά το γεγονός ότι οι δαπάνες που σχετίζονταν άμεσα με την αντιμετώπιση της πανδημίας Covid-19 είχαν πλέον εκλείψει. Τα δημοσιονομικά πακέτα που αρχικά υιοθετήθηκαν για την αντιμετώπιση των επιπτώσεων της πανδημίας μετασηματίστηκαν σε πακέτα στήριξης για την αντιμετώπιση της ενεργειακής κρίσης και των αυξημένων τιμών των τροφίμων, για την ενίσχυση των οικονομικών και κοινωνικών υποδομών, καθώς και για επενδύσεις υποδομής, ιδίως σε τομείς που συνδέονται με την ανάπτυξη νέων τεχνολογιών και, ειδικότερα, της τεχνητής νοημοσύνης (AI). Ως αποτέλεσμα, οι δαπάνες της Γενικής Κυβέρνησης για κατανάλωση και επενδύσεις στις ΗΠΑ αυξήθηκαν κατά 3,48% το 2023, κατά 3,81% το 2024 και κατά 1,91% στο εννεάμηνο του 2025.

Οι Κεντρικές Τράπεζες, από την πλευρά τους, συνέχισαν να στηρίζουν τις κυβερνήσεις και κατά το 2022, ενώ στις ΗΠΑ η συμβολή της Ομοσπονδιακής Τράπεζας (FED) στη μεγέθυνση της οικονομίας παρέμεινε σημαντική τόσο το 2023 όσο και το 2024, παρά τη σημαντική αύξηση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων.

Σε γενικότερο επίπεδο, η δυνατότητα της FED να παρεμβαίνει, όποτε το κρίνει αναγκαίο, προκειμένου να διατηρεί τα μακροπρόθεσμα επιτόκια, και ιδίως τις αποδόσεις των κρατικών

ομολόγων των ΗΠΑ, σε σχετικά χαμηλά και διαχειρίσιμα επίπεδα, παρά τη μεγάλη αύξηση των δανειακών αναγκών της Ομοσπονδιακής Κυβέρνησης, φαίνεται να θεωρείται πλέον από τις αγορές ως η νέα κανονικότητα. Στη βάση αυτής της νέας πραγματικότητας στηρίχθηκαν οι εξελίξεις του 2025, τόσο ως προς τη μεγέθυνση της οικονομίας όσο και ως προς την εκρηκτική αύξηση της χρηματιστηριακής αξίας των εισηγμένων εταιρειών στις ΗΠΑ.

Η εν λόγω νέα πραγματικότητα ενδέχεται να τεθεί υπό αμφισβήτηση μόνο στην περίπτωση κατά την οποία ο πληθωρισμός αρχίσει να αυξάνεται επίμονα, οδηγώντας σε απότομη άνοδο των αποδόσεων των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων των ΗΠΑ, χωρίς τη δυνατότητα αποτελεσματικής παρέμβασης της FED για τον περιορισμό της αύξησης του κόστους δανεισμού της Γενικής (Ομοσπονδιακής) Κυβέρνησης. Η εξέλιξη αυτή, παρότι είχε εκτιμηθεί ως πιθανή, δεν υλοποιήθηκε τελικά το 2025, λόγω της σημαντικής πτώσης των τιμών του πετρελαίου και της καταλυτικής επίδρασής της στη συγκράτηση του πληθωρισμού.

Ωστόσο, υπάρχουν σημαντικές πιθανότητες η προαναφερθείσα νέα πραγματικότητα να τεθεί υπό αμφισβήτηση, είτε σταδιακά είτε πιο απότομα, κατά τα επόμενα έτη, εφόσον οι τιμές του πετρελαίου και/ή της ηλεκτρικής ενέργειας αρχίσουν να αυξάνονται, λόγω, ενδεικτικά, του εκτοπισμού της προσφοράς πετρελαίου και φυσικού αερίου από τη Ρωσία, καθώς και της έντονης αύξησης της ζήτησης ενέργειας που συνδέεται με τη λειτουργία των υποδομών τεχνητής νοημοσύνης. Μια τέτοια εξέλιξη, που θα οδηγήσει σε υψηλότερο πληθωρισμό και υψηλότερα επιτόκια, θα συμβεί σε ένα περιβάλλον όπου το χρέος και οι δανειακές ανάγκες της Κυβέρνησης των ΗΠΑ αναμένεται να συνεχίσουν να διογκώνονται από τα ήδη ιδιαίτερα υψηλά σημερινά επίπεδά τους. Δεδομένου ότι μόνο μέσω μιας ολοένα και πιο επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής καθίσταται εφικτή η διατήρηση αποδεκτών ρυθμών ανάπτυξης της οικονομίας των ΗΠΑ, ιδίως σε ένα σενάριο όπου η παγκόσμια οικονομία εκτός ΗΠΑ δεν ανακάμπτει ουσιαστικά, για παράδειγμα υπό το βάρος της αποσταθεροποιητικής πολιτικής αποδόμησης του θεσμικού πλαισίου του διεθνούς εμπορίου από τις ΗΠΑ, οι μελλοντικοί κίνδυνοι παραμένουν αυξημένοι.

#### 1.4.2 Η ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας και των μεγάλων χωρών το 2025

Όπως αποτυπώνεται στον Πίνακα 1.3., το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ, Οκτώβριος 2025) προβλέπει ότι ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ θα διαμορφωθεί στο 3,2% το 2025, συνοδευόμενος από αύξηση του παγκόσμιου εμπορίου κατά 3,6%, παρά την εφαρμογή δασμών από τις ΗΠΑ, καθώς και από εκτιμώμενη μείωση της μέσης τιμής του πετρελαίου κατά 12,9%. Ειδικότερα, σύμφωνα με τις προβλέψεις του ΔΝΤ για το 2025, το πραγματικό ΑΕΠ των ΗΠΑ αναμένεται να αυξηθεί κατά 2,0%, της ΕΕ-20 κατά 1,2%, με την αντίστοιχη αύξηση στη Γερμανία να εκτιμάται μόλις στο 0,2%. Παράλληλα, προβλέπεται αύξηση του ΑΕΠ της Ιαπωνίας κατά 1,1%, της Κίνας κατά 4,8%, της Ινδίας κατά 6,6%, καθώς και του Ηνωμένου Βασιλείου (ΗΒ) κατά 1,3%.

Επιπλέον, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Νοέμβριος 2025) προβλέπει για το 2025 ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ των ΗΠΑ κατά 1,8%, της ΕΕ-20 κατά 1,3%, της Ιαπωνίας κατά 1,1% και του Ηνωμένου Βασιλείου (ΗΒ) κατά 1,4%.

Οι ανωτέρω προβλέψεις εδράζονται στην εξέλιξη του ΑΕΠ των εν λόγω οικονομιών κατά το πρώτο εξάμηνο του 2025, καθώς και στα διαθέσιμα στοιχεία της οικονομικής συγκυρίας έως και τον Σεπτέμβριο του 2025.

Με βάση την πορεία του ΑΕΠ στο εννεάμηνο του 2025 και τα στοιχεία της οικονομικής συγκυρίας έως τις 24 Δεκεμβρίου 2025, οι εκτιμήσεις του ΙΝΣΕΤΕ για τον ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ στις μεγάλες οικονομίες το 2025 διαμορφώνονται ως ακολούθως:

Το ΑΕΠ των ΗΠΑ (Πίνακας 4.2., Κεφάλαιο 4) αυξήθηκε κατά 2,14% στο εννεάμηνο του 2025 (εννεάμηνο 2024: 2,93%), με την εγχώρια τελική ζήτηση (ΕΤΔ) να καταγράφει αύξηση 2,51%, συμβάλλοντας θετικά στη μεταβολή του ΑΕΠ κατά 2,62 ποσοστιαίες μονάδες. Η εξέλιξη αυτή προήλθε από την αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης (ΙΚ) κατά 2,81%, της κατανάλωσης της Γενικής Κυβέρνησης (ΚτΓΚ) κατά 1,91%, καθώς και των επενδύσεων παγίου κεφαλαίου (ΠΚ) κατά 2,65%, με τις επιχειρηματικές επενδύσεις να αυξάνονται κατά 3,58% και τις επενδύσεις σε ακίνητα κατά 1,49%. Παράλληλα, καταγράφηκε μείωση των αποθεμάτων (ΕσΑ+ΣΔ) κατά 27,9 δισ. δολάρια.

Αντιθέτως, οι καθαρές εξαγωγές είχαν αρνητική συμβολή στη μεταβολή του ΑΕΠ κατά -0,48 ποσοστιαίες μονάδες, καθώς οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών αυξήθηκαν κατά 1,71%, ενώ οι εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών αυξήθηκαν κατά 4,29%. Ωστόσο, στο τρίτο τρίμηνο του 2025 οι καθαρές εξαγωγές συνέβαλαν θετικά στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 0,46 ποσοστιαίες μονάδες, εξέλιξη που συνδέεται με τη μείωση των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών κατά 1,83%. Ειδικότερα, οι εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών είχαν αυξηθεί σημαντικά κατά 7,46% στο πρώτο εξάμηνο του 2025, λόγω της επίσπευσης των εισαγωγών με στόχο την αποφυγή της επιβολής δασμών.

Ιδιαίτερη μνεία πρέπει να γίνει στη συνεχιζόμενη ισχυρή αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης κατά 2,81% και των επιχειρηματικών επενδύσεων κατά 3,58%, παρά τις υψηλές τιμές πολλών προϊόντων, ως αποτέλεσμα του αυξημένου πληθωρισμού κατά την περίοδο 2021-2025, καθώς και παρά τα υψηλά ονομαστικά και πραγματικά επιτόκια (Πίνακας 4.1α)<sup>4</sup>. Παρά την εφαρμογή δασμών προπολεμικού χαρακτήρα και ακόμη και την υποτίμηση του δολαρίου, η μεγέθυνση του ΑΕΠ των ΗΠΑ εξακολουθεί να στηρίζεται στη συνεχιζόμενη διόγκωση της εγχώριας ζήτησης μέσω της επεκτατικής δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής, καθώς και στη σημαντική αύξηση του θεωρούμενου πλούτου των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων, η οποία συνδέεται με την ιδιαίτερα έντονη άνοδο των χρηματιστηριακών δεικτών.

Περαιτέρω, η υψηλή αναπτυξιακή επίδοση των ΗΠΑ κατά τα έτη 2023 (2,93%), 2024 (2,79%) και στο εννεάμηνο του 2025 (2,14%), σε συνδυασμό με τη διαμόρφωση του ποσοστού ανεργίας στο 4,6% τον Νοέμβριο του 2025, από 4,1% τον Δεκέμβριο του 2024, προσδιορίστηκε όχι μόνο από τη συνεχιζόμενη επεκτατική δημοσιονομική πολιτική και τα σημαντικά αποτελέσματα πλούτου (wealth effects), όπως προαναφέρθηκε, αλλά και από το γεγονός ότι οι μεγάλες γεωπολιτικές συγκρούσεις στην Ουκρανία και στη Μέση Ανατολή λειτούργησαν, κατά πάσα πιθανότητα, ενισχυτικά για την οικονομία των ΗΠΑ, μέσω της αύξησης των εξαγωγών προϊόντων ενέργειας, λοιπών αγαθών, καθώς και οπλικών συστημάτων.

Ωστόσο, η συνεχιζόμενη υποτιμητική πορεία του δολαρίου, παρά τα ιδιαίτερα υψηλά επιτόκια στις ΗΠΑ, θέτει υπό αυξανόμενη αμφισβήτηση την αντίληψη των ΗΠΑ ως της πλέον ασφαλούς χώρας για επενδύσεις σε παγκόσμιο επίπεδο. Η αμφισβήτηση αυτή παραμένει, προς το παρόν,

---

<sup>4</sup> Σημειώνεται, ωστόσο, ότι το μέσο ποσοστό P/E για τον S&P 500 διαμορφωνόταν τον Οκτώβριο του 2025 στο 28,7%, που συνεπάγεται εξαιρετικά χαμηλό κόστος χρηματοδότησης των εταιρειών των ΗΠΑ με ίδια κεφάλαια. Αυτό δίνει μεγάλη ώθηση στις επιχειρηματικές επενδύσεις (ιδιαίτερα σε επενδύσεις για την ανάπτυξη του AI), παρά το ότι το επιτόκιο στα εταιρικά ομόλογα και το κόστος δανεισμού με τραπεζικά κεφάλαια είναι ακόμη πολύ υψηλό.

περιορισμένη, εκτιμάται όμως ότι ενδέχεται να ενταθεί κατά τα έτη 2026 και 2027, εφόσον δεν μεταβληθεί ουσιαστικά η δημοσιονομική πολιτική των ΗΠΑ.

Είναι ενδεικτικό ότι, παρά την επιβολή δασμών, το πλεόνασμα του εξωτερικού εμπορικού ισοζυγίου (ΕΕΙ) της Κίνας αυξήθηκε κατά 18,6% το 2025 (2024: 15,67%), ενώ το έλλειμμα του ισοζυγίου αγαθών και υπηρεσιών (ΕΙΑ&Υ) των ΗΠΑ αυξήθηκε κατά 10,93% στο εννεάμηνο του 2025. Το έλλειμμα του ισοζυγίου αγαθών και υπηρεσιών των ΗΠΑ εκτιμάται ότι θα συνεχίσει να διευρύνεται, ανεξαρτήτως της εφαρμογής δασμών, όσο αυξάνεται το έλλειμμα του ισοζυγίου της Ομοσπονδιακής Γενικής Κυβέρνησης (ΙτΟΓΚ), σε συνδυασμό με τη μείωση του πλεονάσματος του ιδιωτικού τομέα, εξέλιξη που συνδέεται άμεσα με τα έντονα αποτελέσματα πλούτου από την υπερδιόγκωση του θεωρούμενου πλούτου των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων.

Στην τρέχουσα περίοδο, τα διαθέσιμα στοιχεία της οικονομικής συγκυρίας στις ΗΠΑ καταδεικνύουν ότι το επίπεδο της οικονομικής δραστηριότητας παραμένει αισθητά υψηλότερο από τις αρχικές προσδοκίες. Ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα περιοριστεί στο 1,7% κατά το τέταρτο τρίμηνο του 2025, με την επιβράδυνση αυτή να αποδίδεται κυρίως στη διακοπή της λειτουργίας της Ομοσπονδιακής Κυβέρνησης των ΗΠΑ για χρονικό διάστημα περίπου 40 ημερών, από τις αρχές Οκτωβρίου 2025 έως και το πρώτο δεκαήμερο του Νοεμβρίου 2025.

Η απασχόληση στον μη αγροτικό τομέα αυξήθηκε, κατά μέσο όρο, κατά 17 χιλ. άτομα μηνιαίως την περίοδο Μαΐου–Νοεμβρίου 2025, ενώ τον Νοέμβριο του 2025 ήταν αυξημένη κατά 933 χιλ. άτομα σε σύγκριση με τον Νοέμβριο του 2024. Το ποσοστό ανεργίας κατέγραψε οριακή άνοδο και διαμορφώθηκε στο 4,6% τον Νοέμβριο του 2025. Παράλληλα, η επιβράδυνση του μηνιαίου ρυθμού αύξησης της απασχόλησης υποδηλώνει ότι η αγορά εργασίας έχει επηρεαστεί αρνητικά τόσο από την εφαρμογή των δασμών όσο και από τα υψηλά πραγματικά επιτόκια.

(i) Ο δείκτης ISM PMI στη μεταποίηση και στις υπηρεσίες διαμορφώθηκε τον Νοέμβριο του 2025 στο 48,2 και 52,6 αντίστοιχα, έναντι 48,7 και 52,4 τον Οκτώβριο του 2025 και 49,2 και 54,0 τον Δεκέμβριο του 2024.

(ii) Οι λιανικές πωλήσεις, σε τρέχουσες και σταθερές τιμές, αυξήθηκαν κατά 4,26% σε ετήσια βάση και κατά 1,2% αντίστοιχα τον Σεπτέμβριο του 2025, ενώ στο εννεάμηνο του 2025 κατέγραψαν αύξηση κατά 4,41% και 1,66% αντίστοιχα.

Τα ανωτέρω στοιχεία καταδεικνύουν τη συνέχιση της ισχυρής ανοδικής πορείας της ιδιωτικής κατανάλωσης στις ΗΠΑ και κατά το τέταρτο τρίμηνο του 2025, ενώ οι ιδιωτικές – επιχειρηματικές επενδύσεις εκτιμάται ότι θα παραμείνουν σημαντικά αυξημένες. Αντιθέτως, η κατανάλωση και οι επενδύσεις της Γενικής Κυβέρνησης αναμένεται να εμφανίσουν μείωση, ως αποτέλεσμα της μη λειτουργίας της Κυβέρνησης για το προαναφερθέν χρονικό διάστημα. Τέλος, οι καθαρές εξαγωγές εκτιμάται ότι θα έχουν μικρή, αλλά θετική, συμβολή στη μεταβολή του ΑΕΠ και κατά το τέταρτο τρίμηνο του 2025.

Τα ανωτέρω στοιχεία τεκμηριώνουν την εκτίμηση για αύξηση του ΑΕΠ κατά 1,7% στο τέταρτο τρίμηνο του 2025, με την εγχώρια τελική ζήτηση (ΕΤΔ) να αυξάνεται κατά 1,38% (τέταρτο τρίμηνο 2024: 2,87%) και κατά 2,23% σε ετήσια βάση το 2025 (2024: 3,14%). Παράλληλα, εκτιμάται ότι οι καθαρές εξαγωγές θα έχουν θετική συμβολή στη μεταβολή του ΑΕΠ κατά 0,26 ποσοστιαίες μονάδες στο τέταρτο τρίμηνο του 2025, εξέλιξη που συνδέεται με την αναμενόμενη μείωση των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών κατά 1,0%, σε συνδυασμό με αύξηση των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών κατά 0,90%.

Για το σύνολο του 2025, η συμβολή των καθαρών εξαγωγών εκτιμάται ότι θα παραμείνει αρνητική, σε -0,29 ποσοστιαίες μονάδες, με τις εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών να αυξάνονται κατά 1,5% και τις εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών κατά 2,9%. Η εξέλιξη αυτή αποδίδεται στη σημαντικά αρνητική επίδραση των καθαρών εξαγωγών στο εννεάμηνο του 2025, η οποία διαμορφώθηκε σε -0,47 ποσοστιαίες μονάδες.

Συνεπώς, προκύπτει εκτίμηση για αύξηση του ΑΕΠ κατά 1,7% στο τέταρτο τρίμηνο του 2025 και κατά 2,0% σε ετήσια βάση το 2025, έναντι αύξησης 2,14% στο εννεάμηνο του 2025.

Το ΑΕΠ της ΕΕ-20 αυξήθηκε κατά 1,35% σε ετήσια βάση στο εννεάμηνο του 2025, με την εγχώρια τελική ζήτηση (ΕΤΔ) να καταγράφει σχετικά ισχυρή αύξηση κατά 2,03%, συμβάλλοντας θετικά στη μεταβολή του ΑΕΠ κατά 1,92 ποσοστιαίες μονάδες, ενώ οι καθαρές εξαγωγές είχαν αρνητική επίπτωση ύψους -0,57 ποσοστιαίων μονάδων.

Ειδικότερα:

(i) Η αύξηση της ΕΤΔ κατά 2,03% προήλθε από την άνοδο της ιδιωτικής κατανάλωσης (ΙΚ) κατά 1,25% (γ' τρίμηνο 2025: 1,05%), από τη μεγαλύτερη αύξηση της κατανάλωσης της Γενικής Κυβέρνησης (ΚτΓΚ) κατά 1,70% (γ' τρίμηνο 2025: 1,71%), καθώς και από τη σημαντική ενίσχυση των επενδύσεων παγίου κεφαλαίου (ΠΚ) κατά 2,46% (γ' τρίμηνο 2025: 2,38%). Παράλληλα, καταγράφηκε αύξηση των αποθεμάτων (ΕσΑ+ΣΔ) κατά 37,7 δισ. ευρώ στο εννεάμηνο του 2025 (γ' τρίμηνο 2025: 6,51 δισ. ευρώ).

(ii) Η αρνητική συμβολή των καθαρών εξαγωγών κατά -0,57 ποσοστιαίες μονάδες οφείλεται στην αύξηση των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών κατά 1,66% (γ' τρίμηνο 2025: 2,68%), σε συνδυασμό με τη σημαντικά μεγαλύτερη αύξηση των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών κατά 3,21% (γ' τρίμηνο 2025: 3,68%). Στο γ' τρίμηνο του 2025, η επίπτωση των καθαρών εξαγωγών στη μεταβολή του ΑΕΠ διαμορφώθηκε σε -0,29 ποσοστιαίες μονάδες.

Ο λόγος περιεκτικότητας εισαγωγών (import content ratio – χ-ratio) της αύξησης του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ κατά 1,91%, με τις εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών να αυξάνονται κατά 3,21%, ανήλθε στο 50,2% στο εννεάμηνο του 2025, έναντι -37,9% στο αντίστοιχο διάστημα του 2024.

Συνολικά, η αύξηση του ΑΕΠ της ΕΕ-20 για το σύνολο του 2025 εκτιμάται πλέον από το ΙΝΣΕΤΕ στο 1,3%, με τον ρυθμό μεγέθυνσης στο τέταρτο τρίμηνο του 2025 να εκτιμάται στο 1,2%. Σημειώνεται ότι το ΔΝΤ τον Απρίλιο του 2025 και η Ευρωπαϊκή Επιτροπή τον Μάιο του 2025 εκτιμούσαν την αύξηση του ΑΕΠ της ΕΕ-20 μόλις στο 0,8% και 0,9% αντίστοιχα. Ωστόσο, κατά τον Οκτώβριο και τον Νοέμβριο του 2025, οι εκτιμήσεις αυτές αναθεωρήθηκαν ανοδικά στο 1,2% και 1,3% αντίστοιχα.<sup>5</sup>

Στο Ηνωμένο Βασίλειο (ΗΒ), το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 1,48% σε ετήσια βάση στο εννεάμηνο του 2025 (γ' τρίμηνο 2025: 1,26% σε ετήσια βάση). Η εξέλιξη αυτή προσδιορίστηκε, αφενός, από την αύξηση της εγχώριας τελικής ζήτησης (ΕΤΔ) κατά 1,94%, η οποία συνέβαλε θετικά στη μεταβολή του ΑΕΠ κατά 1,97 ποσοστιαίες μονάδες. Ειδικότερα, η άνοδος της ΕΤΔ προήλθε από την αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης (ΙΚ) κατά 0,96% (γ' τρίμηνο 2025: 0,76%), της κατανάλωσης της Γενικής Κυβέρνησης (ΚτΓΚ) κατά 2,06% (γ' τρίμηνο 2025: 1,9%), καθώς και των

---

<sup>5</sup> Βέβαια, η ΕΕ (Νοέμβριος 2025) εκτιμά την αύξηση του ΑΕΠ της ΕΕ-20 στο 1,3% το 2025, αλλά με αύξηση του ΑΕΠ της Ιρλανδίας κατά 10,7% (με επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ της ΕΕ-20 κατά 0,39 π.μ.). Αυτό σημαίνει ότι στην ΕΕ-19 (εκτός της Ιρλανδίας) η αύξηση του ΑΕΠ ήταν στο 0,9%.

επενδύσεων παγίου κεφαλαίου (ΠΚ) κατά 3,21% (γ' τρίμηνο 2025: 3,81%). Παράλληλα, καταγράφηκε αύξηση των αποθεμάτων (ΕσΑ+ΣΔ) κατά 7,1 δισ. λίρες στο εννεάμηνο του 2025 (γ' τρίμηνο 2025: +2,72 δισ. λίρες).

Αφετέρου, η αύξηση του ΑΕΠ του ΗΒ περιορίστηκε από τη νέα αρνητική συμβολή των καθαρών εξαγωγών, η οποία διαμορφώθηκε σε -0,49 ποσοστιαίες μονάδες στο εννεάμηνο του 2025, καθώς οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών αυξήθηκαν κατά 3,4%, ενώ οι εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών αυξήθηκαν σε μεγαλύτερο βαθμό, κατά 4,70%. Στο γ' τρίμηνο του 2025, η αρνητική επίπτωση των καθαρών εξαγωγών ήταν ακόμη εντονότερη, στις -0,72 ποσοστιαίες μονάδες (εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών: 2,64%, εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών: 4,71%). Ο λόγος περιεκτικότητας εισαγωγών (import content ratio – χ-ratio) της αύξησης του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ κατά 2,29% στο εννεάμηνο του 2025, με τις εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών να αυξάνονται κατά 4,70%, διαμορφώθηκε στο 51,3%.

Μετά τις εξελίξεις του εννεαμήνου του 2025, κατά το τέταρτο τρίμηνο του έτους καταγράφηκε ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας τόσο στη βιομηχανία όσο και στις υπηρεσίες. Ειδικότερα, ο δείκτης PMI στη βιομηχανία ανήλθε στο 51,2 τον Δεκέμβριο του 2025, από 46,2 τον Σεπτέμβριο του 2025, ενώ και στον τομέα των υπηρεσιών η οικονομική δραστηριότητα κινήθηκε ανοδικά, με τον σχετικό δείκτη PMI να διαμορφώνεται στο 52,1 τον Δεκέμβριο του 2025. Με βάση τα ανωτέρω, η αύξηση του ΑΕΠ του ΗΒ το 2025 εκτιμάται πλέον από το ΙΝΣΕΤΕ στο 1,4%, με τον ρυθμό μεγέθυνσης στο τέταρτο τρίμηνο του 2025 να εκτιμάται στο 1,21%. Οι εκτιμήσεις αυτές συγκρίνονται με εκείνες του ΔΝΤ (Οκτώβριος 2025: 1,3%, Απρίλιος 2025: 1,1%) και της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (Νοέμβριος 2025: 1,4%, Μάιος 2025: 1,0%).

Στην Ιαπωνία, το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 1,62% σε ετήσια βάση στο εννεάμηνο του 2025, μετά τη μικρή μείωσή του κατά -0,16% το 2024 (εννεάμηνο 2024: -0,56% σε ετήσια βάση). Η ανάκαμψη που καταγράφηκε στο εννεάμηνο του 2025 αποδίδεται, πρώτον, στην αύξηση της εγχώριας τελικής ζήτησης κατά 1,58%, η οποία συνέβαλε ισόποσα στη μεταβολή του ΑΕΠ. Η εξέλιξη αυτή προσδιορίστηκε από τη σημαντική αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης κατά 1,32% (εννεάμηνο 2024: 0,81%), της κατανάλωσης της Γενικής Κυβέρνησης κατά 0,41% (εννεάμηνο 2024: 0,59%), καθώς και από την αξιολογη άνοδο των επενδύσεων παγίου κεφαλαίου κατά 1,95% σε ετήσια βάση (εννεάμηνο 2024: -0,34%). Οι επενδύσεις αυτές ενισχύθηκαν κυρίως από την αύξηση των επιχειρηματικών επενδύσεων κατά 2,83%, ενώ οι επενδύσεις σε κατοικίες μειώθηκαν κατά 0,78%.

Παράλληλα, οι καθαρές εξαγωγές είχαν μικρή αλλά θετική συμβολή στη μεταβολή του ΑΕΠ στο εννεάμηνο του 2025, κατά 0,04 ποσοστιαίες μονάδες, με τις εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών να αυξάνονται κατά 4,43% και τις εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών κατά 4,26%. Με βάση τις εξελίξεις αυτές, το ΙΝΣΕΤΕ εκτιμά την αύξηση του ΑΕΠ της Ιαπωνίας στο 1,5% για το 2025, με τον ρυθμό μεγέθυνσης στο τέταρτο τρίμηνο του 2025 να εκτιμάται στο 1,1%. Η εκτίμηση αυτή συγκρίνεται με τις προβλέψεις του ΔΝΤ (Οκτώβριος 2025: 1,1%, Απρίλιος 2025: 0,6%) και της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (Νοέμβριος 2025: 1,1%, Μάιος 2025: 0,7%).

Στην Κίνα, το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 5,14% στο εννεάμηνο του 2025 (γ' τρίμηνο 2025: 4,8%), εξέλιξη που στηρίζει τον στόχο της κυβέρνησης για αύξηση του ΑΕΠ κατά 5,0% το 2025 (εκτίμηση για το τέταρτο τρίμηνο 2025: 4,6%). Το ΔΝΤ (Οκτώβριος 2025) και η Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Νοέμβριος 2025) εκτιμούν, από την πλευρά τους, ότι ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ της Κίνας θα διαμορφωθεί στο 4,8% το 2025 και σε ελαφρώς χαμηλότερα επίπεδα το 2026. Αξιοσημείωτη εξέλιξη αποτελεί η άνοδος του δείκτη PMI στη μεταποίηση πάνω από το όριο των 50 μονάδων, στο 50,1 τον Δεκέμβριο του 2025, μετά από οκτώ μήνες διαμόρφωσής του οριακά κάτω από το 50 (Μάρτιος 2025: 50,5). Με βάση την πορεία του ΑΕΠ στο εννεάμηνο του 2025

και τα διαθέσιμα στοιχεία οικονομικής συγκυρίας για το τέταρτο τρίμηνο του έτους, το ΙΝΣΕΤΕ εκτιμά πλέον την αύξηση του ΑΕΠ της Κίνας στο 5,0% το 2025 (τέταρτο τρίμηνο 2025: 4,6%), επισημαίνοντας ότι η αρνητική επίπτωση των δασμών των ΗΠΑ στις κινεζικές εξαγωγές αναμένεται να καταστεί περισσότερο αισθητή κατά το τέταρτο τρίμηνο του 2025 και το 2026.

Ωστόσο, η αύξηση του ΑΕΠ της Κίνας εξακολουθεί να ενισχύεται σε σημαντικό βαθμό από τις καθαρές εξαγωγές, με έντονη άνοδο των εξαγωγών, ιδίως στον τομέα της βιομηχανίας υψηλής τεχνολογίας, γεγονός που συνέβαλε στην περαιτέρω διεύρυνση του εμπορικού πλεονάσματος της χώρας κατά 18,6% το 2025, μετά την αύξησή του κατά 15,67% το 2024 (Πίνακας 3.3.). Η στρατηγική αυτή, η οποία στηρίζει την οικονομική μεγέθυνση της Κίνας σε μεγάλο βαθμό στις καθαρές εξαγωγές και στη σημαντική αύξηση των επενδύσεων στην εξαγωγική βιομηχανία, δεν θεωρείται βιώσιμη στη μεσομακροπρόθεσμη περίοδο, ακόμη και ανεξαρτήτως της αντιαναπτυξιακής δασμολογικής πολιτικής των ΗΠΑ. Αντιθέτως, η εγχώρια ζήτηση παραμένει ασθενής, με μη ικανοποιητική συμβολή στη μεταβολή του ΑΕΠ, καθώς η παρατεταμένη ύφεση στον τομέα των ακινήτων εξακολουθεί να επηρεάζει αρνητικά τόσο τις καταναλωτικές δαπάνες όσο και τις επενδύσεις.

Η κρίση στην αγορά ακινήτων από το 2022 και μετά είχε σημαντική αρνητική επίδραση στην οικονομική μεγέθυνση της Κίνας, η οποία κορυφώθηκε κατά τα έτη 2023 και 2024 και συνεχίζει να υφίσταται και το 2025. Πέραν των κινδύνων που απορρέουν από την πιθανότητα εκδήλωσης ευρύτερης χρηματοοικονομικής κρίσης, λόγω της υπερχρέωσης και των προβλημάτων ρευστότητας που αντιμετωπίζουν πολλές κατασκευαστικές εταιρείες, καθώς και οι τράπεζες και οι περιφερειακοί χρηματοδοτικοί οργανισμοί που τις έχουν χρηματοδοτήσει, εκτιμάται ότι ο τομέας των ακινήτων επηρέασε αρνητικά την ανάπτυξη της Κίνας το 2025 και θα συνεχίσει να την επηρεάζει δυσμενώς και στα επόμενα έτη, τουλάχιστον έως το 2030.

Προς το παρόν, η πολιτική στήριξης της οικονομικής μεγέθυνσης της Κίνας μέσω των καθαρών εξαγωγών ευνοείται από την άκρως επεκτατική μακροοικονομική πολιτική των ΗΠΑ και, σε μικρότερο βαθμό, της ΕΕ-20 και του Ηνωμένου Βασιλείου, παρά την εφαρμογή προπολεμικού τύπου προστατευτικών μέτρων έναντι των εισαγωγών το 2025, με τον μέσο σταθμισμένο δασμό των ΗΠΑ έναντι της Κίνας να υπερβαίνει το 36%. Οι πολιτικές αυτές στηρίζουν την οικονομική μεγέθυνση των οικονομιών τους κυρίως στην εγχώρια ζήτηση, με αποτέλεσμα την αρνητική συμβολή των καθαρών εξαγωγών στη μεταβολή του ΑΕΠ τους. Ενδεικτικά, η σημαντική αύξηση της εγχώριας τελικής ζήτησης στις ΗΠΑ κατά 2,38% το 2023, 3,14% το 2024 και 2,23% το 2025 ενισχύει την εξαγωγική επίδοση της Κίνας τόσο άμεσα όσο και, κυρίως, έμμεσα, μέσω της στήριξης της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας. Τέλος, η Κίνα διατηρεί τη συναλλαγματική ισοτιμία του γουάν (CNY) σε σταθερό επίπεδο έναντι του υποτιμημένου, κατά τους τελευταίους δέκα μήνες, δολαρίου, γεγονός που συνεπάγεται σημαντική υποτίμηση του γουάν έναντι του ευρώ και πολλών άλλων νομισμάτων.

#### 1.4.3 Η κατεύθυνση της Μακροοικονομικής πολιτικής το 2025

Οι ανωτέρω οικονομικές εξελίξεις στις μεγάλες οικονομίες λαμβάνουν χώρα σε ένα περιβάλλον σημαντικά επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής, ιδίως στις ΗΠΑ, σε συνδυασμό με τη μείωση των ονομαστικών επιτοκίων παρέμβασης των Κεντρικών Τραπεζών σε ενδιάμεσα επίπεδα (Πίνακας 1.4β.). Ειδικότερα: (i) στις ΗΠΑ, τα επιτόκια παρέμβασης διαμορφώθηκαν στο 4,33% κατά το πρώτο εξάμηνο του 2025 και στο 4,17% κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2025, με τον μέσο πληθωρισμό να ανέρχεται στο 2,61% και 2,89% αντίστοιχα, (ii) στην ΕΕ-20, τα αντίστοιχα επιτόκια μειώθηκαν σε μεγαλύτερο βαθμό, στο 2,65% κατά το πρώτο εξάμηνο του 2025 και στο 2,15% κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2025, με τον μέσο πληθωρισμό στο 2,18% και 2,08%

αντίστοιχα, και (iii) στο Ηνωμένο Βασίλειο, η μείωση υπήρξε περιορισμένη, με τα επιτόκια να διαμορφώνονται στο 4,46% κατά το πρώτο εξάμηνο του 2025 και στο 4,04% κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2025, ενώ ο μέσος πληθωρισμός ανήλθε στο 3,14% και 3,67% αντίστοιχα.

Η νέα Κυβέρνηση των ΗΠΑ, μέσω της συστηματικής επιδίωξης εκ βάθρων ανατροπής του θεσμικού και οργανωτικού πλαισίου λειτουργίας της παγκόσμιας οικονομίας, έχει συμβάλει καταλυτικά, αφενός, στη σημαντική επιδείνωση των δημοσιονομικών προοπτικών της οικονομίας των ΗΠΑ και, αφετέρου, στην ουσιαστική διακοπή, κατά το 2025, της πτωτικής πορείας τόσο των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων όσο και των αποδόσεων των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων.

Συνολικά, κατά το τέταρτο τρίμηνο του 2025, τα ονομαστικά και τα πραγματικά επιτόκια των δεκαετών κρατικών ομολόγων διατηρούνται σε υψηλά επίπεδα (Πίνακας 1.4α.): (i) στις ΗΠΑ, στο 4,41% κατά το πρώτο εξάμηνο του 2025 και στο 4,10% κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2025, με μέσο πληθωρισμό 2,61% και 2,89% αντίστοιχα, (ii) στην ΕΕ-20, σε αισθητά χαμηλότερα επίπεδα, στο 2,93% κατά το πρώτο εξάμηνο του 2025 και στο 3,02% κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2025, με μέσο πληθωρισμό 2,18% και 2,08% αντίστοιχα, και (iii) στο Ηνωμένο Βασίλειο, επίσης σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα, στο 4,59% κατά το πρώτο εξάμηνο του 2025 και στο 4,60% κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2025, με μέσο πληθωρισμό 3,14% και 3,67% αντίστοιχα.

Σε γενικές γραμμές, η αποκλιμάκωση των ονομαστικών μακροπρόθεσμων επιτοκίων καθυστερεί, όπως καθυστερεί και η περαιτέρω υποχώρηση του πληθωρισμού, ιδίως στις ΗΠΑ και στο Ηνωμένο Βασίλειο, παρά τη σημαντική στήριξη που παρέχεται από τις Κεντρικές Τράπεζες των δύο αυτών χωρών στη δευτερογενή αγορά κρατικών ομολόγων. Η εξέλιξη αυτή αποδίδεται, αφενός, στη μεγάλη αβεβαιότητα που δημιουργεί η ακραία, αντισυστημική και ανατρεπτική οικονομική πολιτική των ΗΠΑ και, αφετέρου, στα ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα προσφοράς κρατικών τίτλων για τη χρηματοδότηση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων, ιδίως στις ΗΠΑ, το Ηνωμένο Βασίλειο, τη Γαλλία και την Ιταλία, αλλά και, κατά το 2025, στην Ιαπωνία. Οι παράγοντες αυτοί συμβάλλουν στη μείωση των τιμών των κρατικών τίτλων και στην αύξηση των αποδόσεων που απαιτούν οι επενδυτές για την απορρόφησή τους.

Εντός του ανωτέρω οικονομικού περιβάλλοντος, το οποίο χαρακτηρίζεται από σχετικά υψηλά πραγματικά επιτόκια, η οικονομία των ΗΠΑ κατέγραψε αύξηση του ΑΕΠ κατά 2,13% στο εννεάμηνο του 2025, για τους λόγους που αναλύθηκαν ανωτέρω, συνοδευόμενη από περαιτέρω επιδείνωση των δημοσίων οικονομικών και από περαιτέρω διόγκωση των ήδη υπερδιογκωμένων αποτιμήσεων στις χρηματιστηριακές αγορές. Οι εξελίξεις αυτές, με αιχμή την ταχεία ανάπτυξη των εφαρμογών τεχνητής νοημοσύνης (AI), ενισχύουν σταδιακά τον κίνδυνο εκδήλωσης μιας μεγάλης οικονομικής κρίσης στα επόμενα έτη.

Ενδεικτικά, οι χρηματιστηριακές αγορές των ΗΠΑ, αλλά και διεθνώς, κατέγραψαν εντυπωσιακή ανάκαμψη και επανήλθαν σε ιστορικά υψηλά επίπεδα την εβδομάδα που έληξε στις 28 Νοεμβρίου 2025, αποκλειστικά λόγω της αύξησης της πιθανότητας μείωσης του επιτοκίου παρέμβασης της FED κατά 0,25 ποσοστιαίες μονάδες στη συνεδρίαση της 9-10 Δεκεμβρίου 2025. Στη συνέχεια, οι αγορές κατέγραψαν νέα ιστορικά υψηλά έως το τέλος Δεκεμβρίου 2025, αφενός επειδή η FED προχώρησε πράγματι στη μείωση του επιτοκίου και, αφετέρου, επειδή επανεκκίνησε το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης (QE). Το γεγονός ότι η απόδοση των δεκαετών κρατικών ομολόγων των ΗΠΑ παραμένει σε επίπεδα άνω του 4,1% δεν φαίνεται να επηρεάζει, τουλάχιστον προς το παρόν, τη συμπεριφορά των αγορών.

Με βάση τα ανωτέρω, η εκτίμηση για την αύξηση του ΑΕΠ στις μεγάλες οικονομίες κατά το τέταρτο τρίμηνο του 2025 και για το σύνολο του έτους 2025 παρουσιάζεται στον Πίνακα 1.8.

Στην Υποενότητα 1.5 αναλύονται περαιτέρω οι προοπτικές ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας και των μεγάλων οικονομιών για τα έτη 2026 και 2027.

### 1.5 Οι προοπτικές για το 2026 και για το 2027

Αναφορικά με το 2026, στις ΗΠΑ καταγράφεται αυξημένη αβεβαιότητα ως προς την πορεία του πληθωρισμού και των μακροπρόθεσμων επιτοκίων, παρά την έντονη πτώση των τιμών του πετρελαίου, οι οποίες εκτιμάται ότι θα διατηρηθούν σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα και κατά το 2026. Η Κυβέρνηση των ΗΠΑ δεν φαίνεται να αποδίδει ιδιαίτερη σημασία στην προοπτική περαιτέρω επιδείνωσης των δημοσιονομικών ελλειμμάτων της χώρας, ενώ παράλληλα ασκεί έντονες πιέσεις προς την Ομοσπονδιακή Τράπεζα (FED) για ταχύτερη αποκλιμάκωση των επιτοκίων.

Η διαφαινόμενη σύμπλευση της FED με τη μείωση του επιτοκίου παρέμβασής της και την επαναφορά της ποσοτικής χαλάρωσης (QE) στη συνεδρίαση της 10ης Δεκεμβρίου 2025 παρείχε νέα ώθηση στην εκρηκτική ανοδική πορεία των χρηματιστηριακών δεικτών στις ΗΠΑ. Η περαιτέρω υπερδιόγκωση των χρηματιστηριακών αποτιμήσεων, σε συνδυασμό με τον αυξημένο κίνδυνο διατήρησης τόσο των δημοσιονομικών ελλειμμάτων όσο και του πληθωρισμού των ΗΠΑ σε υψηλά επίπεδα και το 2026, έχει αναστείλει την αναγκαία αποκλιμάκωση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων κατά το 2025. Παράλληλα, δεν διαφαίνεται αξιόλογη προοπτική μείωσής τους ούτε εντός του 2026, ενώ δεν μπορεί να αποκλειστεί ακόμη και το ενδεχόμενο περαιτέρω ανόδου τους.

Στην ΕΕ-20, ο πληθωρισμός και τα επιτόκια παρέμβασης της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας έχουν μειωθεί σημαντικά, ωστόσο τα μακροπρόθεσμα επιτόκια εξακολουθούν να διατηρούνται σε σχετικά υψηλά επίπεδα. Η εξέλιξη αυτή αποδίδεται, σε μεγάλο βαθμό, στα υψηλά επιτόκια και στις αυξημένες πληθωριστικές προσδοκίες που απορρέουν από τη μακροοικονομική πολιτική των ΗΠΑ. Η εν λόγω πολιτική συνέβαλε στη σημαντική υποτίμηση του δολαρίου κατά το 2025, τάση η οποία δύναται να συνεχιστεί και το 2026, ενώ το ευρώ παραμένει σε σχετικά ανατιμημένα επίπεδα, παρά τη μείωση των ευρωπαϊκών επιτοκίων σε σχέση με τα αντίστοιχα των ΗΠΑ.

Αντιθέτως, το γιεν (JPY) και το γουάν (CNY) εμφανίζονται σε μεγάλο βαθμό προσδεδεμένα στο δολάριο και καταγράφουν υποτίμηση έναντι του ευρώ και άλλων νομισμάτων, εξέλιξη που ενισχύεται περαιτέρω από τη συνολική αποδυνάμωση του δολαρίου. Ειδικότερα:

#### **A. Πληθωρισμός:**

Τα ανωτέρω δεδομένα στηρίζουν την εκτίμηση για διατήρηση του μέσου πληθωρισμού στις ΗΠΑ στο 2,5% και το 2026, από 2,72% το 2025 και 2,95% το 2024 (Πίνακες 1.1. και 1.6.). Η εκτίμηση αυτή για την εξέλιξη του πληθωρισμού στις ΗΠΑ βασίζεται στους ακόλουθους παράγοντες:

(i) Στις προβλέψεις του ΔΝΤ για περαιτέρω μείωση των τιμών του πετρελαίου κατά 4,5% το 2026, μετά την πτώση τους κατά 15,0% το 2025 (εννεάμηνο 2025: -15,43%). Σε γενικές γραμμές, εκτιμάται ότι οι τιμές των προϊόντων ενέργειας θα έχουν ελάχιστη έως μηδενική επίπτωση στον πληθωρισμό του 2026, σε αντίθεση με τη σημαντική πτωτική επίδραση που άσκησαν το 2025.

(ii) Στην αγορά εργασίας, η προσφορά εργασίας αναμένεται να επηρεαστεί αρνητικά από τη σημαντική μείωση της εισροής νέων μεταναστών στις ΗΠΑ, ενώ η ζήτηση εργασίας αναμένεται επίσης να επηρεαστεί δυσμενώς λόγω της επιβράδυνσης της αύξησης του ΑΕΠ και της ενίσχυσης της παραγωγικότητας μέσω της αυξημένης εφαρμογής τεχνολογιών τεχνητής

νοημοσύνης (AI). Υπό τις συνθήκες αυτές, η αύξηση των μισθολογικών αποδοχών (Average Weekly Earnings) το 2026 ενδέχεται να είναι χαμηλότερη σε σχέση με το 2025 (εννέαμηνο 2025: 3,75%, Σεπτέμβριος 2025: 3,78%, 2024: 3,63%). Ωστόσο, δεν αναμένεται από τον παράγοντα αυτό να προκύψει σημαντική πτωτική επίδραση στον πληθωρισμό του 2026.

(iii) Η σημαντικότερη ενδεχόμενη πτωτική επίπτωση στον πληθωρισμό των ΗΠΑ το 2026 δύναται να προέλθει από τη δασμολογική πολιτική. Στην περίπτωση που οι δασμοί δεν αυξηθούν περαιτέρω εντός του 2026, η επίδρασή τους στον πληθωρισμό εκτιμάται ότι θα είναι μηδενική, έναντι της σημαντικά θετικής επίδρασης που καταγράφηκε το 2025. Αντιθέτως, σε ένα σενάριο μερικής ορθολογικοποίησης του συστήματος δασμολογικής προστασίας των ΗΠΑ το 2026, για παράδειγμα μέσω της μείωσης δασμών σε προϊόντα με υψηλή συμβολή στον πληθωρισμό, η επίδραση αυτή θα μπορούσε να είναι πτωτική.

(iv) Καθοριστικής σημασίας αναμένεται να είναι η πορεία των χρηματιστηριακών δεικτών στις ΗΠΑ το 2026, σε συνέχεια των ιδιαίτερα υπερδιογκωμένων επιπέδων που καταγράφηκαν το 2025. Σε περίπτωση συνέχισης της εξαιρετικά έντονης ανοδικής τους πορείας, η επίδρασή τους στην εγχώρια ζήτηση θα παραμείνει σημαντικά θετική, με αντίστοιχα αυξητική επίδραση και στον πληθωρισμό.

Με βάση τα ανωτέρω, στην ΕΕ-20 ο μέσος πληθωρισμός διαμορφώθηκε στο 2,13% το 2025 και εκτιμάται ότι θα κινηθεί ελαφρώς κάτω από το 2,0% το 2026 και στο 2,0% το 2027 (Πίνακας 1.7.).

## **B. Επιτόκια FED και ΕΚΤ:**

Οι ανωτέρω εξελίξεις, και ιδίως η πορεία του πληθωρισμού το 2026, αναμένεται να προσδιοριστούν σε μεγάλο βαθμό από την πολιτική επιτοκίων και τη διαχείριση της ρευστότητας στην οικονομία των ΗΠΑ από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα (FED). Όπως είχε προεξοφληθεί από τις αγορές, η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς (FOMC) της FED αποφάσισε στις 10 Δεκεμβρίου 2025 τη μείωση των επιτοκίων κατά 0,25 ποσοστιαίες μονάδες, στο εύρος 3,5%–3,75%, από 4,25%–4,5% τον Δεκέμβριο του 2024<sup>6</sup>. Η εν λόγω μείωση των επιτοκίων λειτούργησε περαιτέρω ενισχυτικά για τις χρηματιστηριακές αγορές, αυξάνοντας τον ήδη σημαντικά αυξημένο κίνδυνο εκδήλωσης σοβαρής οικονομικής κρίσης στα επόμενα έτη.

Επιπλέον, η FED έχει ήδη αποφασίσει τη διακοπή της διαδικασίας μείωσης του ενεργητικού της από τον Δεκέμβριο του 2025, ενώ, κατά την ίδια ημερομηνία, αποφάσισε και την επανεκκίνηση της ποσοτικής χαλάρωσης (Quantitative Easing – QE), μέσω καθαρών αγορών εντόκων γραμματίων του αμερικανικού Δημοσίου (treasury bills) ύψους 40 δισ. δολαρίων σε μηνιαία βάση. Οι εξελίξεις αυτές ενδέχεται να αποτελέσουν σημαντικό παράγοντα περαιτέρω ενίσχυσης της εγχώριας ζήτησης, καθώς και στήριξης της περαιτέρω υποτίμησης του δολαρίου, με αντίστοιχα αυξητική επίδραση στον πληθωρισμό του 2026.

Συνολικά, εκτιμάται ότι η FED, με νέο Διοικητή από τον Μάιο του 2026, ενδέχεται να προχωρήσει σε δύο επιπλέον μειώσεις επιτοκίων εντός του 2026, την πρώτη στις 17 Ιουνίου 2026 και τη δεύτερη στις 16 Σεπτεμβρίου 2026, γεγονός που συνεπάγεται τη διαμόρφωση του επιτοκίου παρέμβασης στο εύρος 3,0%–3,25% τον Δεκέμβριο του 2026. Επιπλέον, υπό την υπόθεση σταθεροποίησης των χρηματιστηριακών αγορών σε χαμηλότερα επίπεδα σε σχέση με

---

<sup>6</sup> Τελικά, εντός του 2025 έγιναν τρεις (3) μειώσεις επιτοκίων των 0,25 π.μ., έναντι τεσσάρων μειώσεων που εκτιμούσε το ΙΝΣΕΤΕ στην Έκθεσή του τον Δεκέμβριο 2024.

τα σημερινά, αναμένονται δύο ακόμη μειώσεις επιτοκίων εντός του 2027, με αποτέλεσμα τη διαμόρφωσή τους στο 2,5%–2,75% τον Δεκέμβριο του 2027. Υπό τις ανωτέρω παραδοχές, το πραγματικό επιτόκιο δανεισμού των τραπεζών από τη FED (effective federal funds rate) εκτιμάται ότι θα εξελιχθεί όπως παρουσιάζεται στον Πίνακα 1.6.

Όσον αφορά την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), όπως αποτυπώνεται στον Πίνακα 1.7., το επιτόκιο παρέμβασής της (βασικής αναχρηματοδότησης των τραπεζών) έχει ήδη μειωθεί στο 2,15% από τις 11 Ιουνίου 2025. Εκτιμάται περαιτέρω μείωσή του στο 1,90% τον Μάρτιο του 2026, επίπεδο στο οποίο αναμένεται να διατηρηθεί έως τον Δεκέμβριο του 2026. Στη συνέχεια, το επιτόκιο εκτιμάται ότι θα μειωθεί περαιτέρω στο 1,65% τον Μάρτιο του 2027 και να παραμείνει στο επίπεδο αυτό έως τον Δεκέμβριο του 2027.

### Γ. Μακροπρόθεσμα επιτόκια:

Με βάση τα ανωτέρω, στις ΗΠΑ αναμένεται μια σταδιακή και βραδεία αποκλιμάκωση των αποδόσεων των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων εντός του 2026, από τα ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα που καταγράφηκαν το 2025, όταν το επιτόκιο των δεκαετών κρατικών ομολόγων διαμορφώθηκε στο 4,1% κατά το τέταρτο τρίμηνο του 2025 και στο 4,29% σε ετήσια βάση. Το επιτόκιο αυτό εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί στο 4,11% κατά το πρώτο τρίμηνο του 2026 και στο 3,99% κατά το τέταρτο τρίμηνο του 2026 (μέσος όρος 2026: 4,06%). Τα συνεπαγόμενα υψηλά πραγματικά επιτόκια και το 2026 αναμένεται να έχουν αναπόφευκτα αρνητικές επιπτώσεις στις επενδύσεις και στη μεγέθυνση της οικονομίας των ΗΠΑ το 2026 και το 2027, αν και η τελική επίδραση θα εξαρτηθεί σε σημαντικό βαθμό από την εξέλιξη των χρηματιστηριακών αγορών.

Στην ΕΕ-20, το μέσο επιτόκιο των δεκαετών κρατικών ομολόγων τεσσάρων χωρών (Γερμανίας, Γαλλίας, Βελγίου και Ολλανδίας) διαμορφώθηκε στο 3,03% κατά το τέταρτο τρίμηνο του 2025 και στο 2,98% σε ετήσια βάση το 2025. Εκτιμάται ότι θα υποχωρήσει στο 2,8% κατά το τέταρτο τρίμηνο του 2026 και στο 2,9% σε ετήσια βάση το 2026, με περαιτέρω μείωσή του στο 2,6% κατά το τέταρτο τρίμηνο του 2027 και στο 2,7% σε ετήσια βάση το 2027.

Πίνακας 1.6. ΗΠΑ: Μακροοικονομικές εκτιμήσεις 2026-2027												
	Q4 2025	2025	Q1 2026	Q2 2026	Q3 2026	Q4 2026	2026	Q1 2027	Q2 2027	Q3 2027	Q4 2027	2027
Πληθωρισμός	2,91%	<b>2,74%</b>	2,70%	2,57%	2,40%	2,33%	<b>2,50%</b>	2,40%	2,30%	2,20%	2,20%	<b>2,27%</b>
Αύξηση ΑΕΠ	2,40%	<b>2,20%</b>	2,10%	1,90%	1,82%	1,80%	<b>1,90%</b>	1,70%	1,80%	1,64%	1,68%	<b>1,70%</b>
Επιτόκια FED	3,90%	<b>4,21%</b>	3,73%	3,68%	3,45%	3,23%	<b>3,52%</b>	3,23%	3,23%	3,15%	2,98%	<b>3,15%</b>
10ετή ομόλογα	4,10%	<b>4,29%</b>	4,11%	4,11%	4,04%	3,99%	<b>4,06%</b>	3,99%	3,90%	3,88%	3,84%	<b>3,90%</b>

Πηγή: Εκτιμήσεις ΙΝΣΕΤΕ, με την υπόθεση ότι η ανεξαρτησία της FED δεν θα υπονομευτεί!!!

Πίνακας 1.7. ΕΕ-20: Μακροοικονομικές εκτιμήσεις 2026-2027												
	Q4 2025	2025	Q1 2026	Q2 2026	Q3 2026	Q4 2026	2026	Q1 2027	Q2 2027	Q3 2027	Q4 2027	2027
Πληθωρισμός	2,06%	<b>2,13%</b>	1,96%	1,94%	1,94%	1,85%	<b>1,92%</b>	1,97%	2,05%	2,01%	2,00%	<b>2,01%</b>
Αύξηση ΑΕΠ	1,20%	<b>1,31%</b>	1,30%	1,40%	1,40%	1,50%	<b>1,40%</b>	1,60%	1,50%	1,40%	1,50%	<b>1,50%</b>
Επιτόκια ΕΚΤ	2,15%	<b>2,38%</b>	2,15%	1,90%	1,90%	1,90%	<b>1,96%</b>	1,82%	1,65%	1,65%	1,65%	<b>1,69%</b>
10ετή ομόλογα	3,02%	<b>2,98%</b>	2,97%	2,92%	2,88%	2,80%	<b>2,89%</b>	2,74%	2,69%	2,65%	2,62%	<b>2,67%</b>

Πηγή: Εκτιμήσεις ΙΝΣΕΤΕ

### Δ. Δημοσιονομικές εξελίξεις:

Σημαντική συμβολή στις ανωτέρω εξελίξεις ως προς τον πληθωρισμό, τα μακροπρόθεσμα επιτόκια και, ευρύτερα, τη δυναμική των χρηματιστηριακών αγορών, αναμένεται να έχει η άκρως επεκτατική δημοσιονομική πολιτική των ΗΠΑ, η οποία, από τον Δεκέμβριο του 2025, φαίνεται να υποστηρίζεται και από τη νομισματική πολιτική της Ομοσπονδιακής Τράπεζας (FED). Γενικότερα, όπως αναλύεται στην Υποδιαίρεση 3.2., στα τέλη του 2025 το βασικό ζήτημα

στον δημοσιονομικό τομέα είναι ότι μεγάλες οικονομίες, όπως οι ΗΠΑ, η Γαλλία και το Ηνωμένο Βασίλειο, οι οποίες αντιμετωπίζουν υψηλά ελλείμματα στο Ισοζύγιο της Γενικής Κυβέρνησης (ΙτΓΚ) και στο Πρωτογενές Ισοζύγιο της Γενικής Κυβέρνησης (ΠΙτΓΚ), καθώς και υψηλό και επικίνδυνα αυξανόμενο Χρέος της Γενικής Κυβέρνησης (ΧτΓΚ) (Πίνακες 3.1. και 1.2.), δεν έχουν έως σήμερα παρουσιάσει σαφή και αξιόπιστα προγράμματα δημοσιονομικής προσαρμογής για την ουσιαστική μείωση των εν λόγω ελλειμμάτων.

Στις ΗΠΑ, η Κυβέρνηση έχει ήδη υιοθετήσει σημαντικά μέτρα, κυρίως μέσω μειώσεων των φορολογικών συντελεστών, ενώ οι εξαγγελίες για αντίστοιχες περικοπές στις Πρωτογενείς Δαπάνες της Γενικής Κυβέρνησης δεν έχουν υλοποιηθεί. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (Νοέμβριος 2025), οι εξελίξεις αυτές συνεπάγονται τη διατήρηση πολύ υψηλών δημοσιονομικών ελλειμμάτων της Γενικής Κυβέρνησης, με το ΙτΓΚ να διαμορφώνεται στο -7,5% του ΑΕΠ το 2025, στο -7,8% το 2026 και στο -7,8% το 2027, ενώ το ΠΙτΓΚ εκτιμάται στο -2,6% του ΑΕΠ το 2025 και στο -2,8% τόσο το 2026 όσο και το 2027. Παράλληλα, προβλέπεται πολύ σημαντική αύξηση του ΧτΓΚ κατά την περίοδο 2026–2035, με το λόγο ΧτΓΚ προς ΑΕΠ να ανέρχεται στο 125,5% το 2025, στο 127,5% το 2026 και στο 129,9% το 2027.

Στη Γαλλία, η αδυναμία σχηματισμού σταθερής κυβέρνησης που να επιδιώκει τη λήψη των αναγκαίων μέτρων δημοσιονομικής προσαρμογής έχει ως αποτέλεσμα τη διατήρηση υψηλών ελλειμμάτων στο ΙτΓΚ (2025: -5,5% του ΑΕΠ) και στο ΠΙτΓΚ (2025: -3,2% του ΑΕΠ). Κατόπιν των σημαντικών δυσκολιών που αντιμετωπίστηκαν κατά την έγκριση και υλοποίηση του Προϋπολογισμού 2025, ο οποίος προέβλεπε μόνο οριακή μείωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων, τον Δεκέμβριο του 2025 δεν είναι και πάλι σαφές εάν και πώς θα καταστεί δυνατή η έγκαιρη έγκριση του Προϋπολογισμού 2026. Σημειώνεται ότι ο οίκος Moody's υποβάθμισε τη πιστοληπτική αξιολόγηση της Γαλλίας σε Aa3 stable (από Aa2 negative) στις 14 Δεκεμβρίου 2024 και περαιτέρω σε Aa3 negative στις 24 Οκτωβρίου 2025. Αντίστοιχα, ο οίκος Standard & Poor's είχε ήδη υποβαθμίσει τη Γαλλία σε AA- stable τον Μάιο του 2024, ακολούθως σε AA- negative στις 28 Φεβρουαρίου 2025 και σε A+ stable στις 17 Οκτωβρίου 2025.

Στο Ηνωμένο Βασίλειο, αντίθετα, επιδιώκεται δημοσιονομική προσαρμογή, με τον Προϋπολογισμό 2026 να προβλέπει μείωση του ελλείμματος του ΙτΓΚ στο -4,2% του ΑΕΠ το 2026, από -5,0% το 2025, καθώς και μείωση του ελλείμματος του ΠΙτΓΚ στο -1,1% από -1,9%. Κύριος μηχανισμός για την επίτευξη της προσαρμογής αυτής αποτελεί η μη τιμαριθμοποίηση της φορολογικής κλίμακας και η συνακόλουθη αύξηση των φορολογικών εσόδων λόγω του πληθωρισμού.

Τέλος, στη Γερμανία παρατηρείται σημαντική μεταβολή της δημοσιονομικής πολιτικής, με έντονη αύξηση των αμυντικών δαπανών και των ελλειμμάτων τόσο στο ΙτΓΚ (2025: -3,1% του ΑΕΠ, 2026: -4,0%) όσο και στο ΠΙτΓΚ (2025: -1,9% του ΑΕΠ, 2026: -2,8%). Η μεταβολή αυτή στηρίζει τη μικρή αύξηση του ΑΕΠ της Γερμανίας το 2025 (0,2%) και τη σημαντικά υψηλότερη αναμενόμενη αύξησή του το 2026 (1,1%). Σημειώνεται ότι η Γερμανία έχει επιβαρυνθεί δυσανάλογα από τις δυσμενείς γεωπολιτικές συνθήκες, ενώ έως πρόσφατα αντιμετώπιζε το αντίθετο πρόβλημα σε σχέση με τη Γαλλία στον δημοσιονομικό τομέα, δηλαδή τη θεσμοθετημένη υπερβολικά συντηρητική δημοσιονομική διαχείριση. Η προσέγγιση αυτή περιόριζε υπέρμετρα τη δυνατότητα στήριξης της οικονομίας και της αμυντικής θωράκισης της χώρας, ιδίως κατά την περίοδο της σοβαρής κρίσης που προκάλεσε ο πόλεμος στην Ουκρανία. Παρά το γεγονός ότι το ΧτΓΚ της Γερμανίας δεν υπερέβαινε το 63,5% του ΑΕΠ το 2024 και το 64,4% το 2025, το αυστηρό θεσμικό δημοσιονομικό πλαίσιο δεν επέτρεπε την αναγκαία δημοσιονομική επέκταση. Η νέα κυβέρνηση που προέκυψε από τις εκλογές της 23ης Φεβρουαρίου 2025 προώθησε τη σταδιακή άρση των περιορισμών αυτών.

Οι αγορές, από την πλευρά τους, φαίνεται να εξακολουθούν να υποβαθμίζουν τους κινδύνους που συνεπάγεται η περαιτέρω επιδείνωση της δημοσιονομικής κατάστασης στις ΗΠΑ και, ενδεχομένως, στη Γαλλία, κυρίως λόγω των αντικοινωνικών και αντισυμβατικών πολιτικών που ακολουθούνται. Η στάση αυτή ερμηνεύεται από το γεγονός ότι, όπως προαναφέρθηκε, οι αγορές θεωρούν ότι οι Κεντρικές Τράπεζες (FED, EKT και Τράπεζα της Αγγλίας) θα είναι διαρκώς έτοιμες να παρέμβουν, ιδίως μετά τη σημαντική μείωση των ισολογισμών τους από τα υπερδιογκωμένα επίπεδα του 2022, προκειμένου να αποτρέψουν μια επικίνδυνη άνοδο των μακροπρόθεσμων αποδόσεων στις ΗΠΑ και στην ΕΕ-20. Ενδεικτικό παράδειγμα αποτελούν οι αποφάσεις της FED της 10ης Δεκεμβρίου 2025.

Ωστόσο, ο ουσιαστικός κίνδυνος έγκειται στην προοπτική επανεμφάνισης αυξημένων πληθωριστικών πιέσεων, ως αποτέλεσμα της σημαντικής αύξησης της ρευστότητας στις οικονομίες και των έντονων αποτελεσμάτων πλούτου (wealth effects). Οι εξελίξεις αυτές ενδέχεται να δώσουν νέα ανοδική ώθηση στα μακροπρόθεσμα επιτόκια και να υποχρεώσουν εκ νέου τις Κεντρικές Τράπεζες σε αντιστροφή της ποσοτικής χαλάρωσης (αντίστροφο QE) και, ενδεχομένως, σε αυξήσεις επιτοκίων, προκειμένου να περιοριστεί η περαιτέρω άνοδος του πληθωρισμού.

Χωρίς τις ανωτέρω αποκλίσεις στην ακολουθούμενη οικονομική πολιτική των ΗΠΑ, η μεγέθυνση της οικονομίας των ΗΠΑ και των λοιπών μεγάλων οικονομιών το 2025 αναμενόταν να στηριχθεί πρωτίστως στη σημαντική αποκλιμάκωση των επιτοκίων. Η εξέλιξη αυτή εκτιμάτο ότι θα αντιστάθμιζε τις ενδεχόμενες περιοριστικές επιπτώσεις μιας πολιτικής δημοσιονομικής προσαρμογής. Ωστόσο, κατά το 2025, η δημοσιονομική προσαρμογή δεν υλοποιήθηκε· αντιθέτως, καταγράφηκε περαιτέρω δημοσιονομική χαλάρωση, ενώ η μείωση τόσο των βραχυπρόθεσμων όσο και των μακροπρόθεσμων επιτοκίων υπήρξε σαφώς μικρότερη των αρχικών εκτιμήσεων, καθώς τα πραγματικά επιτόκια διαμορφώθηκαν σε σημαντικά θετικά επίπεδα, όπως αποτυπώνεται στον Πίνακα 1.4β.

Ως εκ τούτου, η αύξηση του παγκόσμιου ΑΕΠ το 2025 πραγματοποιήθηκε παρά το περιβάλλον σχετικά υψηλών επιτοκίων και παρά την εφαρμογή δασμών από τις ΗΠΑ και στηρίχθηκε, σε μεγάλο βαθμό, στην άκρως επεκτατική δημοσιονομική πολιτική των ΗΠΑ, καθώς και στην εκρηκτική αύξηση των χρηματιστηριακών αποτιμήσεων και του θεωρούμενου πλούτου των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων, ιδίως στις ΗΠΑ.

Δεδομένου ότι ο πληθωρισμός και τα επιτόκια στις ΗΠΑ δεν αναμένεται να αποκλιμακωθούν ουσιαστικά ούτε το 2026 και, ενδεχομένως, ούτε το 2027, η αύξηση του ΑΕΠ των ΗΠΑ κατά τα έτη αυτά εκτιμάται ότι θα στηριχθεί σχεδόν αποκλειστικά στη συνέχιση της επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής, με τη συνδρομή και της νομισματικής πολιτικής.

Αντίστοιχα, στην ΕΕ-20, παρά τα δημοσιονομικά προβλήματα που καταγράφονται στη Γαλλία, η σχετικά επεκτατική δημοσιονομική πολιτική της Γερμανίας, σε συνδυασμό με το περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων, αναμένεται να έχει ουσιαστική θετική επίδραση στη μεγέθυνση των ευρωπαϊκών οικονομιών, χωρίς να συνεπάγεται σημαντικούς κινδύνους αναζωπύρωσης του πληθωρισμού ή ανόδου των επιτοκίων.

Σημαντική συμβολή στην αναπτυξιακή δυναμική της ΕΕ-20 αναμένεται να προκύψει και από τη περαιτέρω αποκλιμάκωση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων, ενώ η εντατικοποίηση της υλοποίησης των προγραμμάτων που συγχρηματοδοτούνται από τον Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF) αναμένεται να ενισχύσει τις επενδύσεις παγίου κεφαλαίου σε πολλές χώρες της ΕΕ-20 τόσο το 2026 όσο και το 2027.

Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο εκτιμά ότι το ΑΕΠ των ΗΠΑ θα αυξηθεί κατά 2,0% το 2025 και κατά 2,1% το 2026, από 2,8% το 2024, προβλέψεις που βασίζονται κυρίως στις υποθέσεις και στα διαθέσιμα στοιχεία έως τον Οκτώβριο του 2025. Αντίστοιχα, για την ΕΕ-20 το ΔΝΤ προβλέπει αύξηση του ΑΕΠ κατά 1,2% το 2025 και κατά 1,1% το 2026, από 0,89% το 2024, ενώ για τη Γερμανία προβλέπεται αύξηση του ΑΕΠ κατά 0,2% το 2025 και κατά 0,9% το 2026, από μείωση κατά -0,5% το 2024. Από την πλευρά της, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Νοέμβριος 2025) εκτιμά την αύξηση του ΑΕΠ των ΗΠΑ κατά 1,9% το 2026 και κατά 2,1% το 2027, καθώς και την αύξηση του ΑΕΠ της ΕΕ-20 κατά 1,2% το 2026 και κατά 1,4% το 2027.

Ωστόσο, μετά τις πρόσφατες εξελίξεις, οι προοπτικές ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας και των μεγάλων οικονομιών για τα έτη 2026 και 2027 προσδιορίζονται από τους ακόλουθους παράγοντες.

Πρώτον, από την εκτίμηση του ΙΝΣΕΤΕ (Πίνακας 4.1.) για αύξηση του ΑΕΠ των ΗΠΑ κατά 1,9% το 2026 και κατά 1,7% το 2027, έναντι αύξησης 2,0% το 2025. Ειδικότερα, εκτιμάται ότι η συνέχιση της άκρως επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής των ΗΠΑ και το 2026, σε συνδυασμό με τη διατήρηση της εξαιρετικά έντονης ανοδικής πορείας των χρηματιστηριακών αγορών, όσο αυτή διαρκέσει εντός του 2026, καθώς και ενδεχομένως μια περαιτέρω διευκολυντική νομισματική πολιτική από τη FED, δύνανται να διατηρήσουν τον ρυθμό μεγέθυνσης της οικονομίας των ΗΠΑ στο 1,9% το 2026. Αντιθέτως, ο επίμονα υψηλός πληθωρισμός και τα υψηλά μακροπρόθεσμα επιτόκια εκτιμάται ότι θα επιβάλουν, σταδιακά, πιο περιοριστικές συνθήκες, τόσο μέσω αναγκαστικής δημοσιονομικής προσαρμογής όσο και μέσω εξομάλυνσης των χρηματιστηριακών αποτιμήσεων, οδηγώντας σε χαμηλότερο ρυθμό ανάπτυξης το 2027.

Κατά συνέπεια, η αύξηση του ΑΕΠ των ΗΠΑ το 2027 εκτιμάται ότι θα είναι χαμηλότερη σε σχέση με το 2026, καθώς οι βασικοί μηχανισμοί που στήριξαν τη μεγέθυνση κατά την περίοδο 2025–2026, δηλαδή η επεκτατική δημοσιονομική πολιτική και η εκρηκτική άνοδος των χρηματιστηριακών αξιών, αναμένεται να έχουν αποδυναμωθεί σημαντικά το 2027. Η FED εκτιμάται ότι θα επιχειρήσει να συμβάλει περαιτέρω στη στήριξη της οικονομικής δραστηριότητας το 2026 και το 2027· για τον λόγο αυτό, υποτίθεται ότι θα προχωρήσει σε δύο επιπλέον μειώσεις επιτοκίων το 2026 και σε ακόμη δύο το 2027. Οι μειώσεις αυτές, ωστόσο, θα αποτελέσουν απόρροια της χαμηλότερης αναμενόμενης ανάπτυξης και θα πραγματοποιηθούν παρά τη διατήρηση του πληθωρισμού σε σχετικά υψηλά επίπεδα.

Στο πλαίσιο αυτό, όπως αποτυπώνεται στον Πίνακα 1.6., τα μέσα επιτόκια της FED εκτιμώνται στο 4,73% κατά το πρώτο τρίμηνο του 2026 και στο 3,23% κατά το τέταρτο τρίμηνο του 2026, με το μέσο επιτόκιο να διαμορφώνεται στο 3,52% το 2025, από 4,21% το 2024. Στη συνέχεια, τα επιτόκια εκτιμάται ότι θα μειωθούν στο 3,23% κατά το πρώτο τρίμηνο του 2027 και στο 2,98% κατά το τέταρτο τρίμηνο του 2027, με το μέσο επιτόκιο για το 2027 να εκτιμάται στο 3,15%. Παρά ταύτα, όπως έχει ήδη επισημανθεί, ακόμη και στην περίπτωση υλοποίησης των ανωτέρω μειώσεων των βραχυχρόνιων επιτοκίων από τη FED, η αβεβαιότητα παραμένει ιδιαίτερα αυξημένη ως προς την πορεία αποκλιμάκωσης τόσο του πληθωρισμού όσο και των μακροπρόθεσμων επιτοκίων.

Ειδικότερα, η εκτιμώμενη από το ΙΝΣΕΤΕ πορεία της μέσης απόδοσης του δεκαετούς κρατικού ομολόγου των ΗΠΑ, μετά τη διαμόρφωσή της στο 4,10% κατά το τέταρτο τρίμηνο του 2025 και στο 4,29% σε ετήσια βάση το 2025, παρουσιάζεται στον Πίνακα 1.6. Συνολικά, το μέσο επιτόκιο των δεκαετών κρατικών ομολόγων εκτιμάται στο ιδιαίτερα υψηλό επίπεδο του 4,06% το 2026, με την απόδοση να διαμορφώνεται στο 3,99% κατά το τέταρτο τρίμηνο του 2026. Η επίτευξη αυτής της πορείας προϋποθέτει την ύπαρξη σαφών ενδείξεων μείωσης του ελλείμματος του

Ισοζυγίου της Ομοσπονδιακής Γενικής Κυβέρνησης, από το -7,5% του ΑΕΠ που εκτιμάται για το 2025.

Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (FED) δεν αναμένεται να διαθέτει ουσιαστικό περιθώριο παρέμβασης για τη μείωση των αποδόσεων των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων, όσο ο πληθωρισμός διατηρείται σε επίπεδα άνω του 2,5% και όσο η εφαρμοζόμενη νομισματική πολιτική εξακολουθεί να ενισχύει την υπερδιόγκωση των χρηματοπιστηριακών αποτιμήσεων. Παράλληλα, η συνεχιζόμενη υποτίμηση του δολαρίου, παρά την εκρηκτική άνοδο των χρηματοπιστηριακών αγορών, δύναται να ερμηνευθεί ως ένδειξη σταδιακής αποχώρησης ξένων επενδυτών από την αγορά κρατικών ομολόγων των ΗΠΑ, τάση η οποία εκτιμάται ότι ενδέχεται να ενταθεί περαιτέρω εντός του 2026.

Υπό το καθεστώς των υψηλών επιτοκίων που καταβάλλει η Ομοσπονδιακή Κυβέρνηση των ΗΠΑ (ΟΚ), η αναγκαία μείωση των ελλειμμάτων του Ισοζυγίου της Ομοσπονδιακής Γενικής Κυβέρνησης (ΙτΟΓΚ) θα πρέπει πλέον να προκύψει μέσω περιορισμού του ελλείμματος του Πρωτογενούς Ισοζυγίου της Ομοσπονδιακής Γενικής Κυβέρνησης (ΠΙτΟΓΚ), το οποίο διαμορφώθηκε στο -2,6% του ΑΕΠ το 2025. Ωστόσο, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (Νοέμβριος 2025), με βάση τις υφιστάμενες πολιτικές, το έλλειμμα του ΠΙτΟΓΚ προβλέπεται να αυξηθεί στο -2,8% του ΑΕΠ τόσο το 2026 όσο και το 2027. Η εξέλιξη αυτή συνεπάγεται ουσιαστική αδυναμία μείωσής του, εφόσον δεν εφαρμοστεί ένα συνεκτικό και ουσιαστικό πρόγραμμα δημοσιονομικής προσαρμογής, το οποίο εκτιμάται ότι θα τεθεί σε εφαρμογή από το 2027.

Με βάση τα ανωτέρω, η εκτιμώμενη πορεία του ΑΕΠ των ΗΠΑ στο τέταρτο τρίμηνο του 2025 (1,7%) και σε ετήσια βάση το 2025 (2,0%), καθώς και η προβλεπόμενη αύξησή του σε ετήσια βάση το 2026 (1,9%) και το 2027 (1,7%), παρουσιάζονται συνοπτικά στον Πίνακα 1.6. Η συγκεκριμένη πορεία του ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα καθορίσει και την υλοποίηση τεσσάρων επιπλέον μειώσεων επιτοκίων από τη FED, δύο εντός του 2026 και δύο εντός του 2027.

Δεύτερον, οι προοπτικές για την ΕΕ-20 κατά την περίοδο 2026–2027 εκτιμάται ότι θα διαμορφωθούν στο πλαίσιο ενός νέου, εξελισσόμενου οικονομικού και γεωπολιτικού περιβάλλοντος, το οποίο χαρακτηρίζεται: (i) από χαμηλό πληθωρισμό και σημαντικά μειωμένα επιτόκια, (ii) από τα συνεχιζόμενα δημοσιονομικά προβλήματα στη Γαλλία και, σε μικρότερο βαθμό, στην Ιταλία, σε συνδυασμό με την ουσιαστική μεταστροφή της Γερμανίας προς μια σαφώς πιο επεκτατική δημοσιονομική και γενικότερα οικονομική πολιτική, (iii) από τη χαμηλότερη, σε σχέση με το 2025, αβεβαιότητα που απορρέει από την αντισυμβατική και αντιοικονομική εξωτερική εμπορική πολιτική (ΕΕΠ) των ΗΠΑ, η οποία δεν αναμένεται να επιδεινωθεί περαιτέρω το 2026 και το 2027, (iv) από την προοπτική διατήρησης των τιμών του πετρελαίου και του φυσικού αερίου στα ίδια χαμηλά ή και χαμηλότερα επίπεδα και το 2026, δεδομένου ότι το νέο οργανωτικό πλαίσιο τροφοδοσίας της Ευρώπης με φυσικό αέριο από χώρες εκτός Ρωσίας έχει πλέον εγκατασταθεί πλήρως και λειτουργεί χωρίς σημαντικές δυσλειτουργίες, και (v) από το νέο γεωπολιτικό περιβάλλον, στο οποίο περιλαμβάνεται η αυξημένη απειλή για πολλές χώρες της ΕΕ-27 από τη Ρωσία, καθώς και η υποχρέωση των ευρωπαϊκών χωρών να αναλάβουν αυτοτελώς την ευθύνη της άμυνάς τους, μέσω σημαντικής αύξησης των αμυντικών δαπανών, από επίπεδα περί το 1,5% του ΑΕΠ σε επίπεδα άνω του 3,0% του ΑΕΠ.

Στο σχετικά βελτιωμένο αυτό οικονομικό περιβάλλον, στο οποίο προστίθεται και η ανάγκη εντατικοποίησης κατά τα έτη 2026 και 2027 της υλοποίησης των επενδύσεων παγίου κεφαλαίου που συγχρηματοδοτούνται από τον Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας

(RRF), οι εκτιμήσεις του ΙΝΣΕΤΕ για τις εξελίξεις στον πληθωρισμό, το ΑΕΠ και τα επιτόκια στην ΕΕ-20 παρουσιάζονται συνοπτικά στον Πίνακα 1.7.

Ειδικότερα, οι εξελίξεις στον πληθωρισμό της ΕΕ-20 έως τον Νοέμβριο του 2025 και οι εκτιμήσεις για την πορεία του το 2026 αποτυπώνονται στον Πίνακα 1.1., ενώ συνοψίζονται σε τριμηνιαία βάση στον Πίνακα 1.7. Παράλληλα, στον ίδιο πίνακα παρουσιάζονται οι εκτιμήσεις του ΙΝΣΕΤΕ για την εξέλιξη των αποδόσεων των δεκαετών κρατικών ομολόγων των χωρών του Βορρά (Γερμανία, Ολλανδία, Γαλλία, Βέλγιο) κατά την περίοδο 2026–2027, μετά τη σημαντική άνοδό τους στο τέταρτο τρίμηνο του 2025 (3,02%), καθώς και οι εκτιμήσεις για την αύξηση του ΑΕΠ της ΕΕ-20 στο τέταρτο τρίμηνο του 2025 (1,2%) και σε ετήσια βάση το 2025 (1,3%), καθώς και σε τριμηνιαία βάση το 2026 (1,4%) και το 2027 (1,5%).

Σημειώνεται ότι η εκτιμώμενη αύξηση του ΑΕΠ της ΕΕ-20 κατά 1,31% το 2025 (Γερμανία: +0,20%, Γαλλία: +0,57%) στηρίχθηκε σε μεγάλο βαθμό στην ιδιαίτερα υψηλή αύξηση του ΑΕΠ της Ιρλανδίας, η οποία εκτιμάται στο 14,2% (εννεάμηνο 2025: 15,82%). Εξαιρουμένης της Ιρλανδίας, η αύξηση του ΑΕΠ των λοιπών χωρών της ΕΕ-20 περιορίστηκε στο 0,82% το 2025.

Επιπλέον, όπως παρουσιάζεται στον Πίνακα 1.7., τα μέσα επιτόκια παρέμβασης της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) μειώθηκαν σε τρέχουσες τιμές στο 2,15% κατά το τέταρτο τρίμηνο του 2025, ενώ το μέσο επιτόκιο των δεκαετών κρατικών ομολόγων των χωρών του Βορρά αυξήθηκε ελαφρά στο 3,02%. Και τα δύο επιτόκια διαμορφώθηκαν οριακά θετικά σε σταθερές τιμές, δεδομένου ότι ο μέσος πληθωρισμός, βάσει του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕΔΤΚ), ανήλθε στο 2,09% κατά το εν λόγω τρίμηνο.

Υπό αυτές τις συνθήκες, η αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας στην ΕΕ-20 παρέμεινε σε σχετικά χαμηλά επίπεδα και κατά το τέταρτο τρίμηνο του 2025. Συνεπώς, όπως παρουσιάζεται στον Πίνακα 1.8., η αύξηση του ΑΕΠ της ΕΕ-20 εκτιμάται στο 1,2% στο τέταρτο τρίμηνο του 2025 και στο 1,3% σε ετήσια βάση το 2025 (ΔΝΤ: 1,2%). Αντίστοιχα, η αύξηση του ΑΕΠ της Γερμανίας εκτιμάται στο 0,6% στο τέταρτο τρίμηνο του 2025 και στο 0,2% για το σύνολο του έτους (ΔΝΤ: 0,2%).

Σημαντικότερη ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας αναμένεται κατά την περίοδο 2026–2027, με το ΑΕΠ της ΕΕ-20 να εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 1,4% και 1,5% αντίστοιχα, και το ΑΕΠ της Γερμανίας κατά 1,1% και 1,4% αντίστοιχα. Η ανάκαμψη αυτή εκτιμάται ότι θα υποστηριχθεί από τη νέα, ήπια μείωση του μέσου επιτοκίου παρέμβασης της ΕΚΤ στο 1,9% από το δεύτερο τρίμηνο του 2026, με μέσο επιτόκιο 1,96% το 2026, και περαιτέρω μείωσή του στο 1,65% από το δεύτερο τρίμηνο του 2027, από 2,15% στο τέταρτο τρίμηνο του 2025. Παράλληλα, αναμένεται μείωση του μέσου επιτοκίου των δεκαετών κρατικών ομολόγων στο 2,80% κατά το τέταρτο τρίμηνο του 2026 και στο 2,62% κατά το τέταρτο τρίμηνο του 2027, από 3,02% στο τέταρτο τρίμηνο του 2025 (Πίνακας 1.7.).

Ειδικότερα, εκτιμάται ότι το επιτόκιο κύριας αναχρηματοδότησης των τραπεζών από την ΕΚΤ, το οποίο μειώθηκε στο 2,15% στις 11 Ιουνίου 2025, θα μειωθεί περαιτέρω μία φορά κατά 0,25 ποσοστιαίες μονάδες εντός του 2026 και μία επιπλέον φορά κατά 0,25 ποσοστιαίες μονάδες εντός του 2027. Στη διαμόρφωση αυτής της πορείας συμβάλλει η εκτιμώμενη εξέλιξη του μέσου πληθωρισμού βάσει του ΕΔΤΚ, ο οποίος, σύμφωνα με τους Πίνακες 1.1. και 1.7., αναμένεται να διαμορφωθεί στο 1,94% το 2026 και στο 2,0% το 2027, από 2,14% το 2025.

Πίνακας 1.8. Αύξηση του ΑΕΠ το 2024, στο 9μηνο 2025 και στο 4ο 3μηνο 2024 και προβλέψεις ΙΝΣΕΤΕ για την αύξησή του το 4ο 3μηνο 2025, το 2025, το 2026 και το 2027							
	2024	9μηνο 2025	4ο 3μηνο 2024	4ο 3μηνο 2025*	2025*	2026*	2027*
ΗΠΑ	2,79%	2,14%	2,40%	1,70%	2,03%	1,9%	1,7%
Ζώνη του Ευρώ (ΕΕ-20)	0,89%	1,35%	1,32%	1,20%	1,31%	1,4%	1,5%
Γερμανία	-0,50%	0,07%	-0,40%	0,58%	0,20%	1,1%	1,4%
Γαλλία	1,19%	0,52%	0,67%	0,70%	0,57%	0,8%	1,2%
Ιταλία	0,69%	0,41%	0,93%	0,89%	0,53%	0,9%	1,0%
Ισπανία	3,46%	2,70%	3,56%	2,80%	2,73%	2,4%	2,3%
Ολλανδία	1,08%	1,81%	1,95%	1,23%	1,66%	1,4%	1,5%
Βέλγιο	1,07%	0,96%	0,94%	1,10%	1,00%	1,2%	1,3%
Ιρλανδία	2,60%	15,82%	11,56%	9,80%	14,20%	2,1%	3,2%
Κύπρος	3,94%	3,51%	3,30%	4,30%	3,70%	2,9%	3,7%
Ιαπωνία	-0,16%	1,62%	0,98%	1,10%	1,50%	0,9%	0,8%
ΚΙΝΑ	5,01%	5,14%	5,40%	4,60%	5,00%	4,8%	4,6%
Ινδία	6,72%	7,80%	6,40%	7,80%	7,80%	6,4%	6,7%
Νότια Κορέα	2,00%	0,74%	1,70%	1,80%	1,00%	1,2%	2,1%
Τουρκία	3,33%	3,92%	3,20%	4,22%	4,00%	3,3%	3,7%
Ην. Βασίλειο	1,12%	1,48%	1,94%	1,21%	1,42%	1,1%	1,5%
Βουλγαρία	3,39%	3,11%	4,62%	3,10%	3,10%	2,8%	2,6%
Σερβία	3,95%	1,97%	3,46%	2,50%	2,10%	3,3%	3,9%
Βόρεια Μακεδονία	2,99%	3,37%	4,29%	2,40%	3,10%	3,2%	3,1%
Σουηδία	0,94%	1,32%	1,86%	2,20%	1,56%	1,5%	1,7%
Ελβετία	1,39%	1,42%	1,49%	0,90%	1,29%	2,0%	1,9%

Πηγή: IMF WEO October 2025, Eurostat \* Εκτιμήσεις ΙΝΣΕΤΕ

Τέλος, ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει και η εξέλιξη της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ, μετά τη σημαντική ανατίμησή του το 2025, παρά τη σχετικά μεγάλη διαφορά επιτοκίων που είχε ήδη διαμορφωθεί υπέρ του δολαρίου από τα μέσα του 2025, και υπό την επίδραση των ανωτέρω εξελίξεων στις ΗΠΑ και στην ΕΕ-20. Όπως αποτυπώνεται στο Διάγραμμα 2.18., το ευρώ έχει ήδη ανατιμηθεί στα 1,1709 USD/EUR τον Δεκέμβριο του 2025, από 1,0286 USD/EUR στις 15/1/2025, καθώς και από 1,0821 USD/EUR τον Δεκέμβριο του 2024 και 1,1196 USD/EUR στις 30/9/2024. Στις αρχές του 2025 αναμενόταν περαιτέρω υποτίμηση του ευρώ κατά τη διάρκεια του έτους, ενώ υπήρχαν και εκτιμήσεις για διαμόρφωσή του ακόμη και οριακά κάτω του 1,0 USD/EUR. Ωστόσο, η πραγματική εξέλιξη υπήρξε αντίθετη, με το ευρώ να ενισχύεται σημαντικά έναντι του δολαρίου και έναντι άλλων νομισμάτων κατά το 2025. Ειδικότερα, σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), η σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ (NEER) ήταν τον Νοέμβριο του 2025 ανατιμημένη κατά 5,0% έναντι του Νοεμβρίου του 2024, κατά 14,17% έναντι του Αυγούστου του 2022 και κατά 54,3% έναντι του Οκτωβρίου του 2000.

Τρίτον, οι προοπτικές επηρεάζονται από τον παράγοντα Κίνα. Κατ' αρχάς, παρά τους δασμούς των ΗΠΑ και παρά τις προβλέψεις του ΔΝΤ και της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για επιβράδυνση της μεγέθυνσης, η ανάπτυξη της κινεζικής οικονομίας διατηρήθηκε σε επίπεδα άνω του 5,0% το 2024 και το 2025, με σημαντική θετική συμβολή των καθαρών εξαγωγών (βλ. Πίνακες 4.17. και 3.3.). Αναφορικά με τα έτη 2026 και 2027, η αύξηση του ΑΕΠ της Κίνας εκτιμάται: (i) από το ΔΝΤ (Οκτώβριος 2025) στο 4,5% το 2026, από 4,8% το 2025, (ii) από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Νοέμβριος 2025) στο 4,6% το 2026 και στο 4,4% το 2027, από 4,8% το 2025, και (iii) από το ΙΝΣΕΤΕ στο 4,8% το 2026 και στο 4,6% το 2027, από 5,0% το 2025.

Βασικός ενισχυτικός παράγοντας της αύξησης του ΑΕΠ της Κίνας το 2025 υπήρξε η άκρως επεκτατική δημοσιονομική πολιτική των ΗΠΑ, η οποία, σε συνδυασμό με τη διολίσθηση του

γουάν (Yuan) μέσω της ουσιαστικής πρόσδεσής του στο δολάριο (Διαγράμματα 2.21.), υπεραντιστάθμισε την επίδραση των δασμών των ΗΠΑ, οι οποίοι ήταν ιδιαίτερα υψηλοί για τις εισαγωγές από την Κίνα (effective tariff rate: 37,1%). Η άκρως επεκτατική μακροοικονομική πολιτική των ΗΠΑ συμβάλλει στη μεγέθυνση της παγκόσμιας οικονομίας και, κατ' επέκταση, στη συνεχιζόμενη σημαντική αύξηση των κινεζικών εξαγωγών.

Αντίστοιχα επεκτατική δημοσιονομική πολιτική εκτιμάται ότι θα εφαρμοστεί από τις ΗΠΑ, καθώς και από τη Γερμανία και άλλες χώρες, και κατά την περίοδο 2026–2027, ενώ αναμένεται ότι η Κίνα θα διατηρήσει παρόμοια μακροοικονομική στάση στη διετία αυτή. Παράλληλα, εκτιμάται ότι θα ενταθεί και μια πιο συστηματική προσπάθεια από την ίδια την Κίνα, ώστε να ενισχυθεί η συμβολή της εγχώριας ζήτησης στην αύξηση του ΑΕΠ, μέσω μεγαλύτερης αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης (ΙΚ) και των επενδύσεων παγίου κεφαλαίου (ΠΚ) σε υποδομές και νέες τεχνολογίες, παρά τα συνεχιζόμενα προβλήματα στον τομέα των ακινήτων. Η συμβολή των καθαρών εξαγωγών στην αύξηση του ΑΕΠ της Κίνας εκτιμάται ότι ενδέχεται να παραμείνει θετική, παρά την αναμενόμενη σημαντική επιβράδυνση της αύξησης των εξαγωγών, καθώς εκτιμάται ακόμη μεγαλύτερη επιβράδυνση της αύξησης ή/και μείωση των εισαγωγών (Πίνακας 3.3.). Επιπλέον, οι ιδιαίτερα χαμηλές διεθνείς τιμές του πετρελαίου, καθώς και η προμήθεια πετρελαίου και φυσικού αερίου από τη Ρωσία σε ακόμη χαμηλότερες τιμές, ενισχύουν την ανταγωνιστικότητα της εγχώριας παραγωγής της Κίνας και συμβάλλουν στην υποκατάσταση και στη μείωση των εισαγωγών της.

Τέταρτον, καθοριστικό ρόλο αναμένεται να διαδραματίσει και η εξέλιξη των τιμών του αργού πετρελαίου (ΑΠ) και του φυσικού αερίου (ΦΑ) κατά τα έτη 2026 και 2027. Όπως παρουσιάζεται στα Διαγράμματα 2.1., 2.2. και 2.3., η μέση τιμή του αργού πετρελαίου (WTI, Brent, Dubai Fateh) κατέγραψε σημαντική μείωση κατά 15,5% το 2025, διαμορφούμενη στα 66,9 δολάρια ανά βαρέλι, έναντι εκτίμησης του ΔΝΤ (Οκτώβριος 2025) για πτώση 12,9% και μέση τιμή 69 δολάρια ανά βαρέλι. Η εξέλιξη αυτή συνέβαλε ουσιαστικά στην αποτροπή διαμόρφωσης σημαντικά υψηλότερου μέσου πληθωρισμού από το 2,72% το 2025 στις ΗΠΑ και στη σημαντική αποκλιμάκωση του μέσου πληθωρισμού στην ΕΕ-20 στο 2,14% το 2025.

Ο βασικός παράγοντας που οδήγησε στη μεγάλη πτώση των τιμών του πετρελαίου το 2025 ήταν η τελική αποτυχία των έντονων προσπαθειών της Σαουδικής Αραβίας, σε στενή συνεργασία με τη Ρωσία στο πλαίσιο του OPEC+, να διατηρήσουν τις τιμές του πετρελαίου κατά τα έτη 2023 και 2024 στα υψηλά επίπεδα του 2022. Οι προσπάθειες αυτές είχαν μόνο προσωρινά αποτελέσματα, με διατήρηση των τιμών του πετρελαίου σε σχετικά υψηλά επίπεδα σε ορισμένους μήνες, όπως τον Ιούλιο–Αύγουστο του 2023 και την περίοδο Μαρτίου–Ιουλίου του 2024, μέσω σημαντικών περικοπών παραγωγής και εξαγωγών, κυρίως από τη Σαουδική Αραβία. Ωστόσο, η όποια αποτελεσματικότητα του καρτέλ του OPEC+ αποδείχθηκε, όπως ήταν αναμενόμενο, παροδική, ενώ είχε ως κύρια συνέπεια τη σημαντική αύξηση της παραγωγής και των εξαγωγών πετρελαίου από χώρες εκτός OPEC+, και ιδίως από τις ΗΠΑ.

Το cartel του OPEC+ φαίνεται ότι, ουσιαστικά, αποδιαρθρώθηκε από τον Αύγουστο του 2024 και, στη συνέχεια, όχι μόνο καταργήθηκαν οι περικοπές παραγωγής από τη Σαουδική Αραβία και τη Ρωσία, αλλά η Σαουδική Αραβία προχώρησε σε σημαντική αύξηση της παραγωγής, με στόχο τη διαμόρφωση χαμηλότερων τιμών αργού πετρελαίου (ΑΠ) και την εξώθηση εκτός αγοράς παραγωγών υψηλότερου κόστους.

Μετά τις εξελίξεις αυτές, η πορεία των τιμών του πετρελαίου το 2026 εκτιμάται ότι θα εξαρτηθεί: (i) από τη μεγέθυνση της παγκόσμιας οικονομίας και τη συνακόλουθη αύξηση της ζήτησης πετρελαίου, (ii) σε μεγάλο βαθμό από την εξέλιξη της στρατηγικής της Σαουδικής Αραβίας ως προς την παραγωγή και τις εξαγωγές ΑΠ, (iii) από την εξέλιξη των εξαγωγών ΑΠ και

φυσικού αερίου (ΦΑ) της Ρωσίας, δεδομένης της προσπάθειας των χωρών της Δύσης για τον αποκλεισμό τους, και (iv) από την εξέλιξη των εξαγωγών πετρελαίου από τη Βενεζουέλα, μετά τη σύλληψη και απαγωγή του Προέδρου της από τις ΗΠΑ, κ.ά..

Στο πλαίσιο αυτό, το ΔΝΤ προβλέπει περαιτέρω μείωση των τιμών του ΑΠ το 2026 κατά 4,5%, ωστόσο με εκτίμηση για πτώση το 2025 κατά 12,9%, έναντι της πτώσης κατά 15,5% που τελικά καταγράφηκε. Από την πλευρά του, το ΙΝΣΕΤΕ προβλέπει μικρή αύξηση των τιμών του ΑΠ κατά 3,5% το 2026 και κατά 5,0% το 2027.

Αναφορικά με το φυσικό αέριο, η μέση τιμή του στο εννεάμηνο του 2025, σύμφωνα με τον σχετικό δείκτη (Ολλανδίας) του ΔΝΤ, ήταν αυξημένη κατά 24,22% σε ετήσια βάση, μετά τη σημαντική μείωση κατά 22,23% στο εννεάμηνο του 2024 και κατά 68,19% στο εννεάμηνο του 2023. Ωστόσο, το ΙΝΣΕΤΕ εκτιμά ότι η αύξηση των τιμών του φυσικού αερίου το 2025 περιορίστηκε μόλις στο 3,9%, με τις τιμές να μειώνονται στο τέταρτο τρίμηνο του 2025 κατά 19,5% σε ετήσια βάση, μετά την οριακή αύξηση κατά 0,43% το 2024 και τη μεγάλη πτώση κατά 65,66% το 2023 (2022: +135,86%, 2021: +400,51%). Επιπλέον, οι ευρωπαϊκές τιμές του φυσικού αερίου διαμορφώνονταν στις αρχές του 2026 περί τα 28 ευρώ/MWh, μετά την πτώση τους κατά 45% το 2025 (Trading Economics), εξέλιξη που αποδίδεται στη μεγάλη προσφορά φυσικού αερίου στην Ευρώπη, λόγω της σημαντικής αύξησης των εισαγωγών υγροποιημένου φυσικού αερίου (LNG).

Συμπερασματικά, κατά το 2025, η ακραία αντισυμβατική και αντικοινωνική εξωτερική εμπορική πολιτική (ΕΕΠ) των ΗΠΑ υποβαθμίστηκε, ως προς τη συνολική της επίδραση, έναντι της επίσης ακραίας επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής, της σημαντικής ενίσχυσης του διευκολυντικού χαρακτήρα της νομισματικής πολιτικής και της εξωπραγματικά εκρηκτικής ανόδου των χρηματιστηριακών αποτιμήσεων, από τα ήδη υπερδιογκωμένα επίπεδά τους στο τέλος του 2024. Με αυτό το μείγμα πολιτικών, το ΑΕΠ των ΗΠΑ αυξήθηκε κατά 2,14% στο εννεάμηνο του 2025 και εκτιμάται ότι αυξήθηκε κατά 2,0% για το σύνολο του 2025 (Πίνακας 1.8.), με τον μέσο πληθωρισμό στο 2,72%, παρά τη μεγάλη πτώση των τιμών του πετρελαίου και του φυσικού αερίου.

Στην ΕΕ-20, η αύξηση του ΑΕΠ διαμορφώθηκε στο 1,35% στο εννεάμηνο του 2025 και εκτιμάται στο 1,3% για το σύνολο του έτους, με τον μέσο πληθωρισμό στο 2,14%. Στην Ιαπωνία, η αύξηση του ΑΕΠ ανήλθε στο 1,62% στο εννεάμηνο του 2025 και εκτιμάται στο 1,5% για το σύνολο του έτους, με τον μέσο πληθωρισμό να παραμένει σε υψηλά επίπεδα και να διαμορφώνεται στο 2,95% στο τέταρτο τρίμηνο του 2025. Τέλος, στην Κίνα, το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 5,14% στο εννεάμηνο του 2025 και εκτιμάται ότι αυξήθηκε κατά 5,0% για το σύνολο του έτους, με τον μέσο πληθωρισμό να διαμορφώνεται στο 0,2% στο τέταρτο τρίμηνο του 2025.

Οι χρηματιστηριακές αγορές στις ΗΠΑ, καθώς και στην Ευρώπη και την Ιαπωνία, κατέγραψαν αλληπάλληλα νέα ιστορικά υψηλά, σε συνέχεια των ήδη εξαιρετικά υψηλών επιπέδων τους στο τέλος του 2024. Ειδικότερα στις ΗΠΑ, οι χρηματιστηριακές αγορές ενισχύθηκαν περαιτέρω από τις τρεις μειώσεις επιτοκίων που πραγματοποίησε η FED κατά το τελευταίο τρίμηνο του 2025, καθώς και από την επανεκκίνηση του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης (QE) από τον Δεκέμβριο του 2025. Επιπλέον, οι αγορές φαίνεται να προεξοφλούν περαιτέρω εντατικοποίηση της διευκολυντικής πολιτικής από τη FED το 2026 και, ενδεχομένως, και το 2027.

Οι υπερδιογκωμένες χρηματιστηριακές αποτιμήσεις, με αιτιολόγηση την τεχνητή νοημοσύνη (AI), σε συνδυασμό με την άκρως επεκτατική δημοσιονομική πολιτική των ΗΠΑ και με την προοπτική περαιτέρω ενίσχυσης του διευκολυντικού χαρακτήρα της νομισματικής πολιτικής,

συνιστούν τον σημαντικότερο παράγοντα κινδύνου για την εκδήλωση μιας ενδεχόμενης σοβαρής κρίσης στην παγκόσμια οικονομία μετά το 2026.

Από αυτή την ιδιαίτερα σύνθετη αφετηρία εισέρχεται το 2026, ενώ οι εκτιμώμενες εξελίξεις στο ΑΕΠ, τον πληθωρισμό και τα επιτόκια κατά το 2026 και το 2027 στις ΗΠΑ και στην ΕΕ-20 παρουσιάζονται στους Πίνακες 1.6. και 1.7. Παράλληλα, η εκτιμώμενη από το ΙΝΣΕΤΕ αύξηση του ΑΕΠ των χωρών που προσδιορίζουν την ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας, καθώς και των βασικών χωρών προέλευσης των τουριστών που επισκέπτονται την Ελλάδα, αποτυπώνεται στον Πίνακα 1.8., ενώ οι αντίστοιχες εκτιμήσεις συγκρίνονται με εκείνες του ΔΝΤ στον Πίνακα 1.3.

Από τις εκτιμήσεις του ΙΝΣΕΤΕ προκύπτει ότι η αύξηση του παγκόσμιου ΑΕΠ το 2025 ενδέχεται να διαμορφωθεί ελαφρώς υψηλότερα από την εκτίμηση του ΔΝΤ για αύξηση 3,2%. Για τις περισσότερες οικονομίες, όπως θα αναλυθεί εκτενέστερα στο Κεφάλαιο 4, η αύξηση του ΑΕΠ στο εννεάμηνο του 2025 υπήρξε γενικά υψηλότερη από τις προβλέψεις, ενώ αντίστοιχη εικόνα εκτιμάται ότι θα καταγραφεί και στο τέταρτο τρίμηνο του 2025.

Ωστόσο, οι εξελίξεις ως προς την αύξηση του παγκόσμιου ΑΕΠ και του ΑΕΠ των επιμέρους χωρών το 2026 επηρεάζονται πλέον από τους παράγοντες που προαναφέρθηκαν, όπως η διατήρηση του πληθωρισμού στις ΗΠΑ σε σχετικά υψηλά επίπεδα, καθώς και η πολύ μεγάλη αβεβαιότητα που απορρέει από τη συνεχιζόμενη υπερδιόγκωση των χρηματιστηριακών αποτιμήσεων, με ρυθμούς πολλαπλασίου των ρυθμών μεγέθυνσης της οικονομίας των ΗΠΑ, η οποία εκτιμάται ότι στηρίζεται σχεδόν αποκλειστικά στην άκρως επεκτατική δημοσιονομική πολιτική και στα αποτελέσματα πλούτου (wealth effects) από τη διόγκωση των χρηματιστηριακών αξιών.

Στο πλαίσιο αυτό, η συμβολή της τεχνητής νοημοσύνης στην ανάπτυξη της οικονομίας των ΗΠΑ έως σήμερα εντοπίζεται κυρίως στις πολύ μεγάλες επενδύσεις που πραγματοποιούνται για την υλοποίησή της, χωρίς ακόμη επαρκή ορατότητα ως προς τον χρόνο και την έκταση απόδοσης των επενδύσεων αυτών. Κατά συνέπεια, οι προβλέψεις του ΙΝΣΕΤΕ για τα έτη 2026 και 2027 λαμβάνουν υπόψη, στο μέτρο του δυνατού, τη συγκεκριμένη πραγματικότητα. Οι προβλέψεις αυτές βασίζονται στην υπόθεση ότι θα υπάρξει ομαλή εξομάλυνση των χρηματιστηριακών αγορών, όπως, για παράδειγμα, μέσω σταθεροποίησής τους σε ελεγχόμενα χαμηλότερα επίπεδα από τα σημερινά, για παρατεταμένο χρονικό διάστημα, το οποίο εκτιμάται ότι θα εκτείνεται πέραν του 2027.

Γενικότερα, η ακολουθούμενη πολιτική από την Κυβέρνηση των ΗΠΑ έχει ενισχύσει σημαντικά την αβεβαιότητα ως προς τις εξελίξεις στον πληθωρισμό, στα επιτόκια και στη μεγέθυνση της οικονομίας των ΗΠΑ και της παγκόσμιας οικονομίας κατά την περίοδο 2025–2027, ενώ υφίσταται πλέον και ο κίνδυνος η FED να προσχωρήσει σε ανάλογη κατεύθυνση αποσταθεροποίησης. Τέλος, θα πρέπει να επισημανθεί ότι η συνεχιζόμενη υποτίμηση του δολαρίου, σε ένα περιβάλλον πολύ υψηλών επιτοκίων στις ΗΠΑ, αποτελεί εξέλιξη που δεν μπορεί να αξιολογηθεί χωρίς ιδιαίτερη ανησυχία.

## 1.6 Η διάρθρωση της Μελέτης

Στο Κεφάλαιο 2 παρουσιάζονται οι εξελίξεις στις αγορές πετρελαίου και φυσικού αερίου, στις βασικές χρηματιστηριακές αγορές, στις αγορές ομολόγων και στις αγορές συναλλάγματος, οι οποίες, όπως προαναφέρθηκε, διαμορφώνονται υπό τις συνθήκες αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού και των επιτοκίων από τις Κεντρικές Τράπεζες και υπό την επίδραση της

«αντισυμβατικής», σε πολλούς τομείς, πολιτικής που εφαρμόζεται από τις αρχές του 2025 από την Κυβέρνηση των ΗΠΑ. Η πλέον χαρακτηριστική παραδοξότητα στις αρχές του 2026 είναι, όπως έχει ήδη επισημανθεί, η συνεχιζόμενη διολίσθηση του δολαρίου (Διαγράμματα 2.16.), παρά τα υψηλά επιτόκια στις ΗΠΑ και παρά την υπερδιόγκωση των χρηματιστηριακών αποτιμήσεων στις ΗΠΑ (Πίνακας 1.5.). Παράλληλα, καταγράφεται η σημαντική ανατίμηση του ευρώ, παρά τη μεγάλη μείωση των επιτοκίων από την ΕΚΤ και τη διατήρηση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων στην ΕΕ-20 σε σχετικά χαμηλά επίπεδα. Ειδικότερα:

Οι εξελίξεις στις αγορές πετρελαίου και φυσικού αερίου, καθώς και στις αγορές εμπορευμάτων, αποτυπώνονται στα Διαγράμματα 2.1., 2.2., 2.3., 2.4., 2.5. και 2.6. Ιδιαίτερα σημαντική εξέλιξη αποτέλεσε η μεγάλη πτώση των τιμών του πετρελαίου κατά το 2025, καθώς και η προοπτική σταθεροποίησης ή και μικρής ανόδου τους το 2026. Επιπλέον, σημειώνεται η διατήρηση των τιμών του φυσικού αερίου σε σχετικά χαμηλά επίπεδα, καθώς και η νέα αύξηση των τιμών των εμπορευμάτων, η οποία περιορίζει τη δυνατότητα περαιτέρω αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού στις ΗΠΑ και στην Ευρώπη.

Οι εξελίξεις στις μεγάλες χρηματιστηριακές αγορές παρουσιάζονται στην Υποδιαίρεση 2.2., στον Πίνακα 1.5. και στα Διαγράμματα 2.7. έως 2.12. Κατά το 2025 καταγράφηκε νέα, ιδιαίτερα μεγάλη άνοδος των βασικών χρηματιστηριακών δεικτών, με διαδοχική επίτευξη νέων ιστορικών υψηλών, σε συνέχεια των ήδη υπερδιογκωμένων επιπέδων του τέλους του 2024. Σε γενικές γραμμές, η αύξηση των χρηματιστηριακών δεικτών μετά το 2022 υπερβαίνει πολλαπλάσια την αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ, ενώ οι διορθώσεις και οι οπισθοδρομήσεις κατά τη διάρκεια του 2025 υπήρξαν περιορισμένες.

Επισημαίνεται, επίσης, ότι ορισμένοι δείκτες, όπως ο NIKKEI 225 και ο DAX 30, κατέγραψαν ιστορικά υψηλά ήδη εντός του 2023, κατά το έτος της ενεργειακής κρίσης, της επιτάχυνσης του πληθωρισμού και της ταχείας ανόδου των επιτοκίων. Περαιτέρω, η εκρηκτική άνοδος των χρηματιστηριακών δεικτών το 2025 καταγράφηκε παρά τους δασμούς των ΗΠΑ και παρά το γεγονός ότι οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ομολόγων στις ΗΠΑ και στην Ευρώπη διατηρούνταν σε σχετικά υψηλά επίπεδα, ενώ οι οικονομίες της Γερμανίας και της Ιαπωνίας κατέγραψαν αρνητικούς ρυθμούς ανάπτυξης (ύφεση).

Αναφορικά με τις προοπτικές του 2026, σημειώνεται ότι σημαντικό μέρος της ανάλυσης της αγοράς, καθώς και μεγάλες επενδυτικές τράπεζες στις ΗΠΑ, προβλέπουν περαιτέρω εκρηκτική άνοδο των χρηματιστηριακών δεικτών των ΗΠΑ, από τα ήδη υπερδιογκωμένα επίπεδα του τέλους του 2025. Στις αρχές του 2025, ο κυρίαρχος παράγοντας που συνδεόταν με την έντονη άνοδο των χρηματιστηριακών δεικτών ήταν ο «μύθος» της αμερικανικής εξαιρετικότητας (“American exceptionalism”). Στις αρχές του 2026, κυριαρχεί η τεχνητή νοημοσύνη (AI) και οι πολύ μεγάλες επενδύσεις που πραγματοποιούνται για την υλοποίησή της, σε συνδυασμό με την επικείμενη αλλαγή του Προέδρου της FED, εξέλιξη που εκτιμάται ότι θα επιτρέψει μεγαλύτερη μείωση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων και, ενδεχομένως, νέα ποσοτική χαλάρωση (QE), με στόχο τη χρηματοδότηση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και την αναχρηματοδότηση του δημοσίου χρέους των ΗΠΑ. Ωστόσο, ανεξαρτήτως του προσώπου που θα αναλάβει την προεδρία της FED, δεν αναμένεται να είναι δυνατή η παράβλεψη της πορείας του πληθωρισμού, ενώ αντίστοιχα περιορισμοί αναμένεται να προκύψουν και από την ίδια τη λειτουργία των αγορών.

Στις αγορές συναλλάγματος, οι πλέον εντυπωσιακές εξελίξεις ήταν: (i) η αναστροφή της πορείας ανατίμησης της σταθμισμένης ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας (NEER) του δολαρίου (USD) έως τις αρχές του 2025 και η υποτίμησή της κατά 6,49% τον Δεκέμβριο του 2025 έναντι του Δεκεμβρίου του 2024, ενώ, παρά ταύτα, η εν λόγω ισοτιμία εξακολουθεί να είναι

ανατιμημένη κατά 12,8% έναντι του Φεβρουαρίου του 2022 (Διάγραμμα 2.16.), και (ii) η μεγάλη ανατίμηση του ευρώ το 2025, τόσο έναντι του δολαρίου (Διάγραμμα 2.18., USD/EUR: +11,74% τον Δεκέμβριο του 2025 έναντι του Δεκεμβρίου του 2024 και +4,37% το 2025), όσο και σε όρους NEER (Διάγραμμα 2.17.: +4,99% τον Νοέμβριο του 2025 έναντι του Νοεμβρίου του 2024 και +14,17% τον Νοέμβριο του 2025 έναντι του Αυγούστου του 2022). Η εξέλιξη αυτή σημειώθηκε παρά την ταχύτερη μείωση των επιτοκίων από την ΕΚΤ και παρά το γεγονός ότι τα μακροπρόθεσμα επιτόκια στην ΕΕ-20 διατηρούνται σε επίπεδα σαφώς χαμηλότερα από τα αντίστοιχα των ΗΠΑ.

(iii) Το γουάν (CNY), το γιεν (JPY) και η στερλίνα (GBP) ήταν περισσότερο προσδεδεμένα στο δολάριο ή ανατιμήθηκαν ελάχιστα έναντι του δολαρίου το 2025, με αποτέλεσμα να ανατιμηθούν έναντι του ευρώ. Ωστόσο, ιδιαίτερα σημαντική εξέλιξη κατά την περίοδο 2025/2022 αποτέλεσε η μεγάλη υποτίμηση της πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του γουάν, βάσει του μοναδιαίου κόστους εργασίας (REERULC), κατά 21,82% στο τρίτο τρίμηνο του 2025 έναντι του πρώτου τριμήνου του 2022 και κατά 4,25% έναντι του τέταρτου τριμήνου του 2023 (Διάγραμμα 2.26.). (iv) Τέλος, σημειώνεται η σημαντική ανατίμηση της REERULC της τουρκικής λίρας (TRY) κατά 79,9% στο τρίτο τρίμηνο του 2025 έναντι του τέταρτου τριμήνου του 2022 και κατά 19,16% έναντι του πρώτου τριμήνου του 2024 (Διάγραμμα 2.28.).

Στο Κεφάλαιο 3 συνοψίζονται οι βασικοί παράγοντες που έχουν ήδη αναφερθεί και οι οποίοι εκτιμάται ότι θα προσδιορίσουν τη μεγέθυνση της παγκόσμιας οικονομίας και των επιμέρους οικονομιών κατά το 2026 και το 2027. Ο πλέον καθοριστικός παράγοντας είναι ο συνδυασμός της άκρας επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής των ΗΠΑ, της αυξανόμενα διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής της FED και της υπερδιόγκωσης των χρηματιστηριακών αποτιμήσεων, ιδιαίτερα στις ΗΠΑ, αλλά και στην Ευρώπη και στην Ιαπωνία. Ο συνδυασμός αυτός των ακραία επεκτατικών μακροοικονομικών πολιτικών και της έντονης ανόδου των χρηματιστηριακών αξιών έχει επισκιάσει ήδη από το 2025 την αρνητική επίπτωση στην ανάπτυξη της αντισυμβατικής και αντιοικονομικής πολιτικής της Κυβέρνησης των ΗΠΑ στον τομέα της εξωτερικής εμπορικής πολιτικής (ΕΕΠ), καθώς συνέβαλε στην υψηλότερη του αναμενομένου αύξηση του ΑΕΠ των ΗΠΑ κατά 2,0% και της παγκόσμιας οικονομίας κατά 3,2% το 2025, παρά τους δασμούς των ΗΠΑ. Επιπλέον, εκτιμάται ότι θα συνεχιστεί και το 2026, συμβάλλοντας στην αύξηση του ΑΕΠ των ΗΠΑ κατά 1,9% (ΔΝΤ: 2,1%, FED: 2,3%) και, ενδεχομένως, και το 2027, με ανάλογες επιδράσεις τόσο στο ΑΕΠ των ΗΠΑ όσο και στο παγκόσμιο ΑΕΠ. Παράλληλα, ο ίδιος συνδυασμός πολιτικών και αποτιμήσεων αποτελεί και τον σημαντικότερο δυνητικό παράγοντα εκδήλωσης νέας μεγάλης κρίσης στις ΗΠΑ και στην παγκόσμια οικονομία.

Σημαντικός παράγοντας αποτελεί, επίσης, η διάρκεια της πολιτικής κρίσης που επιβαρύνει τη Γαλλία και η επίδρασή της στη διαχείριση των δημοσιονομικών προκλήσεων της χώρας. Παράλληλα, αναμένονται οι επιπτώσεις από την εφαρμογή μιας περισσότερο επεκτατικής πολιτικής από τη Γερμανία, ως προς τις αναπτυξιακές προκλήσεις που αντιμετωπίζουν η ίδια και η ΕΕ-20. Ωστόσο, πολλές χώρες της ΕΕ-27, και ιδιαίτερα η Γερμανία, εξακολουθούν να επηρεάζονται αρνητικά από τις συνεχιζόμενες γεωπολιτικές εξελίξεις στην Ουκρανία, παρά το γεγονός ότι η εξέλιξη των τιμών του πετρελαίου και η τροφοδοσία της Ευρώπης με φυσικό αέριο έχουν βελτιωθεί σημαντικά σε σχέση με την κατάσταση που επικρατούσε έως το 2014. Σημειώνεται ότι η γεωπολιτική κρίση στην Ουκρανία αναμένεται να παραμείνει παρούσα και να συνιστά ουσιαστική απειλή για την Ευρώπη για μακρό χρονικό διάστημα, ανεξαρτήτως των βραχυπρόθεσμων πρωτοβουλιών που λαμβάνονται στο πλαίσιο διεθνών διαπραγματεύσεων.

Στο Κεφάλαιο 4 παρουσιάζονται αναλυτικά οι εξελίξεις κατά την περίοδο 2010–2024, καθώς και για τα έτη 2023, 2024 και 2025, και εξετάζονται οι προοπτικές ανάπτυξης των μεγάλων οικονομιών (ΗΠΑ, ΕΕ-20, Ιαπωνία και Κίνα), αλλά και των κυριότερων χωρών προέλευσης των

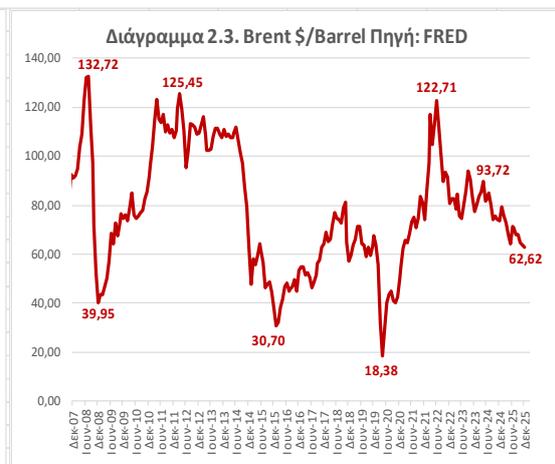
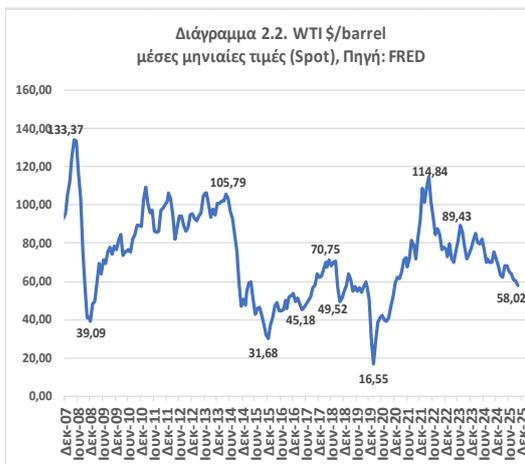
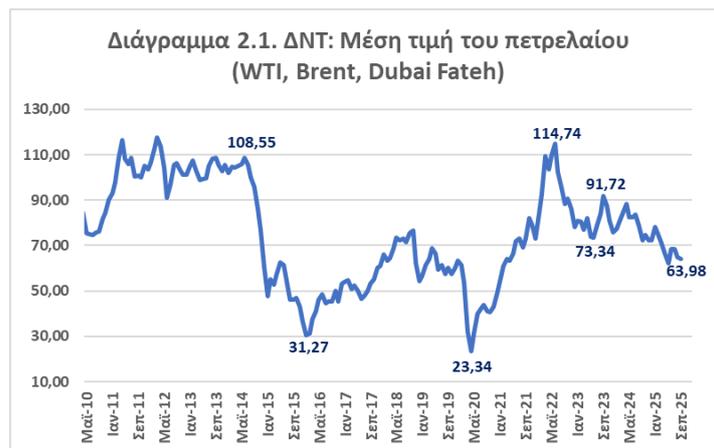
ξένων τουριστών στην Ελλάδα (Γερμανία, Γαλλία, Ολλανδία, Ηνωμένο Βασίλειο, Κύπρος, Βουλγαρία, Τουρκία, Σερβία, Βόρεια Μακεδονία κ.ά.) για τα έτη 2026 και 2027. Η ανάπτυξη των χωρών αυτών το 2024 και στο εννεάμηνο του 2025, καθώς και οι εκτιμήσεις του ΙΝΣΕΤΕ για την ανάπτυξή τους στο τέταρτο τρίμηνο του 2025 και για το σύνολο των ετών 2025, 2026 και 2027, παρουσιάζονται στον Πίνακα 1.8., ο οποίος συγκρίνεται με τον Πίνακα 1.3., όπου αποτυπώνονται οι αντίστοιχες εκτιμήσεις του ΔΝΤ.

## 2. Οι εξελίξεις στις αγορές

### 2.1 Οι τιμές του πετρελαίου, του Φυσικού Αερίου και των Εμπορευμάτων

Η εξέλιξη των διεθνών τιμών του πετρελαίου και του φυσικού αερίου αποτελεί, αφενός, ένδειξη των προσδοκιών αναφορικά με τη δυναμική της παγκόσμιας οικονομίας και, αφετέρου, επηρεάζει ουσιαστικά τόσο την ίδια τη μεγέθυνση όσο και την πορεία του πληθωρισμού.

**A. Οι τιμές του πετρελαίου:** Η μέση τιμή του πετρελαίου (WTI, Brent και Dubai Fateh), όπως δημοσιεύεται από το ΔΝΤ (Διάγραμμα 2.1.), βρίσκεται σε πορεία παρατεταμένης αποκλιμάκωσης από το 2023, κατά το οποίο μειώθηκε κατά -16,36% και διαμορφώθηκε στα \$80,59/βαρέλι. Η πτωτική αυτή πορεία συνεχίστηκε και το 2024, με νέα μείωση κατά -1,77% και διαμόρφωση της μέσης τιμής στα \$79,17/βαρέλι. Για το 2025, εκτιμάται πλέον ότι η μέση τιμή θα διαμορφωθεί στα \$66,90/βαρέλι (εννεάμηνο 2025: \$68,65/βαρέλι), καταγράφοντας πτώση κατά -15,43% έναντι του 2024, έναντι εκτίμησης του ΔΝΤ για πτώση κατά -12,9%. Επιπλέον, το ΔΝΤ εκτιμά νέα μείωση της μέσης τιμής του αργού πετρελαίου κατά -4,5% το 2026, με τη μέση τιμή να εκτιμάται περί τα \$66,4/βαρέλι.

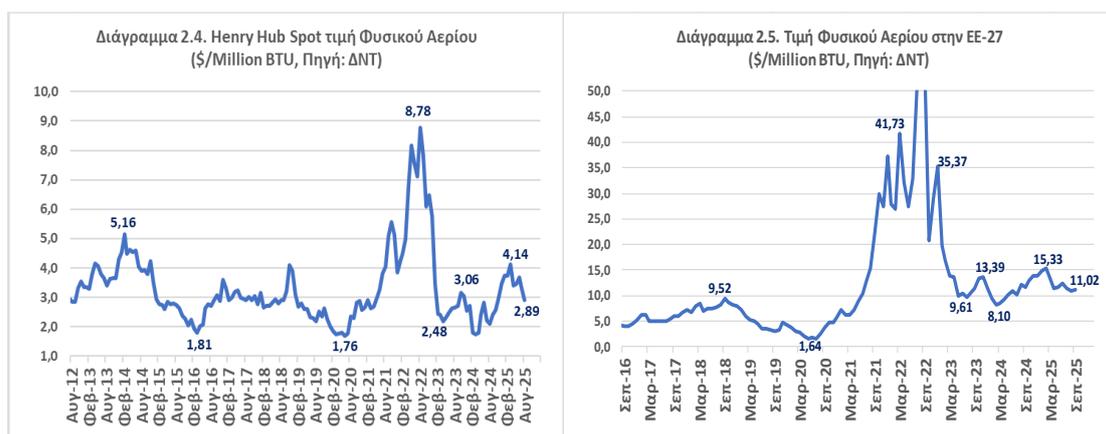


Πηγές: US Energy Information Administration (eia) και FRED.

Ειδικότερα, το WTI και το Brent είχαν καταγράψει ιστορικά υψηλά επίπεδα στα \$114,84/βαρέλι και \$122,71/βαρέλι αντίστοιχα τον Ιούνιο του 2022. Στη συνέχεια, μετά την έντονα πτωτική τους πορεία το 2023 και το 2024, η μέση τιμή τους διαμορφώθηκε το 2025 στα \$65,46/βαρέλι για το WTI και στα \$69,11/βαρέλι για το Brent (Διαγράμματα 2.2. και 2.3.).

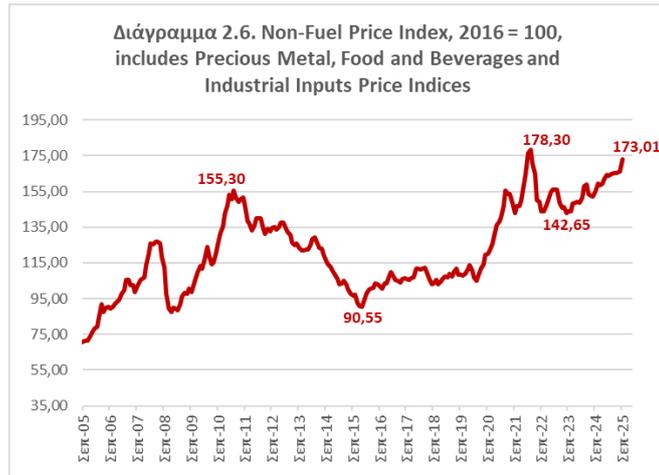
Όπως προαναφέρθηκε (Πίνακας 1.1.), το ΔΝΤ προβλέπει περαιτέρω μείωση της ανωτέρω μέσης τιμής του πετρελαίου κατά -4,5% το 2026. Η εξέλιξη αυτή, ωστόσο, θα εξαρτηθεί από τους παράγοντες που αναλύθηκαν προηγουμένως, με το ΙΝΣΕΤΕ να εκτιμά, αντίθετα, μικρή αύξηση της μέσης τιμής του πετρελαίου κατά 3,5% το 2026 και κατά 5,0% το 2027.

**Β. Οι τιμές του Φυσικού Αερίου:** Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 2.4., η τιμή του φυσικού αερίου (Henry Hub Natural Gas Spot Price) κορυφώθηκε στα \$8,78/εκατ. BTU τον Αύγουστο του 2022, από επίπεδα μόλις \$1,7/εκατ. BTU τον Ιούνιο του 2020. Ακολούθησε κατακόρυφη πτώση, με την τιμή να υποχωρεί στα \$1,79/εκατ. BTU τον Φεβρουάριο του 2024. Η μέση τιμή του φυσικού αερίου διαμορφώθηκε στα \$2,42/εκατ. BTU το 2024 και αυξήθηκε στα \$3,49/εκατ. BTU στο εννεάμηνο του 2025, με την εκτίμηση για το σύνολο του 2025 να ανέρχεται στα \$3,36/εκατ. BTU.



Επίσης, όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 2.5., η τιμή του φυσικού αερίου στην ΕΕ-27 (Netherlands TTF) σημείωσε εκρηκτική άνοδο, από \$4,83/εκατ. BTU τον Οκτώβριο 2020 σε \$37,36/εκατ. BTU τον Δεκέμβριο 2021, για να κορυφωθεί στα \$69,98/εκατ. BTU τον Αύγουστο του 2022. Στη συνέχεια, κατέγραψε απότομη αποκλιμάκωση, υποχωρώντας στα \$35,37/εκατ. BTU τον Δεκέμβριο 2022, στα \$12,88/εκατ. BTU κατά μέσο όρο το 2023 και περαιτέρω στα \$10,89/εκατ. BTU το 2024.

Κατά το εννεάμηνο του 2025 η μέση τιμή αυξήθηκε προσωρινά στα \$12,47/εκατ. BTU, ωστόσο για το σύνολο του 2025 εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί χαμηλότερα, στα \$11,29/εκατ. BTU, αντανakλώντας τη σημαντική ετήσια πτώση (yoγ) που καταγράφηκε στο 4ο τρίμηνο του 2025.



Τέλος, η τιμή του συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης TTF για το φυσικό αέριο, που αποτελεί το βασικό ευρωπαϊκό benchmark, διαμορφώθηκε στα €28,02/MWh στις 5 Ιανουαρίου 2026, από €30,95/MWh στις 15 Νοεμβρίου 2025, €41,52/MWh στις 19 Ιουνίου 2025, €55,42/MWh στις 27 Ιανουαρίου 2025, €47,06/MWh στις 27 Δεκεμβρίου 2024, €35,41/MWh στις 26 Ιουνίου 2024, €28,67/MWh στις 25 Μαρτίου 2024, €26,88/MWh στις 26 Ιανουαρίου 2024, €56,73/MWh στις 3 Φεβρουαρίου 2023, €219,57/MWh στις 7 Σεπτεμβρίου 2022 και €282,46/MWh στις 26 Αυγούστου 2022.

Συνολικά, σύμφωνα με τα στοιχεία του Trading Economics, η τιμή του TTF στο 4ο τρίμηνο του 2025 διαμορφώθηκε κατά περίπου 45% χαμηλότερα σε σύγκριση με το αντίστοιχο τρίμηνο του 2024, εξέλιξη που καταδεικνύει τη σημαντική ομαλοποίηση της τροφοδοσίας της Ευρώπης με φυσικό αέριο, παρά τη διακοπή των εισαγωγών από τη Ρωσία.

Αναφορικά με τον δείκτη μέσης τιμής εμπορευμάτων εξαιρουμένων των πετρελαιοειδών (Non-Fuel Price Index), ο οποίος παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 2.6., τον Σεπτέμβριο του 2025 καταγράφηκε αύξηση κατά 8,0% σε ετήσια βάση (yoγ), κατά 55,68% σε σύγκριση με τον Δεκέμβριο του 2019 και κατά 16,34% έναντι του Δεκεμβρίου 2023. Η ιδιαίτερα μεγάλη αυτή άνοδος των διεθνών τιμών των εμπορευμάτων στην περίοδο 2020-2025 ερμηνεύει σε σημαντικό βαθμό τη διάχυτη αίσθηση της «ακρίβειας» που παρατηρείται στις οικονομίες πολλών χωρών, συμπεριλαμβανομένης και της Ελλάδας.

Το ΔΝΤ προβλέπει αύξηση του εν λόγω δείκτη κατά 7,4% το 2025 και περαιτέρω αύξησή του κατά 4,1% το 2026 (Πίνακας 1.3.). Σημειώνεται, τέλος, ότι η άνοδος του δείκτη αυτού συνδέεται εν μέρει και με την υποτίμηση του δολαρίου, καθώς η Σταθμισμένη Ονομαστική Συναλλαγματική Ισοτιμία του USD (NEER USD) ήταν μειωμένη κατά 5,0% τον Δεκέμβριο 2025 σε σύγκριση με τον Δεκέμβριο 2024.

## 2.2 Οι εξελίξεις στις Χρηματιστηριακές αγορές

Οι δείκτες τιμών των μετοχών στα χρηματιστήρια των ΗΠΑ, της Ευρώπης και της Ασίας είχαν ήδη αυξηθεί σημαντικά στην περίοδο Δεκεμβρίου 2019/Δεκεμβρίου 2018 (Πίνακας 1.5.). Η ανοδική αυτή πορεία συνεχίστηκε απρόσκοπτα έως και τις 19 Φεβρουαρίου 2020, με τους βασικούς δείκτες να καταγράφουν αλληπάλληλα νέα ιστορικά υψηλά, παρά την ταχεία εξάπλωση της πανδημίας Covid-19 στην Κίνα από τον Ιανουάριο του 2020.

Μετά τις 24 Φεβρουαρίου 2020, οι χρηματιστηριακές αγορές διεθνώς υπέστησαν πράγματι απότομη διόρθωση και εισήλθαν σε κατάσταση κρίσης (bear market) τον Μάρτιο του 2020. Ωστόσο, σε μέσα επίπεδα, η πτώση των βασικών δεικτών τον Μάρτιο 2020 σε σχέση με τον Φεβρουάριο 2020 περιορίστηκε στο -20,63% για τον DJIA, -19,07% για τον S&P 500, -18,15% για τον NIKKEI 225, -14,21% για τον KOSPI, -24,59% για τον DAX 30 και -13,91% για τον FTSE 100 (ο οποίος είχε ήδη υποχωρήσει κατά -12,75% τον Φεβρουάριο 2020).

Το πόσο περιορισμένη αποδείχθηκε τελικά αυτή η μόλις δίμηνη χρηματιστηριακή κρίση σε σχέση με τη συνολική εντυπωσιακή ανοδική πορεία των αγορών την περίοδο 2021-2025 αποτυπώνεται καθαρά στα Διαγράμματα 2.7. έως 2.12.

Τα υπερδιογκωμένα δημοσιονομικά πακέτα και η άκρως διευκολυντική νομισματική πολιτική των Κεντρικών Τραπεζών των μεγάλων οικονομιών για την αντιμετώπιση των επιπτώσεων της πανδημίας έδωσαν ισχυρή ώθηση στις χρηματιστηριακές αγορές. Από τον Απρίλιο του 2020 και μετά, οι αγορές κατέγραψαν συστηματική και έντονη ανάκαμψη, με συνεχή κατάκτηση νέων ιστορικών υψηλών.

Όπως προκύπτει από τον Πίνακα 1.5., οι μέσες μηνιαίες τιμές των βασικών δεικτών τον Νοέμβριο 2021 σε σύγκριση με τον Μάρτιο 2020 ήταν αυξημένες κατά 58,36% για τον DJIA, 75,97% για τον S&P 500, 54,79% για τον NIKKEI 225, 59,29% για τον KOSPI, 58,84% για τον DAX 30 και 24,46% για τον FTSE 100. Οι αγορές είχαν εκτιμήσει από πολύ νωρίς ότι οι οικονομικοί κίνδυνοι από τον Covid-19 ήταν διαχειρίσιμοι, ιδιαίτερα μετά την ανάπτυξη και διάδοση των εμβολίων, ενώ οι οικονομίες θα ωφελούνταν τελικά από το εξαιρετικά επεκτατικό μείγμα δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής.

Τον Σεπτέμβριο του 2021 άρχισαν να εμφανίζονται οι πρώτες αμφιβολίες ως προς το υπερβολικά αισιόδοξο σενάριο που ενσωμάτωναν οι αγορές. Αφορμή αποτέλεσε η επιτάχυνση του πληθωρισμού στο 4ο τρίμηνο του 2021 και η συζήτηση για πιθανή πρόωρη αντιστροφή της υπέρμετρα διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής, σε συνδυασμό με την ανάγκη δημοσιονομικής προσαρμογής σε πολλές χώρες. Οι εξελίξεις αυτές ανέκοψαν την έντονη ανοδική πορεία και στο 4ο τρίμηνο του 2021 καταγράφηκε μια σχετικά ήπια διόρθωση.

Τον Φεβρουάριο του 2022, πριν από την εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία, οι περισσότερες αγορές κατέγραψαν μικρές απώλειες σε σχέση με τον Νοέμβριο 2021, με εξαίρεση τον FTSE 100 που σημείωσε επιπλέον άνοδο κατά 5,65%. Μετά την έναρξη του πολέμου, την ενεργειακή κρίση και την απότομη άνοδο του πληθωρισμού, καθώς και την έναρξη της σύσφιγξης της νομισματικής πολιτικής, οι χρηματιστηριακές αγορές κινήθηκαν σε χαμηλότερα επίπεδα την περίοδο Μαρτίου-Οκτωβρίου 2022.

Ωστόσο, η πολύ ισχυρότερη του αναμενομένου αύξηση του ΑΕΠ στις περισσότερες οικονομίες το 2022 και κυρίως το 2023, με εντυπωσιακή επίδοση στις ΗΠΑ και ηπιότερη επιβράδυνση στην ΕΕ-20 και στο ΗΒ, οδήγησαν σε νέα ανοδική φάση. Τον Δεκέμβριο 2023 οι βασικοί δείκτες είχαν

ήδη ανακάμψει σημαντικά σε σχέση με τον Οκτώβριο 2022 (DJIA: +20,86%, S&P 500: +25,74%, ΝΙΚΚΕΙ 225: +22,74%, ΚΟΣΠΙ: +15,77%, DAX 30: +31,63%, FTSE 100: +7,21%).

Η ανοδική αυτή πορεία συνεχίστηκε σχεδόν χωρίς διακοπή και το 2024, με αποτέλεσμα τον Δεκέμβριο 2024 οι περισσότεροι δείκτες να καταγράψουν νέα, εξαιρετικά υψηλά ιστορικά επίπεδα (Δεκ.2024/Δεκ.2023: DJIA +18,24%, S&P 500 +28,30%, ΝΙΚΚΕΙ 225 +18,57%, DAX 30 +21,06%, FTSE 100 +7,74%, με εξαίρεση τον ΚΟΣΠΙ).

Συνολικά, παρά τις αλλεπάλληλες κρίσεις της περιόδου 2020-2023, τον Δεκέμβριο 2024 οι βασικοί χρηματιστηριακοί δείκτες είχαν καταγράψει τεράστια σωρευτική άνοδο έναντι του Δεκεμβρίου 2018: +83,9% ο DJIA, +134,1% ο S&P 500, +86,7% ο ΝΙΚΚΕΙ 225, +86,4% ο DAX 30 και μόλις +21,5% ο FTSE 100.

Από αυτά τα ήδη υπερδιογκωμένα επίπεδα, οι αγορές υποχώρησαν μόνο προσωρινά στις αρχές του 2025, υπό την απειλή εξαιρετικά υψηλών δασμών που ανακοίνωνε η νέα κυβέρνηση των ΗΠΑ. Στις 8 Απριλίου 2025, ο S&P 500 είχε υποχωρήσει κατά -18,90% σε σχέση με τις 19 Φεβρουαρίου 2025 και ο DJIA κατά -15,80%. Ωστόσο, μετά την αποκλιμάκωση των δασμολογικών σεναρίων σε λιγότερο καταστροφικά επίπεδα, οι αγορές επανήλθαν σε νέα κατακόρυφη ανοδική πορεία.

Η νέα αυτή έκρηξη τιμών διακόπηκε μόνο για λίγες ημέρες τον Νοέμβριο 2025, όταν υπήρξαν αμφιβολίες για πιθανή μη μείωση των επιτοκίων από τη FED. Μετά τις σχετικές παρεμβάσεις στελεχών της FOMC, οι αγορές επανήλθαν σε νέα ιστορικά υψηλά, με βασικό αφήγημα πλέον την Τεχνητή Νοημοσύνη.

Έτσι, την 31η Δεκεμβρίου 2025/31η Δεκεμβρίου 2024, οι βασικοί δείκτες κατέγραψαν νέα μεγάλη άνοδο: DJIA +12,97%, S&P 500 +16,39%, ΝΙΚΚΕΙ 225 +26,18%, ΚΟΣΠΙ +75,77%, DAX 30 +23,01% και FTSE 100 +21,51%.

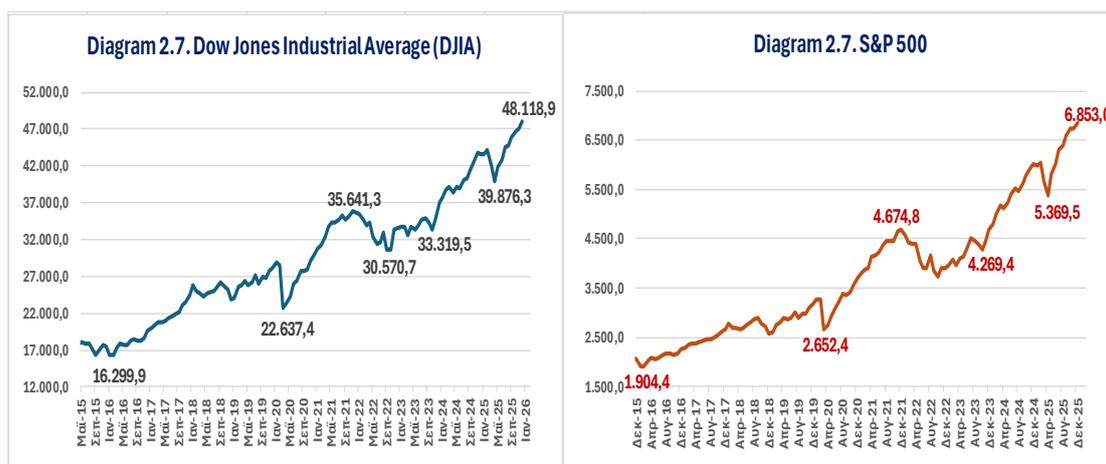
Με αυτή τη νέα άνοδο, τον Δεκέμβριο 2025 οι δείκτες είχαν αυξηθεί έναντι του Δεκεμβρίου 2018 κατά 102,1% ο DJIA, 166,9% ο S&P 500, 138,5% ο ΝΙΚΚΕΙ 225, 122,5% ο DAX 30 και 41,8% ο FTSE 100.

Το πλέον εντυπωσιακό στοιχείο είναι ότι, ακόμη και μετά αυτές τις εξωπραγματικές εξελίξεις, μεγάλες επενδυτικές εταιρείες των ΗΠΑ προβλέπουν νέα εκρηκτική άνοδο των χρηματιστηριακών αξιών, με χαρακτηριστικό παράδειγμα εκτιμήσεις που τοποθετούν τον S&P 500 στις 8.000 μονάδες στο τέλος του 2026, από 6.845,5 μονάδες την 31η Δεκεμβρίου 2025 και μόλις 2.567,3 μονάδες τον Δεκέμβριο 2018.

Εκτιμάται, συνεπώς, ότι ο εν λόγω δείκτης, του οποίου η χρηματιστηριακή κεφαλαιοποίηση διαμορφώθηκε στις 4 Ιανουαρίου 2026 στα \$58,02 τρις, ήτοι στο 189,0% του ΑΕΠ των ΗΠΑ – με το ονομαστικό ΑΕΠ των ΗΠΑ το 2025 να ανέρχεται στα \$30,8 τρις – θα καταγράψει περαιτέρω αύξηση κατά 16,9% εντός του 2026, έναντι εκτιμώμενης αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ κατά 4,7%. Υπό τις ανωτέρω παραδοχές, η σωρευτική αύξηση της χρηματιστηριακής αξίας του δείκτη στην περίοδο 2026/2018 εκτιμάται ότι θα ανέλθει στο 211,6%, έναντι σωρευτικής αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ κατά 55,9% στην ίδια περίοδο.

Στη συνέχεια της παρούσας Υποδιαίρεσης παρουσιάζεται, σε διαγραμματική μορφή, η εξέλιξη των βασικών χρηματιστηριακών δεικτών που αναφέρθηκαν ανωτέρω.

Ειδικότερα, στα Διαγράμματα 2.7. και 2.8. αποτυπώνεται η πορεία των χρηματιστηριακών δεικτών των ΗΠΑ, ήτοι του Dow Jones Industrial Average (DJIA), που περιλαμβάνει 30 από τις μεγαλύτερες εισηγμένες επιχειρήσεις των ΗΠΑ, και του S&P 500, ο οποίος περιλαμβάνει τις 500 μεγαλύτερες εταιρείες των ΗΠΑ, συμπεριλαμβανομένων και των επιχειρήσεων του DJIA. Από την εξέταση των διαγραμμάτων προκύπτει ότι η επίπτωση της ενεργειακής κρίσης της περιόδου 2022-2023 στους εν λόγω δείκτες υπήρξε εντονότερη σε σχέση με την επίπτωση της κρίσης του Covid-19. Ωστόσο, και στις δύο περιπτώσεις, οι χρηματιστηριακές αγορές ανέκαμψαν σε σχετικά σύντομο χρονικό διάστημα, με αποτέλεσμα οι κρίσεις αυτές όχι μόνο να απορροφηθούν πλήρως, αλλά τελικά να λειτουργήσουν ενισχυτικά, τροφοδοτώντας νέα φάση ταχείας ανόδου των χρηματιστηριακών δεικτών των ΗΠΑ, και ευρύτερα των διεθνών αγορών.



Πηγή: FRED: Economic Data FED of St Louis

Πάντως, για χρονικό διάστημα άνω των 23 μηνών, από τον Δεκέμβριο 2021 έως και τον Νοέμβριο 2023, υπό την επίδραση του πολέμου στην Ουκρανία και της επακόλουθης ενεργειακής κρίσης, οι χρηματιστηριακοί δείκτες των ΗΠΑ διαμορφώνονταν σε επίπεδα χαμηλότερα από τα ιστορικά ανώτατα επίπεδα που είχαν καταγραφεί την περίοδο Νοεμβρίου–Δεκεμβρίου 2021, αλλά ταυτόχρονα παρέμεναν σημαντικά υψηλότερα από τα επίπεδα στα οποία βρισκόνταν πριν από την κρίση του Covid-19.

Ωστόσο, από τον Δεκέμβριο 2023 και μετά, όταν η απειλή διατήρησης των διεθνών τιμών του πετρελαίου σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα διαψεύστηκε, ο πληθωρισμός στις ΗΠΑ εισήλθε σε φάση ταχείας αποκλιμάκωσης, ενώ η οικονομία των ΗΠΑ και τα κέρδη των εισηγμένων επιχειρήσεων κατέγραψαν εντυπωσιακή αύξηση το 2023 και το 2024. Υπό τις συνθήκες αυτές, οι χρηματιστηριακές αγορές των ΗΠΑ επανήλθαν σε έντονα ανοδική πορεία κατά τη διάρκεια του 2024 και, στη συνέχεια, και το 2025 – ιδίως μετά τον Απρίλιο 2025 – με ρυθμούς αύξησης πολλαπλάσιους εκείνων του ΑΕΠ, όπως έχει ήδη αναφερθεί και αποτυπώνεται στον Πίνακα 1.5.

Στα Διαγράμματα 2.9. και 2.10. παρουσιάζονται, αντίστοιχα, οι εξελίξεις στον χρηματιστηριακό δείκτη NIKKEI 225 της Ιαπωνίας και στον δείκτη KOSPI Composite της Νότιας Κορέας. Ειδικότερα:



Ο δείκτης NIKKEI 225 της Ιαπωνίας κατέγραψε νέο ιστορικό ανώτατο επίπεδο, κατά μέσο όρο, στις 40.102,9 μονάδες τον Ιούλιο 2024, παρουσιάζοντας αύξηση κατά 22,66% σε σχέση με τον Ιούλιο 2023 (32.694,1 μονάδες), κατά 69,49% σε σύγκριση με τον Δεκέμβριο 2019 (23.669,4 μονάδες, ήτοι το υψηλότερο επίπεδο πριν από την κρίση του Covid-19) και κατά 90,67% σε σχέση με τον Δεκέμβριο 2018 (21.032,4 μονάδες). Στη συνέχεια, ο δείκτης υποχώρησε στις 38.645,6 μονάδες τον Δεκέμβριο 2024 και περαιτέρω στις 34.343,0 μονάδες τον Απρίλιο 2025.

Μετά τον Απρίλιο 2025, ο NIKKEI 225 εισήλθε εκ νέου σε φάση έντονης ανοδικής πορείας, φθάνοντας στις 50.162,4 μονάδες τον Δεκέμβριο 2025, καταγράφοντας αύξηση κατά 27,75% σε σχέση με τον Δεκέμβριο 2024. Όπως αποτυπώνεται στο Διάγραμμα 2.9., η αρνητική επίπτωση τόσο της ενεργειακής κρίσης της περιόδου 2022-2023 όσο και της κρίσης του Covid-19 στον δείκτη υπήρξε σχετικά περιορισμένη και προσωρινή, με τις δύο κρίσεις να απορροφώνται πλήρως σε σύντομο χρονικό διάστημα.

Σημειώνεται ότι πολλές από τις μεγάλες εισηγμένες επιχειρήσεις που απαρτίζουν τον δείκτη NIKKEI 225 επηρεάζονται σε μεγάλο βαθμό από τις εξελίξεις στην οικονομία των ΗΠΑ, της Ευρώπης, της Κίνας και, γενικότερα, της παγκόσμιας οικονομίας. Επιπλέον, σημαντικό μέρος της σωρευτικής αύξησης του δείκτη κατά 90,67% στην περίοδο Ιουλίου 2024/Δεκεμβρίου 2018 αποδίδεται και στην υποτίμηση του ιαπωνικού γιεν (JPY) έναντι του δολαρίου ΗΠΑ (USD) κατά -28,77% στην ίδια περίοδο (Διάγραμμα 2.17.). Το 2025, η μέση ισοτιμία του γιεν έναντι του δολαρίου παρουσίασε οριακή ανατίμηση κατά 1,21%. Η έντονη υποτίμηση του JPY (κατά -27,51% στην περίοδο 2024/2021) συνεπάγεται ουσιαστική ενίσχυση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας και της κερδοφορίας των εισηγμένων ιαπωνικών επιχειρήσεων, οι οποίες δραστηριοποιούνται σε μεγάλο βαθμό στις διεθνείς αγορές και πραγματοποιούν σημαντικό μέρος της παραγωγής τους σε χώρες χαμηλότερου κόστους.

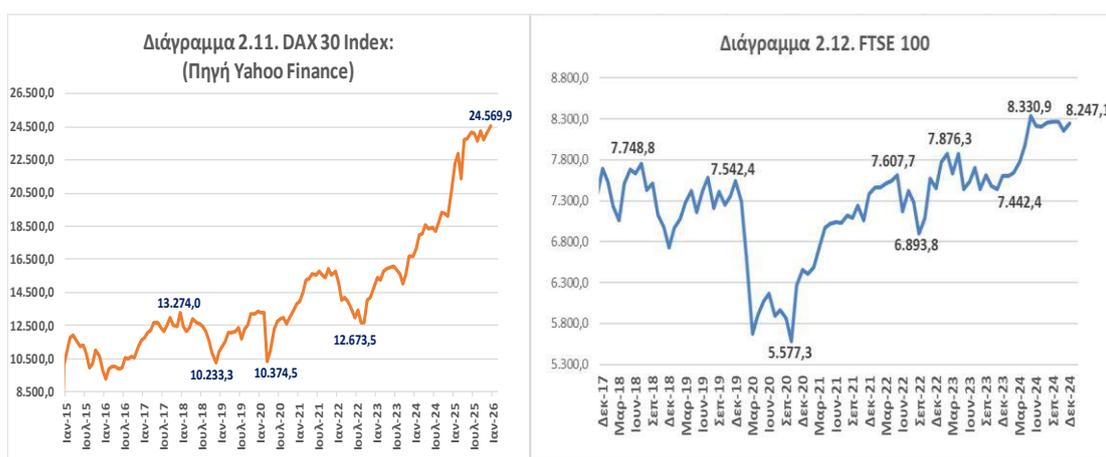
Ο δείκτης KOSPI Composite της Νότιας Κορέας (Korea Composite Stock Price Index) κατέγραψε το ιστορικό ανώτατο επίπεδό του στις 3.305,2 μονάδες σε πρώιμο στάδιο, στις 6 Ιουλίου 2021. Έκτοτε, κατά τα έτη 2022, 2023 και 2024, κινήθηκε σε επίπεδα σημαντικά χαμηλότερα του ανωτέρω ιστορικού υψηλού. Στις 11 Ιουλίου 2024, ο δείκτης είχε ανέλθει στις 2.891,4 μονάδες, δημιουργώντας προσδοκίες σταδιακής ανάκαμψης. Ωστόσο, στη συνέχεια επικράτησαν οι προσδοκίες που συνδέονταν με την εκλογή νέου Προέδρου στις ΗΠΑ τον Νοέμβριο 2024, με αποτέλεσμα στις 27 Δεκεμβρίου 2024 ο δείκτης KOSPI να υποχωρήσει στις 2.404,8 μονάδες, καταγράφοντας μείωση κατά -16,83% σε σχέση με τις 11 Ιουλίου 2024 και κατά -27,24% σε σύγκριση με το ιστορικό υψηλό της 6ης Ιουλίου 2021. Παράλληλα, τον Δεκέμβριο 2024 ο δείκτης ήταν μειωμένος κατά -9,63% σε ετήσια βάση (Δεκ.2024/Δεκ.2023).

Η υποτονική αυτή πορεία του δείκτη σημειώθηκε παρά το γεγονός ότι το ΑΕΠ της Νότιας Κορέας αυξήθηκε κατά 4,6% το 2021, κατά 2,7% το 2022, κατά 1,4% το 2023 και κατά 2,5% το 2024.

Ωστόσο, το 2025 ο δείκτης KOSPI κατέγραψε εκρηκτική ανάκαμψη και τον Δεκέμβριο 2025 ήταν αυξημένος κατά 75,63% σε σχέση με τον Δεκέμβριο 2024, ανακτώντας σημαντικό μέρος των απωλειών που είχαν καταγραφεί τα προηγούμενα έτη.

Ο δείκτης DAX 30 της Γερμανίας (Διάγραμμα 2.11.) κατέγραψε επίσης – αντίστοιχα με τους χρηματιστηριακούς δείκτες των ΗΠΑ – νέο εντυπωσιακό ιστορικό ανώτατο επίπεδο στις 19.657,4 μονάδες στις 31 Οκτωβρίου 2024. Το επίπεδο αυτό ήταν αυξημένο κατά 17,3% σε σχέση με τις 30 Δεκεμβρίου 2023, κατά 41,18% σε σύγκριση με τις 30 Δεκεμβρίου 2022, κατά 23,75% έναντι των επιπέδων της 30ής Δεκεμβρίου 2021 (προ της εισβολής της Ρωσίας στην Ουκρανία) και κατά 48,37% σε σχέση με τις 30 Δεκεμβρίου 2019 (προ της κρίσης του Covid-19).

Οι ακραία εντυπωσιακές αυτές εξελίξεις σημειώθηκαν σε μία περίοδο κατά την οποία η γερμανική οικονομία, τόσο το 2023 όσο και το 2024, κατέγραψε αρνητικούς ρυθμούς μεταβολής του ΑΕΠ, ενώ και οι προοπτικές για το 2025 δεν διαγράφονταν ιδιαίτερα ευνοϊκές. Το γεγονός αυτό υπογραμμίζει την αυξανόμενη αποσύνδεση μεταξύ της πορείας της πραγματικής οικονομίας και της εξέλιξης των χρηματιστηριακών αποτιμήσεων στη Γερμανία, υπό την επίδραση διεθνών χρηματοοικονομικών εξελίξεων και προσδοκιών που υπερβαίνουν τις εγχώριες μακροοικονομικές επιδόσεις.



Ωστόσο, η κατακόρυφη ανοδική πορεία του δείκτη DAX 30 συνεχίστηκε και το 2025, με τον δείκτη να καταγράφει αύξηση κατά 19,35% τον Δεκέμβριο 2025 σε σχέση με τον Δεκέμβριο 2024 και σωρευτική αύξηση κατά 122,5% σε σύγκριση με τον Δεκέμβριο 2018. Η εξέλιξη αυτή σημειώθηκε παρά τη σημαντική ανατίμηση του Ευρώ εντός του 2025, η οποία, υπό κανονικές συνθήκες, θα αναμενόταν να ασκήσει αρνητική επίδραση στην ανταγωνιστικότητα και στα κέρδη των εξαγωγικών επιχειρήσεων της Ευρωζώνης.

Ανάλογη ήταν και η πορεία του δείκτη FTSE 100 του Ηνωμένου Βασιλείου (Διάγραμμα 2.12.). Ο δείκτης κατέγραψε εντυπωσιακό ανώτατο επίπεδο στις 8.445,8 μονάδες στις 15 Μαΐου 2024, με τη μέση τιμή του τον Μάιο 2024 να διαμορφώνεται στις 8.330,9 μονάδες, αυξημένη κατά 9,53% σε σχέση με τον Δεκέμβριο 2023, κατά 11,80% έναντι του Δεκεμβρίου 2022, κατά 12,82% έναντι του Δεκεμβρίου 2021, κατά 28,95% έναντι του Δεκεμβρίου 2020 και κατά μόλις 10,45% σε σύγκριση με τον Δεκέμβριο 2019 (προ της κρίσης του Covid-19). Όπως αποτυπώνεται στο Διάγραμμα 2.12., η οικονομία του Ηνωμένου Βασιλείου και ο δείκτης FTSE 100 επηρεάστηκαν δυσμενέστερα από την κρίση του Covid-19 σε σύγκριση με τις περισσότερες άλλες

ανεπτυγμένες οικονομίες, ενώ η αρνητική επίπτωση της κρίσης της περιόδου 2022-2023 ήταν αισθητά περιορισμένη.

Η εκλογή του νέου Προέδρου και της νέας Κυβέρνησης των ΗΠΑ στις αρχές Νοεμβρίου 2024 επηρέασε αρνητικά τον δείκτη FTSE 100, όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 2.12., με τον δείκτη να υποχωρεί από τις 8.385,1 μονάδες στις 17 Οκτωβρίου 2024 στις 8.063,6 μονάδες στις 15 Νοεμβρίου 2024. Στη συνέχεια, ο δείκτης διαμορφώθηκε, κατά μέσο όρο, στις 8.287,3 μονάδες τον Δεκέμβριο 2024 και ενισχύθηκε περαιτέρω στις 8.494,9 μονάδες τον Απρίλιο 2025, εξέλιξη που συνδέεται και με το γεγονός ότι το Ηνωμένο Βασίλειο κατέληξε σε συμφωνία για σχετικά ηπιότερο δασμολογικό καθεστώς με τις ΗΠΑ νωρίτερα σε σχέση με άλλες χώρες. Κατά το υπόλοιπο του 2025, η ανοδική πορεία του δείκτη FTSE 100 επιταχύνθηκε και τον Δεκέμβριο 2025 ανήλθε στις 9.539,7 μονάδες, καταγράφοντας αύξηση κατά 16,72% έναντι του Δεκεμβρίου 2024 και κατά 41,8% σε σύγκριση με τον Δεκέμβριο 2018.

Συμπερασματικά, οι δείκτες τιμών στις χρηματιστηριακές αγορές διαμορφώνονταν ήδη σε ιδιαίτερα υψηλά, υπερδιογκωμένα επίπεδα τον Δεκέμβριο 2024 και, επί αυτών των επιπέδων, καταγράφηκαν εκ νέου εξωπραγματικά μεγάλες αυξήσεις στους βασικούς χρηματιστηριακούς δείκτες και το 2025 (βλ. Πίνακα 1.5. και τα σχετικά Διαγράμματα). Στις ΗΠΑ, η αύξηση των χρηματιστηριακών αποτιμήσεων την τελευταία τριετία είναι πολλαπλάσια της αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ και, σε σημαντικό βαθμό, αυτοτροφοδοτούμενη. Οι εξελίξεις αυτές συμβάλλουν στην αύξηση του ΑΕΠ μέσω των ισχυρών αποτελεσμάτων πλούτου (wealth effects) που προκύπτουν από την υπερδιόγκωση του θεωρούμενου πλούτου των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων, ενισχύοντας την ιδιωτική κατανάλωση και τις επιχειρηματικές επενδύσεις. Παράλληλα, η εγχώρια ζήτηση ενισχύεται περαιτέρω από τις φορολογικές περικοπές, καθώς και από τις σημαντικές αυξήσεις στην κατανάλωση και τις επενδύσεις της Ομοσπονδιακής Γενικής Κυβέρνησης.

Ωστόσο, τα συνεπαγόμενα πολύ μεγάλα και διαρκή δημοσιονομικά ελλείμματα δεν θεωρούνται βιώσιμα σε μεσομακροπρόθεσμο ορίζοντα, παρά την επικρατούσα στις αγορές προσδοκία ότι η FED θα βρίσκεται διαρκώς σε ετοιμότητα για να αποτρέψει δυσμενείς προσαρμογές. Ο συνδυασμός της υπερδιόγκωσης των χρηματιστηριακών αποτιμήσεων με την άκρως επεκτατική δημοσιονομική πολιτική των ΗΠΑ και τη σταδιακά εντεινόμενη διευκολυντική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής συνιστά σήμερα τον σημαντικότερο κίνδυνο τόσο για την οικονομία των ΗΠΑ όσο και για την παγκόσμια οικονομία.

Υπό τις συνθήκες αυτές, η εκρηκτική άνοδος των χρηματιστηριακών δεικτών στην Ευρώπη, στην Ιαπωνία και σε άλλες οικονομίες αντανακλά σε μεγάλο βαθμό τις εξελίξεις στις αγορές των ΗΠΑ. Η σύνδεση μεταξύ των χρηματιστηριακών αποτιμήσεων και των θεμελιωδών εξελίξεων στις πραγματικές οικονομίες έχει αποδυναμωθεί καταλυτικά. Οι χρηματιστηριακές αγορές εμφανίζονται να λειτουργούν σε μεγάλο βαθμό αυτόνομα, ανεξάρτητα από την πορεία της οικονομικής δραστηριότητας, όπως καταδεικνύεται χαρακτηριστικά τόσο στην περίπτωση της Γερμανίας όσο και των ίδιων των ΗΠΑ.

Το βασικό πρόβλημα των χρηματιστηριακών δεικτών στα επίπεδα που έχουν διαμορφωθεί στις αρχές του 2026 έγκειται στο γεγονός ότι δεν θεωρούνται βιώσιμοι, καθώς οι αποτιμήσεις που συνεπάγονται έχουν υπερβεί προ πολλού τα επίπεδα που δικαιολογούνται ακόμη και από τις εξαιρετικά ευνοϊκές προοπτικές ανάπτυξης και κερδοφορίας των εισηγμένων επιχειρήσεων, με καταλυτικό παράγοντα την Τεχνητή Νοημοσύνη. Το κρίσιμο ζήτημα αφορά, συνεπώς, τις επιπτώσεις που θα προκύψουν στις οικονομίες όταν οι χρηματιστηριακές αγορές υποχρεωθούν να προσαρμοστούν εκ νέου στα θεμελιώδη οικονομικά δεδομένα και όταν οι επενδυτές απαιτήσουν πιο ουσιαστικές και απτές αποδόσεις, στηριζόμενες στα πραγματικά οικονομικά

μεγέθη των επιχειρήσεων και όχι σε προσδοκίες διαρκούς συνέχισης μιας εκρηκτικής ανόδου των τιμών των μετοχών, η οποία έχει ήδη διαρκέσει για ένα εξαιρετικά μεγάλο χρονικό διάστημα.

### 2.3 Η εξέλιξη των αποδόσεων των μακροπρόθεσμων ομολόγων

Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 2.13., οι αποδόσεις (επιτόκια) των 10ετών και των 2ετών κρατικών ομολόγων των ΗΠΑ αυξήθηκαν απότομα το 2022 και το 2023, με την άνοδο να λαμβάνει ιδιαίτερα μεγάλες διαστάσεις τον Σεπτέμβριο και τον Οκτώβριο 2023. Η εξέλιξη αυτή αντανακλούσε, προφανώς:

- (i) τις εκτιμήσεις των στελεχών της FOMC τον Σεπτέμβριο 2023 για αυξημένη πιθανότητα διατήρησης των επιτοκίων σε υψηλά επίπεδα έως και το τέλος του 2024 (όπως πράγματι συνέβη),
- (ii) την εντυπωσιακά θετική πορεία της αγοράς εργασίας των ΗΠΑ έως τον Σεπτέμβριο 2023 και τη μεγάλη αύξηση του ΑΕΠ των ΗΠΑ κατά 2,93% στο 3ο τρίμηνο 2023,
- (iii) τη διατήρηση των διεθνών τιμών του πετρελαίου σε πολύ υψηλά επίπεδα, παρά τη μικρή διόρθωσή τους τον Οκτώβριο 2023, λόγω της στενής συνεργασίας Σαουδικής Αραβίας – Ρωσίας.

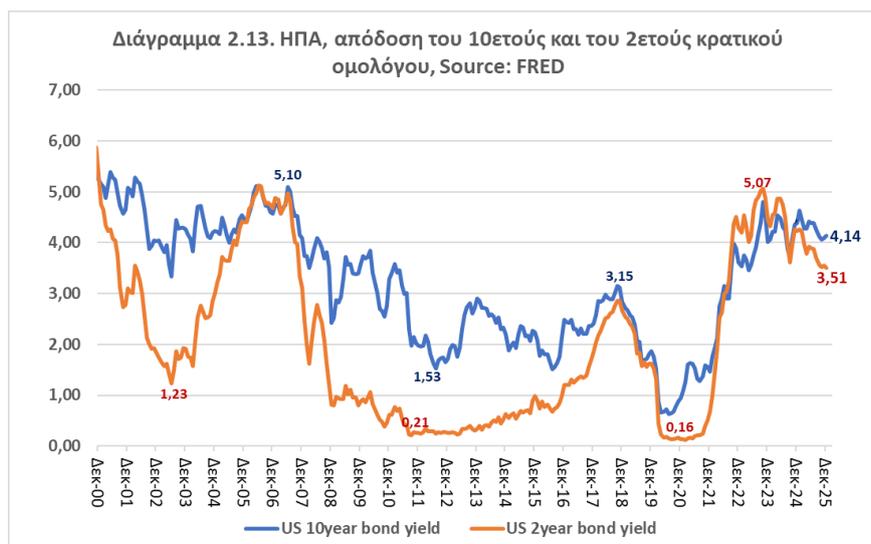
Ως αποτέλεσμα, τον Οκτώβριο 2023 η μέση απόδοση του 2ετούς κρατικού ομολόγου των ΗΠΑ ανήλθε στο 5,07%, ενώ η απόδοση του 10ετούς διαμορφώθηκε στο 4,80%, από επίπεδα χαμηλότερα του 2,0% στις αρχές του 2022.

Ειδικότερα, το επιτόκιο του 10ετούς αμερικανικού κρατικού ομολόγου είχε υποχωρήσει στο 1,51% στις 31/1/2020 και περαιτέρω στο 1,13% στις 28/2/2020, δηλαδή πριν από την εκδήλωση της κρίσης του Covid-19. Στη συνέχεια, με την εφαρμογή του νέου, εξαιρετικά επεκτατικού προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης (QE) από τη FED, η απόδοση μειώθηκε στο 0,70% στις 31 Μαρτίου 2020 και παρέμεινε κοντά στο επίπεδο αυτό (0,72%) και στις 31/8/2020. Ακολούθησε άνοδος στο 1,88% στις 31/10/2020, για να επανέλθει στο 0,93% στις 31/12/2020.

Μετά τον Φεβρουάριο 2022, την εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία, την εκδήλωση της ενεργειακής κρίσης, την εκρηκτική άνοδο του πληθωρισμού και τη δραστική αύξηση των επιτοκίων από τις Κεντρικές Τράπεζες, καθώς και την κατάργηση του QE και τη σταδιακή μείωση του ενεργητικού τους, τα μακροπρόθεσμα επιτόκια αυξήθηκαν κατακόρυφα, όπως αποτυπώνεται στο Διάγραμμα 2.13.

Σημειώνεται ότι η διακοπή των αγορών κρατικών ομολόγων από τη FED συνέπεσε με μείωση του ελλείμματος της Ομοσπονδιακής Κυβέρνησης των ΗΠΑ το 2022 στο -5,5% του ΑΕΠ, αν και αυτή ήταν σαφώς μικρότερη από ό,τι αρχικά είχε σχεδιαστεί (2021: -13,4% του ΑΕΠ, 2020: -14,9% του ΑΕΠ). Το 2023, ωστόσο, το έλλειμμα της Ομοσπονδιακής Κυβέρνησης αυξήθηκε εκ νέου στο -6,44% του ΑΕΠ (βλ. Υποκεφάλαιο 3.2.2.).

Κατά συνέπεια, η ζήτηση στην αγορά κρατικών ομολόγων των ΗΠΑ μειώθηκε σημαντικά, κυρίως λόγω της αποχώρησης της FED από τον ρόλο του βασικού αγοραστή, ενώ η προσφορά ομολόγων δεν περιορίστηκε αντίστοιχα. Η ανισορροπία αυτή μεταξύ προσφοράς και ζήτησης συνέβαλε ουσιαστικά στην άνοδο των αποδόσεων, δηλαδή στη μείωση των τιμών, των κρατικών ομολόγων των ΗΠΑ.



Πηγή: FRED: Economic Data FED of St Louis

Ο επίμονα υψηλός πληθωρισμός έως τον Σεπτέμβριο 2023 και η συνεχιζόμενη ισχυρή προσφορά κρατικών τίτλων από την Κυβέρνηση των ΗΠΑ, σε συνδυασμό με τα υψηλά βραχυχρόνια επιτόκια λόγω της περιοριστικής πολιτικής της FED, συνέβαλαν καθοριστικά στην απότομη άνοδο των αποδόσεων των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων τον Οκτώβριο 2023.

Στη συνέχεια, ωστόσο, ήδη από τον Οκτώβριο 2023, οι διεθνείς τιμές του πετρελαίου μειώθηκαν αισθητά και ο πληθωρισμός στις ΗΠΑ υποχώρησε στο 3,24% στο 4ο τρίμηνο 2023 (Σεπτέμβριος 2023: 3,7%). Η εξέλιξη αυτή συνέβαλε στη μείωση των αποδόσεων των 10ετών και των 2ετών κρατικών ομολόγων των ΗΠΑ στο 4,50% και 4,88% αντίστοιχα τον Νοέμβριο 2023 και περαιτέρω στο 4,02% και 4,46% αντίστοιχα τον Δεκέμβριο 2023.

Κατά το 1ο εξάμηνο 2024, η συμμαχία Σαουδικής Αραβίας–Ρωσίας επέβαλε νέες περικοπές στην παραγωγή πετρελαίου από τον OPEC+, γεγονός που συνέβαλε στη διατήρηση των τιμών του πετρελαίου σε σχετικά υψηλά επίπεδα έως τον Ιούνιο 2024 (Διαγράμματα 2.1., 2.2. και 2.3.). Ως αποτέλεσμα, ο πληθωρισμός των ΗΠΑ αυξήθηκε στο 3,48% τον Μάρτιο 2024 και στο 3,36% τον Απρίλιο 2024. Παράλληλα, οι αποδόσεις των 10ετών και των 2ετών ομολόγων των ΗΠΑ ανήλθαν στο 4,54% και 4,84% αντίστοιχα τον Απρίλιο 2024 και στο 4,48% και 4,86% αντίστοιχα τον Μάιο 2024, όταν ανακοινώθηκαν τα στοιχεία πληθωρισμού Απριλίου.

Όπως, ωστόσο, ήταν αναμενόμενο, το cartel του OPEC+ ουσιαστικά διαλύθηκε από τον Αύγουστο 2024, γεγονός που οδήγησε σε πτώση των τιμών του πετρελαίου και σε σημαντική αποκλιμάκωση του πληθωρισμού των ΗΠΑ: στο 2,53% τον Αύγουστο 2024, στο 2,44% τον Σεπτέμβριο 2024 και στο 2,60% τον Οκτώβριο 2024. Η εξέλιξη αυτή είχε ως αποτέλεσμα την πτώση των αποδόσεων των 10ετών και των 2ετών ομολόγων στο 3,72% και 3,62% αντίστοιχα τον Σεπτέμβριο 2024. Για πρώτη φορά μετά από μεγάλο χρονικό διάστημα, η απόδοση του 2ετούς ομολόγου υποχώρησε κάτω από εκείνη του 10ετούς.

Ωστόσο, μετά τις 5 Νοεμβρίου 2024, οι εξελίξεις στις αγορές προσδιορίστηκαν από την εκλογή του νέου Προέδρου και της νέας Κυβέρνησης των ΗΠΑ, η οποία διέθετε και την πλειοψηφία στο Κογκρέσο και τη Γερουσία. Το πρόγραμμα οικονομικής πολιτικής που είχε εξαγγελθεί και εφαρμόστηκε σε μεγάλο βαθμό-το-2025 συνδύασε:

(i) μια αντισυμβατική και αντιοικονομική Εξωτερική Εμπορική Πολιτική, που ισοδυναμούσε ουσιαστικά με ανατροπή του θεσμικού και οργανωτικού πλαισίου του διεθνούς εμπορίου, το οποίο είχε διαμορφωθεί και εφαρμοστεί επί περισσότερα από 70 χρόνια,

(ii) τη ριζική αλλαγή της μεταναστευτικής πολιτικής, με απελάσεις παράνομων μεταναστών και δραστικό περιορισμό της εισροής νέων μεταναστών στις ΗΠΑ, και

(iii) την εφαρμογή μιας ακραία επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής, που περιλάμβανε σημαντικές φορολογικές περικοπές στα υψηλά εισοδήματα και στις μεγάλες επιχειρήσεις, σε συνδυασμό με μεγάλη αύξηση – ή αδυναμία συγκράτησης της αύξησης – των Πρωτογενών Δαπανών της Γενικής Κυβέρνησης.

Οι χρηματιστηριακές αγορές αποτίμησαν το πρόγραμμα αυτό ως ιδιαίτερα ενισχυτικό για την αύξηση των κερδών των εισηγμένων επιχειρήσεων. Αντίθετα, οι αγορές ομολόγων το αξιολόγησαν ως πρόγραμμα που συνεπάγεται αύξηση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και του πληθωρισμού και, συνεπώς, ανοδικές πιέσεις στα επιτόκια. Ως αποτέλεσμα, οι αποδόσεις των 10ετών και των 2ετών ομολόγων των ΗΠΑ εκτινάχθηκαν εκ νέου στο 4,36% και 4,22% αντίστοιχα τον Δεκέμβριο 2024, με το 10ετές ομόλογο να ανέρχεται εκ νέου στο 4,59% στις 27 Δεκεμβρίου 2024.

Στη συνέχεια, η εφαρμογή του ανωτέρω προγράμματος το 2025 συνδυάστηκε με τη μεγάλη πτώση των διεθνών τιμών του πετρελαίου, η μέση τιμή του οποίου μειώθηκε κατακόρυφα κατά -15,5% το 2025, σε υποτιμημένα δολάρια. Η εξέλιξη αυτή συνέβαλε στη συγκράτηση του πληθωρισμού των ΗΠΑ σε σχετικά αποδεκτά επίπεδα (μέσος πληθωρισμός το 2025: 2,72%), ανατρέποντας τις αρχικές προσδοκίες για πολύ μεγαλύτερη αύξησή του λόγω των δασμών και της υποτίμησης του δολαρίου.

Υπό αυτές τις συνθήκες, κατέστη δυνατή μια περιορισμένη υποχώρηση των αποδόσεων των 10ετών και των 2ετών κρατικών ομολόγων των ΗΠΑ στο 4,12% και 3,57% αντίστοιχα τον Σεπτέμβριο 2025. Παρ' όλα αυτά, τα επιτόκια παρέμειναν σε σχετικά υψηλά επίπεδα, στο 4,14% και 3,51% αντίστοιχα τον Δεκέμβριο 2025, παρά τις τρεις μειώσεις επιτοκίων που πραγματοποίησε η FED στο τελευταίο τετράμηνο του 2025.

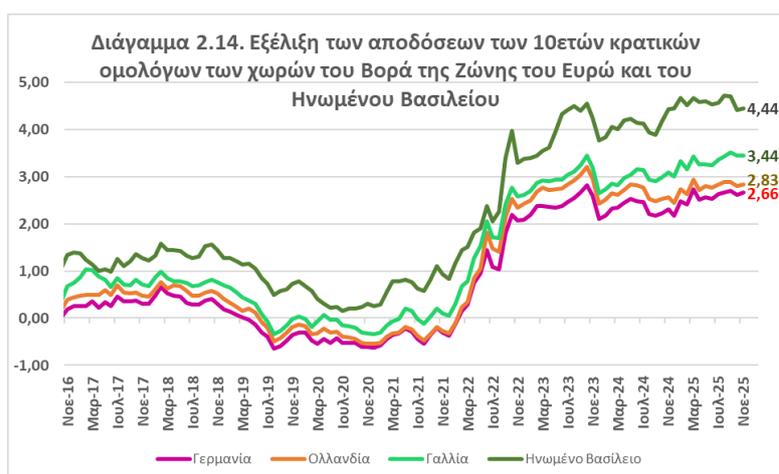
Τέλος, με βάση τις εκτιμήσεις για την εξέλιξη του πληθωρισμού στις ΗΠΑ το 2026, δεν αναμένεται σημαντική μείωση των αποδόσεων των 10ετών κρατικών ομολόγων ούτε εντός του 2026, ενώ οι αποδόσεις των 2ετών ομολόγων εκτιμάται ότι θα επηρεαστούν περισσότερο από τη σταδιακή μείωση των βραχυχρόνιων επιτοκίων από τη FED. Οι σχετικές εκτιμήσεις του ΙΝΣΕΤΕ για την εξέλιξη των αποδόσεων των 10ετών ομολόγων των ΗΠΑ στο 4ο τρίμηνο 2025 και κατά τα έτη 2026 και 2027 παρουσιάζονται στον Πίνακα 1.6.

Στην ΕΕ-20 και στο Ηνωμένο Βασίλειο, οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων των χωρών-μελών (εξαιρουμένης της Ελλάδας) διαμορφώνονταν σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα κατά την περίοδο 2017–2019, ως αποτέλεσμα της πολιτικής ενίσχυσης της ρευστότητας μέσω αγορών κρατικών ομολόγων από την ΕΚΤ και την Τράπεζα της Αγγλίας, καθώς και μέσω του μακροπρόθεσμου δανεισμού των τραπεζών με χαμηλά επιτόκια από την ΕΚΤ (LTROs και TLTROs), με στόχο την ενίσχυση της δυνατότητάς τους να αποκτούν και οι ίδιες κρατικούς τίτλους.

Μετά τον Μάρτιο του 2020 και έως το 2021, η πολιτική αυτή αποτέλεσε τη βασική πηγή χρηματοδότησης των υπερδιογκωμένων ελλειμμάτων της Γενικής Κυβέρνησης, τα οποία προέκυψαν από τα πολύ μεγάλα δημοσιονομικά πακέτα στήριξης των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων κατά την περίοδο της πανδημίας του Covid-19.

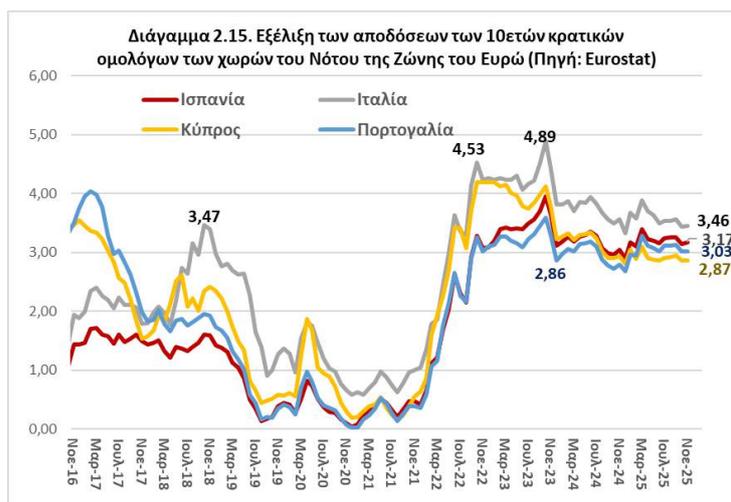
Στα Διαγράμματα 2.14. και 2.15. παρουσιάζεται η εξέλιξη των αποδόσεων των 10ετών κρατικών ομολόγων κατά την περίοδο 2016–Νοέμβριος 2025: στο πρώτο για τη Γερμανία και επιλεγμένες χώρες του Βορρά της Ευρώπης και στο δεύτερο για την Ισπανία, την Πορτογαλία, την Ιταλία και την Κύπρο. Και στα δύο Διαγράμματα αποτυπώνεται η δραστική μείωση των αποδόσεων το 2019, το 2020 και το 2021, ως αποτέλεσμα, σε μεγάλο βαθμό, της πολιτικής μηδενικών ή και αρνητικών επιτοκίων και της εκτεταμένης αγοράς κρατικών ομολόγων από την ΕΚΤ και την Τράπεζα της Αγγλίας.

Παράλληλα, και στα δύο Διαγράμματα καταγράφεται η απότομη άνοδος των αποδόσεων των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων το 2022 και το 2023, μετά τη διακοπή του QE και την έναρξη –και στη συνέχεια την επιτάχυνση– της διαδικασίας αύξησης των επιτοκίων, καθώς και την έναρξη της διαδικασίας μείωσης του ενεργητικού τόσο της ΕΚΤ όσο και της Τράπεζας της Αγγλίας.



Από τον Νοέμβριο 2023 έως τον Ιανουάριο 2024 καταγράφηκε σημαντική πτώση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων και στις χώρες της ΕΕ-20, όπως αποτυπώνεται στα σχετικά Διαγράμματα. Ωστόσο, η πτωτική αυτή πορεία ανετράπη από τον Φεβρουάριο 2024, λόγω της εκ νέου αύξησης του πληθωρισμού. Η αποκλιμάκωση των αποδόσεων επανήλθε από τον Σεπτέμβριο 2024, για να αντιστραφεί και πάλι τον Νοέμβριο 2024 και, εντονότερα, μετά τον Ιανουάριο 2025, υπό την επίδραση της εκλογής και της ανάληψης της εξουσίας από τη νέα Κυβέρνηση των ΗΠΑ.

Σε κάθε περίπτωση, τα μακροπρόθεσμα επιτόκια στην ΕΕ-20 παρέμειναν και το 2025 σε αισθητά χαμηλότερα επίπεδα σε σύγκριση με τα αντίστοιχα επιτόκια των ΗΠΑ, και μάλιστα παρά τη σημαντική υποτίμηση του δολαρίου έναντι του ευρώ κατά τη διάρκεια του 2025.



Τα μακροπρόθεσμα επιτόκια του Ηνωμένου Βασιλείου διαμορφώνονται σε υψηλότερα επίπεδα, αφενός διότι η χώρα ασκεί αυτόνομη νομισματική και συναλλαγματική πολιτική και, ως εκ τούτου, ενσωματώνεται υψηλότερος συναλλαγματικός κίνδυνος στις αποδόσεις των κρατικών τίτλων, και αφετέρου διότι ο πληθωρισμός στο ΗΒ είναι, στις περισσότερες περιόδους, υψηλότερος από τον αντίστοιχο πληθωρισμό της ΕΕ-20.

Συνολικά, οι Κεντρικές Τράπεζες οφείλουν, μέσω της ασκούμενης πολιτικής τους, να διασφαλίσουν την ουσιαστική και διατηρήσιμη αποκλιμάκωση τόσο του πληθωρισμού όσο και των μακροχρόνιων επιτοκίων, ανεξάρτητα από τις αποκλίνουσες και ενδεχομένως αποσταθεροποιητικές πολιτικές της νέας Κυβέρνησης των ΗΠΑ.

## 2.4 Η εξέλιξη των συναλλαγματικών ισοτιμιών των νομισμάτων

### 2.4.1 Γενικά

Σημαντικός προσδιοριστικός παράγοντας της αναπτυξιακής δυναμικής των οικονομιών αποτελεί η ανταγωνιστικότητα των διεθνώς εμπορεύσιμων προϊόντων τους, η οποία εξαρτάται σε σημαντικό βαθμό από την εξέλιξη των συναλλαγματικών ισοτιμιών των νομισμάτων τους. Σε γενικές γραμμές, η νομισματική πολιτική των Κεντρικών Τραπεζών λαμβάνει υπόψη – ή σε αρκετές περιπτώσεις επιδιώκει ρητά – την αποτροπή μιας υπερβολικής ανατίμησης, ή εναλλακτικά την επίτευξη υποτίμησης, της πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του νομίσματος αναφοράς. Η εν λόγω πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία αποπληθωρίζεται είτε με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (Unit Labour Cost – ULC), είτε με βάση τον σχετικό Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΔΤΚ), και σταθμίζεται ως προς τους βασικούς εμπορικούς εταίρους.

Στις αρχές του 2025, οι επικρατούσες προσδοκίες συνέτειναν στην εκτίμηση για σημαντική ανατίμηση του δολαρίου ΗΠΑ, υπό την επίδραση της αναμενόμενης διεύρυνσης της διαφοράς επιτοκίων μεταξύ των Ηνωμένων Πολιτειών, της ΕΕ-20 και, ενδεχομένως, και άλλων οικονομιών. Ήδη κατά την περίοδο αυτή, τα βασικά επιτόκια στις ΗΠΑ και στο Ηνωμένο Βασίλειο διαμορφώνονταν σε επίπεδα αισθητά υψηλότερα σε σύγκριση με τα αντίστοιχα επιτόκια στην ΕΕ-20, εξέλιξη η οποία είχε ως αποτέλεσμα την άσκηση υποτιμητικών πιέσεων στη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ.

Η διαφορά επιτοκίων υπέρ των ΗΠΑ διατηρήθηκε και κατά τη διάρκεια του 2025. Ωστόσο, παρά το εν λόγω επιτοκιακό πλεονέκτημα, το δολάριο εισήλθε σε υποτιμητική πορεία από σχετικά πρώιμο χρονικό σημείο, τόσο έναντι του ευρώ όσο και έναντι ενός ευρέος καλαθιού νομισμάτων βασικών εμπορικών εταίρων των ΗΠΑ, όπως αυτό αποτυπώνεται στη σταθμισμένη ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία (Nominal Effective Exchange Rate – NEER) του δολαρίου.

Αντιθέτως, η ιδιαίτερα έντονη υποτίμηση του ιαπωνικού γιέν (JPY) έναντι του δολαρίου και άλλων βασικών νομισμάτων, η οποία καταγράφηκε κατά το 2023 και το 2024, διατηρήθηκε και εντός του 2025. Παράλληλα, το κινεζικό γουάν (CNY) διατήρησε σε γενικές γραμμές σχετικά σταθερή την ισοτιμία του έναντι του δολαρίου, σε επίπεδα που χαρακτηρίζονται ως υποτιμημένα. Η εξέλιξη αυτή συνεπάγεται περαιτέρω υποτίμηση του γουάν έναντι του ευρώ και άλλων διεθνών νομισμάτων.

Η νέα υποτίμηση του κινεζικού νομίσματος επέδρασε αρνητικά στην ανταγωνιστικότητα των οικονομιών της ΕΕ-20, καθώς και άλλων χωρών, ενισχύοντας τις εξωτερικές πιέσεις στις διεθνώς εμπορεύσιμες παραγωγικές τους δραστηριότητες. Ειδικότερα:

#### 2.4.2 Η συναλλαγματική ισοτιμία του δολαρίου (USD)

Μετά τον Φεβρουάριο του 2018, καταγράφηκε εκ νέου σταδιακή ανατίμηση του δολαρίου, η οποία αντανάκλασε την υιοθέτηση λιγότερο διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (FED) σε σύγκριση με τις λοιπές μεγάλες Κεντρικές Τράπεζες, καθώς και τη δυναμικότερη αναπτυξιακή πορεία της οικονομίας των Ηνωμένων Πολιτειών σε σχέση με τη Ζώνη του Ευρώ και την Ιαπωνία. Στο πλαίσιο αυτό, τον Απρίλιο του 2020, η σταθμισμένη ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία (NEER) του δολαρίου είχε ανατιμηθεί κατά 14,8% σε σύγκριση με τον Φεβρουάριο του 2018.

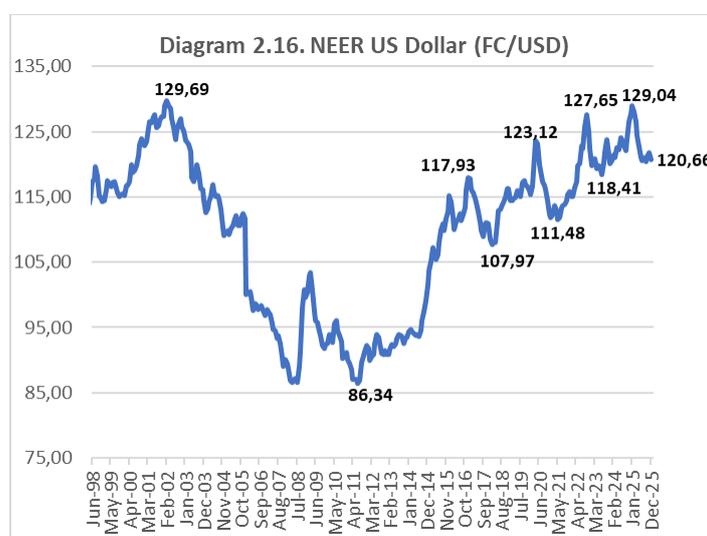
Κατά την αρχική φάση της πανδημίας Covid-19 (Φεβρουάριος – Απρίλιος 2020), η ανατιμητική τάση του δολαρίου ενισχύθηκε περαιτέρω. Ωστόσο, η ιδιαίτερα μεγάλη αύξηση της προσφοράς δολαρίων, ως αποτέλεσμα της εφαρμογής εκτεταμένων προγραμμάτων ποσοτικής χαλάρωσης (QE) από τη FED, συνέβαλε τελικά στην αντιστροφή της τάσης, οδηγώντας σε διολίσθηση του δολαρίου. Ως αποτέλεσμα, τον Μάιο του 2021 η NEER του δολαρίου είχε υποτιμηθεί κατά -9,8% σε σχέση με τον Απρίλιο του 2020.

Μετά τον Μάιο του 2021, η NEER του δολαρίου εισήλθε εκ νέου σε ανατιμητική πορεία, εξέλιξη που συνδέθηκε με τις προσδοκίες των αγορών για ταχύτερη έναρξη της διαδικασίας περιορισμού των προγραμμάτων ποσοτικής χαλάρωσης από τη FED, καθώς και για ταχύτερη αύξηση των βασικών επιτοκίων, η οποία τελικώς ξεκίνησε τον Απρίλιο του 2022. Στο πλαίσιο αυτό, τον Δεκέμβριο του 2021, η NEER του δολαρίου ήταν ανατιμημένη κατά 3,9% σε σύγκριση με τον Μάιο του 2021.

Επιπλέον, από τον Απρίλιο του 2022 και έπειτα, στις διεθνείς αγορές συναλλάγματος παρατηρήθηκε ενίσχυση των τοποθετήσεων σε δολάρια, μεταξύ άλλων και λόγω της ενεργειακής κρίσης, η οποία επιβάρυνε σε μεγαλύτερο βαθμό τις οικονομίες εκτός των Ηνωμένων Πολιτειών. Ως αποτέλεσμα, τον Οκτώβριο του 2022, η ανατίμηση της NEER του δολαρίου διαμορφώθηκε στο 14,5% σε σύγκριση με τον Μάιο του 2021, στο 18,6% σε σύγκριση με τον Φεβρουάριο του 2018 και στο ιδιαίτερα υψηλό επίπεδο του 47,8% σε σύγκριση με τον Ιούλιο του 2011 (βλ. Διάγραμμα 2.16).

Στη συνέχεια, η NEER του δολαρίου ακολούθησε πτωτική πορεία και τον Ιούλιο του 2023 είχε υποχωρήσει κατά -7,23% σε σχέση με τον Οκτώβριο του 2022 και κατά -4,2% σε σχέση με τον Απρίλιο του 2020. Παρά την εν λόγω υποχώρηση, η ισοτιμία παρέμενε ανατιμημένη κατά 10,0% έναντι του Φεβρουαρίου του 2018, κατά 1,9% έναντι του Δεκεμβρίου του 2018 και στο ιδιαίτερα υψηλό επίπεδο του 37,1% έναντι του Ιουλίου του 2011.

Μετά τον Ιούλιο του 2023, η NEER του δολαρίου ΗΠΑ (USD) εισήλθε εκ νέου σε ανοδική πορεία. Έτσι, τον Νοέμβριο του 2024, η ισοτιμία του δολαρίου ήταν πλέον οριακά υποτιμημένη κατά -0,9% σε σύγκριση με τον Οκτώβριο του 2022, ενώ ταυτόχρονα παρέμενε ανατιμημένη κατά 3,1% έναντι του Απριλίου του 2020, κατά 18,4% έναντι του Φεβρουαρίου του 2018 και κατά 46,6% έναντι του Ιουλίου του 2011.



Η εκλογή της νέας Κυβέρνησης των Ηνωμένων Πολιτειών την 5η Νοεμβρίου 2024 συνέβαλε σε ανοδική κίνηση της σταθμισμένης ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας (NEER) του δολαρίου ΗΠΑ κατά τους αμέσως επόμενους μήνες. Ειδικότερα, έως τον Ιανουάριο του 2025, το NEER του δολαρίου είχε αυξηθεί στο επίπεδο των 129,04, από 122,13 τον Σεπτέμβριο του 2024, εξέλιξη που αντιστοιχεί σε ανατίμηση της τάξης του 5,66%.

Ωστόσο, με την ανάληψη της διακυβέρνησης από τη νέα Κυβέρνηση των ΗΠΑ, από τον Φεβρουάριο του 2025 και έπειτα, καταγράφηκε αντιστροφή της τάσης, με το δολάριο να εισέρχεται σε υποτιμητική πορεία. Συγκεκριμένα, το NEER του δολαρίου μειώθηκε στο επίπεδο των 120,66 τον Δεκέμβριο του 2025, από 129,04 τον Ιανουάριο του 2025, γεγονός που συνεπάγεται συνολική υποτίμηση κατά -6,49% εντός του έτους. Η εξέλιξη αυτή παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον, καθώς έλαβε χώρα σε ένα περιβάλλον όπου τα επιτόκια στις Ηνωμένες Πολιτείες παρέμεναν υψηλότερα σε σύγκριση με άλλες προηγμένες οικονομίες, ενώ παράλληλα οι χρηματιστηριακές αγορές των ΗΠΑ κατέγραφαν έντονα ανοδική πορεία.

Η εξέλιξη της διμερούς συναλλαγματικής ισοτιμίας δολαρίου ΗΠΑ προς ευρώ (USD/EUR) αποτυπώνεται στο Διάγραμμα 2.18. Μετά την εκλογή του νέου Προέδρου των Ηνωμένων Πολιτειών, το ευρώ υποχώρησε αισθητά έναντι του δολαρίου, διαμορφούμενο στο επίπεδο των 1,0274 USD/EUR στις 3 Φεβρουαρίου 2025, από 1,0904 USD/EUR στις 4 Νοεμβρίου 2024, εξέλιξη που αντιστοιχεί σε διολίσθηση του ευρώ κατά -5,78%.

Ωστόσο, μετά την ανάληψη της εξουσίας από τη νέα Κυβέρνηση των ΗΠΑ από τον Φεβρουάριο του 2025 και έπειτα, το ευρώ εισήλθε σε ανατιμητική πορεία έναντι του δολαρίου. Συγκεκριμένα, η ισοτιμία ανήλθε στο επίπεδο των 1,1837 USD/EUR στις 17 Σεπτεμβρίου 2025, γεγονός που συνεπάγεται ανατίμηση του ευρώ κατά 15,21%. Στη συνέχεια, η ισοτιμία του ευρώ σταθεροποιήθηκε σε επίπεδα άνω του 1,17 USD/EUR έως τις 6 Ιανουαρίου 2026, οπότε και διαμορφώθηκε στα 1,1707 USD/EUR.

#### 2.4.3 Η συναλλαγματική ισοτιμία του Ευρώ (EUR)

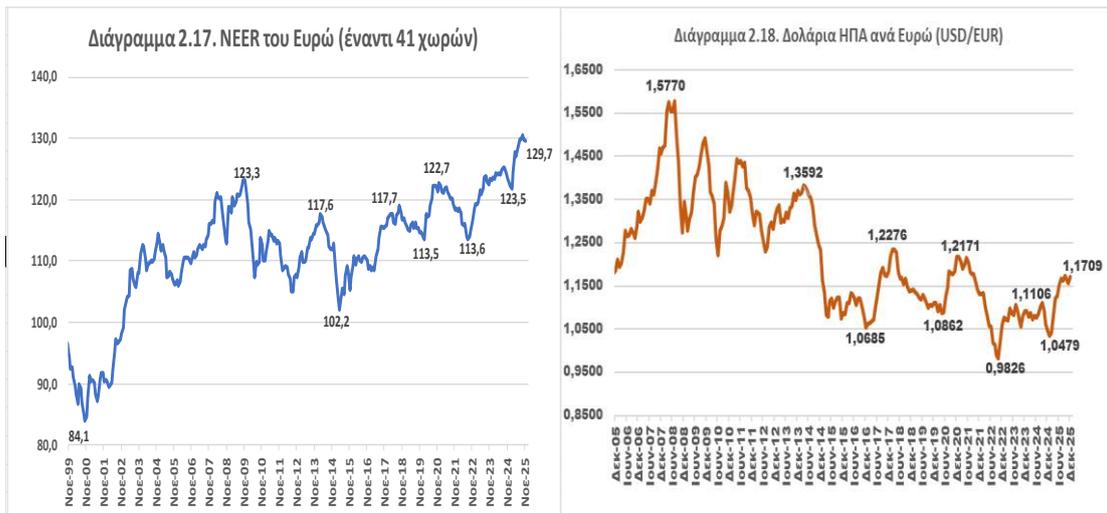
Όπως αποτυπώνεται στο Διάγραμμα 2.18, παρά την ανατίμηση του ευρώ έναντι του δολαρίου κατά τη διάρκεια του 2025, το ενιαίο ευρωπαϊκό νόμισμα εξακολουθεί να διαμορφώνεται σε σχετικά υποτιμημένα επίπεδα έναντι του δολαρίου, όταν η σύγκριση πραγματοποιείται σε σχέση με μακροχρόνιες ιστορικές περιόδους. Ωστόσο, σε όρους σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας, και ειδικότερα βάσει της Σταθμισμένης Ονομαστικής Συναλλαγματικής Ισοτιμίας (NEER) του ευρώ έναντι των νομισμάτων 41 χωρών, όπως αυτή υπολογίζεται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), το ευρώ κινείται διαχρονικά σε επίπεδα που χαρακτηρίζονται ως σημαντικά ανατιμημένα, όπως παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 2.17.

Ειδικότερα, η διαμόρφωση της NEER του ευρώ επηρεάζεται σε καθοριστικό βαθμό από την πολιτική υποτίμησης του ιαπωνικού γιέν (JPY), καθώς και του κινεζικού γουάν (CNY) από το 2022 και έπειτα, αλλά και από τις συναλλαγματικές εξελίξεις σε σειρά ευρωπαϊκών νομισμάτων, καθώς και νομισμάτων αναπτυσσόμενων και αναδυόμενων οικονομιών. Στο πλαίσιο αυτό, η σταθμισμένη ισοτιμία του ευρώ αντανακλά τη συνδυαστική επίδραση των εν λόγω εξελίξεων στις διεθνείς αγορές συναλλάγματος.

Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 2.17, τον Οκτώβριο του 2009 η NEER του ευρώ ήταν ανατιμημένη κατά 46,7% σε σύγκριση με τον Οκτώβριο του 2000. Στη συνέχεια, η εξέλιξη της NEER του ευρώ επηρεάστηκε αρνητικά από την κρίση δημοσίου χρέους στην Ελλάδα, καθώς και σε άλλες χώρες της ευρωζώνης, με αποτέλεσμα τη διολίθησή της κατά -12,88% τον Ιούνιο του 2010 σε σύγκριση με τον Οκτώβριο του 2009.

Ακολούθως, καταγράφηκε πρόσκαιρη ανάκαμψη, με την NEER του ευρώ να αυξάνεται κατά 7,1% τον Απρίλιο του 2011 σε σύγκριση με τον Ιούνιο του 2010. Ωστόσο, η εν λόγω ανοδική πορεία δεν διατηρήθηκε, καθώς η σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ υποχώρησε εκ νέου κατά -8,8% τον Αύγουστο του 2012 έναντι του Απριλίου του 2011, εξέλιξη που συνδέθηκε με τις αυξημένες αβεβαιότητες που προέκυψαν από τη διαδικασία αναδιάρθρωσης του ελληνικού δημοσίου χρέους (PSI).

Τον Απρίλιο του 2014, η NEER του ευρώ είχε και πάλι ενισχυθεί, καταγράφοντας ανατίμηση κατά 11,7% σε σύγκριση με τον Αύγουστο του 2012. Ωστόσο, η τάση αυτή αντιστράφηκε εκ νέου, με τη NEER του ευρώ να μειώνεται κατά -12,8% τον Απρίλιο του 2015 σε σχέση με τον Απρίλιο του 2014, εξέλιξη που συνδέεται με τη νέα περίοδο έντονης οικονομικής αβεβαιότητας στην Ελλάδα κατά το επτάμηνο Ιανουαρίου – Ιουλίου 2015.



Μετά την ομαλοποίηση της ελληνικής οικονομικής κατάστασης, η σταθμισμένη ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία (NEER) του ευρώ επανήλθε σε ανατιμητική πορεία. Ειδικότερα, τον Σεπτέμβριο του 2018 η NEER του ευρώ ήταν ανατιμημένη κατά 16,6% σε σύγκριση με τον Απρίλιο του 2015. Στη συνέχεια, έπειτα από περιορισμένες διακυμάνσεις, τον Δεκέμβριο του 2020 η NEER του ευρώ διαμορφώθηκε σε επίπεδα κατά 3,0% υψηλότερα σε σχέση με τον Σεπτέμβριο του 2018.

Από τις αρχές του 2021, η NEER του ευρώ εισήλθε σε υποτιμητική πορεία, αρχικά λόγω της καθυστερημένης έναρξης της διαδικασίας αύξησης των βασικών επιτοκίων από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), σε σύγκριση με τη FED και την Τράπεζα της Αγγλίας, και στη συνέχεια λόγω της ενεργειακής κρίσης του 2022, η οποία εκτιμήθηκε ότι θα επιβάρυνε τις ευρωπαϊκές οικονομίες σε μεγαλύτερο βαθμό από τις Ηνωμένες Πολιτείες. Ως αποτέλεσμα, τον Αύγουστο του 2022, η NEER του ευρώ είχε υποχωρήσει κατά -7,46% σε σύγκριση με τον Δεκέμβριο του 2020.

Ωστόσο, από τον Οκτώβριο του 2022 και έπειτα, όταν η πολιτική αύξησης των επιτοκίων από την ΕΚΤ κατέστη πλέον εξίσου επιθετική με την αντίστοιχη πολιτική των λοιπών μεγάλων Κεντρικών Τραπεζών, η NEER του ευρώ άρχισε εκ νέου να ανακάμπτει. Συγκεκριμένα, τον Νοέμβριο του 2023 είχε ανατιμηθεί κατά 8,63% σε σύγκριση με τον Αύγουστο του 2022, ενώ η συνολική ανατίμησή της έναντι του Οκτωβρίου του 2000 ανερχόταν στο 46,8%. Επιπλέον, τον Οκτώβριο του 2024, η NEER του ευρώ ήταν ανατιμημένη κατά 9,53% σε σύγκριση με τον Αύγουστο του 2022 και κατά 48,0% σε σύγκριση με τον Οκτώβριο του 2000.

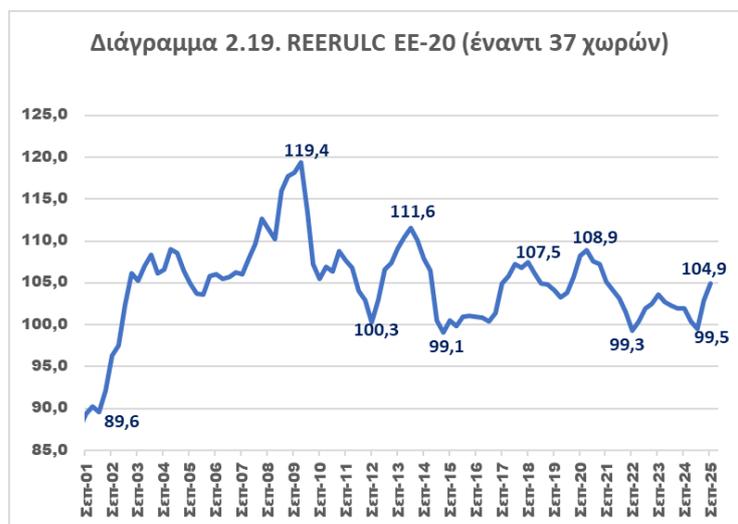
Στον Πίνακα 2.2 παρουσιάζεται ότι η NEER του ευρώ για την ΕΕ-20, έναντι 37 χωρών, ήταν κατά το τρίτο τρίμηνο του 2025 ανατιμημένη κατά 60,88% σε σύγκριση με το έτος 2000. Οι παράγοντες που εξηγούν την εξέλιξη αυτή αποτυπώνονται επίσης στον Πίνακα 2.2, και συνδέονται με τη σημαντική υποτίμηση σειράς νομισμάτων, και συγκεκριμένα του ιαπωνικού γιέν (-27,92%), της στερλίνιας Ηνωμένου Βασιλείου (-13,54%), της τουρκικής λίρας (-98,65%), του μεξικανικού πέσο (-48,81%), του βραζιλιάνικου ρεάλ (-63,78%), του νοτιοκορεατικού γουόν (-10,27%), του ουγγρικού φιορινιού (-22,59%), της νορβηγικής κορόνας (-16,28%), της σουηδικής κορόνας (-4,57%), του ρωσικού ρουβλίου (-60,55%), μεταξύ άλλων.

Υπό τις συνθήκες αυτές, η ανατίμηση των νομισμάτων των Ηνωμένων Πολιτειών (+11,47%), της Ελβετίας (+110,39%), της Αυστραλίας (+20,21%), της Κίνας (+26,04%) και του Καναδά (+13,32%) δεν ήταν επαρκής ώστε να αποτρέψει τη σημαντική ανατίμηση της NEER του ευρώ, τόσο για την ΕΕ-20 ως σύνολο όσο και για τα επιμέρους κράτη-μέλη. Επιπλέον, προκύπτει ότι η

ανατίμηση της NEER του ευρώ για την Ελλάδα διαμορφώθηκε στο 51,28%, επίπεδο σημαντικά υψηλότερο.

Πίνακας 2.2. Ποσοστιαία αύξηση του NEER στο Q3 2025/2000, των χωρών που εξετάζονται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή για την εκτίμηση του Price and Cost Competitiveness					
Belgium	20,73%	Luxembourg	15,09%	<b>Turkey</b>	<b>-98,65%</b>
Bulgaria	60,19%	Hungary	-22,59%	USA	11,47%
Czech_Rep	67,30%	Malta	22,79%	Canada	13,32%
Denmark	23,69%	Netherlands	19,16%	Mexico	-48,81%
Germany	25,33%	Austria	14,69%	Australia	20,21%
Estonia	21,57%	Poland	9,67%	New_Zeal	35,71%
Ireland	22,42%	Portugal	16,42%	Japan	-27,92%
<b>Greece</b>	<b>51,28%</b>	Romania	-47,31%	Russia	-60,55%
Spain	24,84%	Slovenia	-1,11%	Brazil	-63,78%
France	24,49%	Slovakia	58,63%	China	26,04%
Croatia	23,46%	Finland	27,35%	Hong_Kon	5,86%
Italy	27,91%	Sweden	-4,57%	Korea	-10,27%
Cyprus	30,85%	<b>United_Kingdom</b>	<b>-13,54%</b>	EU27	79,01%
Latvia	-1,93%	Norway	-16,28%	EA19	60,02%
Lithuania	35,87%	Switzerland	110,39%	<b>EA20</b>	<b>60,88%</b>

Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή



Η προαναφερθείσα ανατίμηση της σταθμισμένης ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας (NEER) του ευρώ προσδιορίζεται, σε σημαντικό βαθμό, από την εφαρμογή ιδιαίτερα περιοριστικής δημοσιονομικής και, ευρύτερα, μακροοικονομικής πολιτικής εκ μέρους μεγάλων κρατών-μελών της Ευρωζώνης, όπως η Γερμανία, η Ολλανδία, η Αυστρία και, σε ορισμένο βαθμό, η Ιταλία. Οι χώρες αυτές λειτουργούν διαχρονικά με σημαντικά πλεονάσματα στο Εξωτερικό Ισοζύγιο Αγαθών και Υπηρεσιών (ΕΙΑ&Υ), τα οποία ασκούν ανοδικές πιέσεις στη σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ενιαίου νομίσματος. Παράλληλα, η εξέλιξη αυτή συνδέεται και με την ορθολογικοποίηση της μακροοικονομικής πολιτικής στις χώρες του Νότου της ΕΕ-20, μετά τις ιδιαίτερα σοβαρές δημοσιονομικές και χρηματοοικονομικές κρίσεις που έπληξαν τις οικονομίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης και όχι μόνο μετά το 2007.

Υπό το πρίσμα αυτό, η ενίσχυση του ευρώ απορρέει κυρίως από τα υψηλά εξωτερικά πλεονάσματα ορισμένων μεγάλων οικονομιών της Ζώνης του Ευρώ, ενώ ταυτόχρονα συνέβαλε στη βελτίωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας των χωρών του Νότου της ΕΕ-20 μέσω της υιοθέτησης πιο ορθολογικών και συνετών μακροοικονομικών πολιτικών, και όχι μέσω επαναλαμβανόμενων υποτιμήσεων του νομίσματός τους. Η εξέλιξη αυτή συνιστά μία από τις σημαντικότερες συνεισφορές του ενιαίου νομίσματος σε χώρες όπως η Ελλάδα, η Πορτογαλία, η Ισπανία και η Ιταλία.

Ως αποτέλεσμα των ανωτέρω, παρά το γεγονός ότι η NEER του ευρώ για την ΕΕ-20 διαμορφώνεται σε επίπεδα που χαρακτηρίζονται ως σημαντικά ανατιμημένα, η Ζώνη του Ευρώ εξακολουθεί να αποτελεί πλεονασματική περιοχή σε όρους εξωτερικών συναλλαγών. Ειδικότερα, όπως προκύπτει από τα στοιχεία του Πίνακα 4.3 (Κεφάλαιο 4), το πλεόνασμα του Εξωτερικού Ισοζυγίου Αγαθών και Υπηρεσιών αυξήθηκε στα 504,8 δισ. ευρώ το 2023, από 149,3 δισ. ευρώ το 2009.

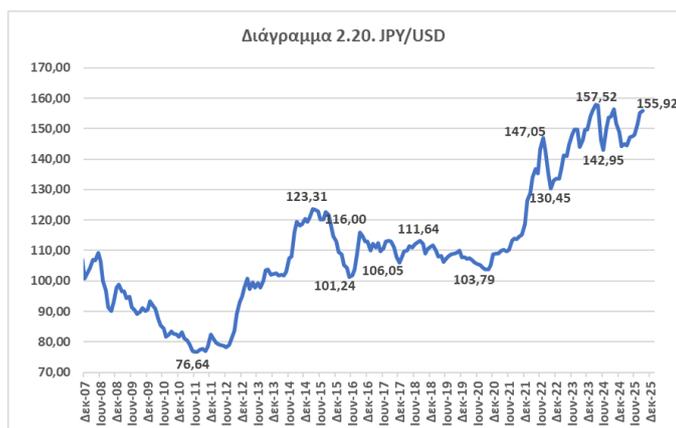
Αναφορικά με την Πραγματική Σταθμισμένη Συναλλαγματική Ισοτιμία του ευρώ με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (REERULC), όπως απεικονίζεται στο Διάγραμμα 2.19, μετά τη σημαντική ανατίμησή της κατά τη δεκαετία του 2000, η εν λόγω ισοτιμία παραμένει σε γενικές γραμμές σχετικά σταθερή από το 2009 και έπειτα, παρά τις κατά καιρούς διακυμάνσεις.

#### 2.4.4 Η συναλλαγματική ισοτιμία του Ιαπωνικού Γιέν (JPY)

Μετά το 2015, η Τράπεζα της Ιαπωνίας επιδίωξε την αντιστροφή της τάσης ανατίμησης του γιεν, η οποία είχε ακολουθήσει τη σημαντική υποτίμησή του κατά -38,1% τον Ιούνιο του 2015, όταν η ισοτιμία διαμορφώθηκε στα 0,0081 USD/JPY, έναντι 0,01305 USD/JPY τον Οκτώβριο του 2011. Η επιδίωξη αυτή υλοποιήθηκε μέσω της υιοθέτησης εξαιρετικά διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής, η οποία περιλάμβανε την εφαρμογή αρνητικών επιτοκίων στις καταθέσεις των τραπεζών στην Τράπεζα της Ιαπωνίας, καθώς και τη διατήρηση αρνητικών έως και μηδενικών επιτοκίων στα δεκαετή κρατικά ομόλογα της Ιαπωνίας.

Ωστόσο, παρά τα ανωτέρω μέτρα, τον Αύγουστο του 2016 το ιαπωνικό γιεν κατέγραψε αισθητή ανάκαμψη έναντι του δολαρίου, με την ισοτιμία να ανέρχεται στα 0,0099 USD/JPY, γεγονός που αντιστοιχεί σε ανατίμηση της τάξης του 22,2% σε σύγκριση με τον Ιούνιο του 2015.

Μετά τον Αύγουστο του 2016, οι διακυμάνσεις της συναλλαγματικής ισοτιμίας JPY/USD παρέμειναν σχετικά περιορισμένες. Ωστόσο, στο εν λόγω διάστημα, η Τράπεζα της Ιαπωνίας κατάφερε να διατηρεί το γιεν σε σταδιακή υποτιμητική πορεία έναντι του δολαρίου. Ειδικότερα, τον Σεπτέμβριο του 2021, το γιεν ήταν υποτιμημένο κατά -8,1% σε σύγκριση με τον Αύγουστο του 2016 και κατά -30,4% σε σύγκριση με τον Οκτώβριο του 2011, όπως αποτυπώνεται στο Διάγραμμα 2.20.



Μετά τον Φεβρουάριο του 2022, η διολίσθηση του ιαπωνικού γιεν (JPY) έναντι του δολαρίου ΗΠΑ επιταχύνθηκε σημαντικά. Ειδικότερα, τον Οκτώβριο του 2023, το γιεν ήταν υποτιμημένο έναντι του δολαρίου κατά -30,6% σε σύγκριση με τον Ιανουάριο του 2021 και κατά -48,75% σε σύγκριση με τον Οκτώβριο του 2011.

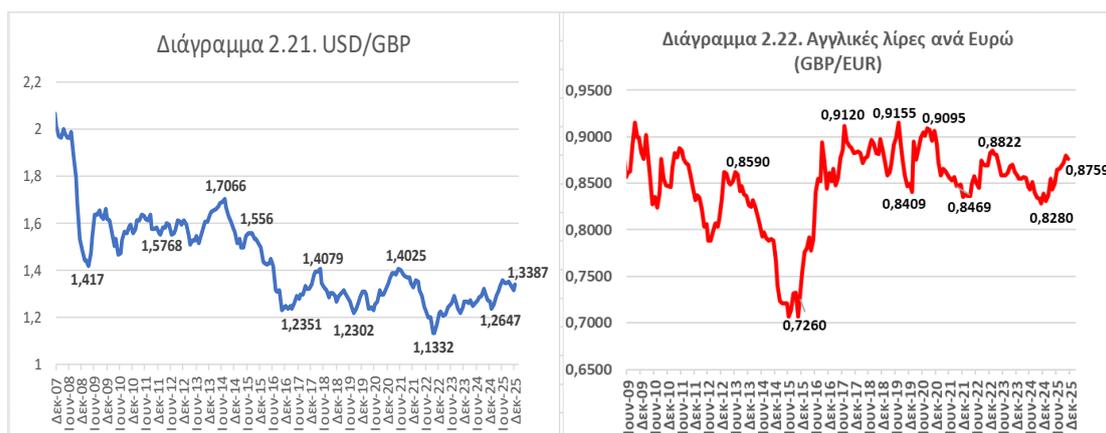
Σημειώνεται ότι η Τράπεζα της Ιαπωνίας, μέσω της ιδιαίτερα δυναμικά διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής που εφαρμόζει κατά τα τελευταία δεκατρία έτη, φαίνεται να επιτυγχάνει τη σημαντική αποδυνάμωση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του γιεν έναντι του δολαρίου, αλλά και έναντι του ευρώ, εξέλιξη που αποτέλεσε διαχρονικά βασικό στόχο της νομισματικής της στρατηγικής. Στο πλαίσιο αυτό, τον Δεκέμβριο του 2024, το γιεν ήταν υποτιμημένο έναντι του δολαρίου κατά -32,52% σε σύγκριση με τον Δεκέμβριο του 2020, κατά -50,17% σε σύγκριση με τον Οκτώβριο του 2011 και κατά -15,19% σε σύγκριση με τον Ιανουάριο του 2023. Αντίστοιχα, τον Δεκέμβριο του 2025, το γιεν παρέμενε υποτιμημένο έναντι του δολαρίου κατά -33,43% σε σύγκριση με τον Δεκέμβριο του 2020, κατά -50,84% σε σύγκριση με τον Οκτώβριο του 2011, κατά -16,33% σε σύγκριση με τον Ιανουάριο του 2023 και κατά -1,35% σε σύγκριση με τον Δεκέμβριο του 2024.

Η εντεινόμενη διολίσθηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του γιεν, και ιδίως έναντι του δολαρίου, ενισχύει τη διεθνή ανταγωνιστικότητα της ιαπωνικής οικονομίας και συμβάλλει στην επιδιωκόμενη αύξηση του πληθωρισμού σε επίπεδα αισθητά υψηλότερα του μηδενός, από αρνητικά επίπεδα που είχαν καταγραφεί τα προηγούμενα έτη (-0,2% το 2020 και -0,23% το 2021). Ειδικότερα, ο μέσος πληθωρισμός με βάση τον Δείκτη Τιμών Καταναλωτή διαμορφώθηκε στο 2,5% το 2022, στο 3,27% το 2023 και στο 2,74% το 2024, ενώ για το 2025 εκτιμάται ότι θα ανέλθει στο 2,9%.

Παράλληλα, ο υψηλότερος πληθωρισμός κατά την περίοδο 2023–2025 διευκολύνει και την προσπάθεια μείωσης του ιδιαίτερα υψηλού λόγου χρέους της Γενικής Κυβέρνησης της Ιαπωνίας προς το ΑΕΠ, δεδομένου ότι το επιτόκιο των δεκαετών κρατικών ομολόγων προσδιορίζεται σε μεγάλο βαθμό από την Τράπεζα της Ιαπωνίας. Ενδεικτικά, το εν λόγω επιτόκιο διαμορφωνόταν στο 1,07% στις 15 Νοεμβρίου 2024, ενώ στις 7 Ιανουαρίου 2026 είχε ανέλθει στο σχετικά υψηλότερο επίπεδο του 2,12% (βλ. επίσης Υπο-Ενότητα 3.3.5 του Κεφαλαίου 3).

## 2.4.5 Η συναλλαγματική ισοτιμία της Αγγλικής Λίρας (GBP)

Η Τράπεζα της Αγγλίας συνέβαλε, μέσω της νομισματικής πολιτικής που ακολούθησε μετά το 2016, στην απότομη και σημαντική υποτίμηση της αγγλικής λίρας (GBP). Ειδικότερα, τον Αύγουστο του 2017, η στερλίνα είχε διολισθήσει έναντι του ευρώ (EUR) και έναντι του δολαρίου ΗΠΑ (USD) κατά -14,7% και -10,8% αντίστοιχα, σε σύγκριση με τον Μάιο του 2016, ενώ σε σχέση με τον Δεκέμβριο του 2015 η υποτίμηση ανερχόταν σε -20,4% έναντι του ευρώ και -14,5% έναντι του δολαρίου. Οι εξελίξεις αυτές αποτυπώνονται στα Διαγράμματα 2.21 και 2.22.



Στη συνέχεια, η αγγλική λίρα σταθεροποιήθηκε ή ακολούθησε ήπια ανατιμητική πορεία. Ωστόσο, εξακολούθησε να διαμορφώνεται σε υποτιμημένα επίπεδα σε σύγκριση με τον Μάιο του 2016 και τον Δεκέμβριο του 2015, τόσο έναντι του δολαρίου ΗΠΑ (USD) όσο και έναντι του ευρώ (EUR), όπως παρουσιάζεται στον Πίνακα 2.3.

Ειδικότερα, τον Δεκέμβριο του 2024, η αγγλική λίρα ήταν υποτιμημένη έναντι του δολαρίου κατά -12,9% σε σύγκριση με τον Μάιο του 2016 και κατά -15,6% σε σύγκριση με τον Δεκέμβριο του 2015, ενώ έναντι του ευρώ η υποτίμηση ανερχόταν σε -6,1% και -12,3% αντίστοιχα. Αναφορικά με την εξέλιξη της συναλλαγματικής ισοτιμίας της λίρας κατά το 2025, σημειώνεται ότι τον Δεκέμβριο του 2025, σε σύγκριση με τον Δεκέμβριο του 2024, η αγγλική λίρα (GBP) είχε ανατιμηθεί κατά 5,85% έναντι του δολαρίου, ενώ, αντιθέτως, ήταν υποτιμημένη κατά -5,46% έναντι του ευρώ.

Η εν λόγω πολιτική προσδιορισμού της συναλλαγματικής ισοτιμίας της αγγλικής λίρας σε διεθνώς ανταγωνιστικά επίπεδα καθίσταται ακόμη πιο εμφανής στο Διάγραμμα 2.23, από το οποίο προκύπτει η ιδιαίτερα έντονη υποτίμηση της Πραγματικής Σταθμισμένης Συναλλαγματικής Ισοτιμίας της λίρας με βάση το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (REERULC) κατά την περίοδο της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης. Ειδικότερα, τον Μάρτιο του 2009, η REERULC του Ηνωμένου Βασιλείου είχε υποτιμηθεί κατά -26,81% σε σύγκριση με τον Μάρτιο του 2007.

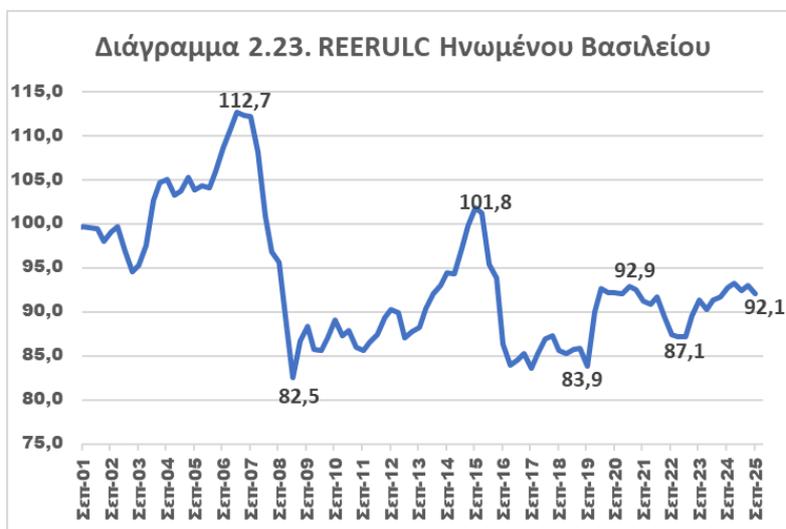
Στη συνέχεια, κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2015, η REERULC του Ηνωμένου Βασιλείου κατέγραψε σημαντική ανατίμηση, η οποία ανήλθε σε +24,87% τον Σεπτέμβριο του 2015 σε σύγκριση με τον Μάρτιο του 2009. Ωστόσο, ακολούθησε η σημαντική υποτίμηση της σταθμισμένης ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας (NEER) της αγγλικής λίρας το 2016, κατά -11,07%, εξέλιξη που συνέβαλε στην εκ νέου υποτίμηση της REERULC κατά -17,7% τον Σεπτέμβριο του 2017 σε σύγκριση με τον Σεπτέμβριο του 2016.

Μετά την περίοδο αυτή, παρά την εκ νέου ανατίμηση της REERULC κατά 13,7% τον Ιούνιο του 2021 σε σύγκριση με τον Σεπτέμβριο του 2017, η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του Ηνωμένου Βασιλείου παρέμενε υποτιμημένη κατά -6,4% σε σύγκριση με τον Σεπτέμβριο του 2015. Επιπλέον, τον Ιούνιο του 2023, η REERULC ήταν ανατιμημένη κατά 10,7% έναντι του Σεπτεμβρίου του 2017, αλλά εξακολουθούσε να είναι υποτιμημένη κατά -8,32% σε σύγκριση με τον Σεπτέμβριο του 2015. Αντίστοιχα, τον Σεπτέμβριο του 2024, η REERULC του Ηνωμένου Βασιλείου ήταν ανατιμημένη κατά 10,35% έναντι του Σεπτεμβρίου του 2017, παραμένοντας, ωστόσο, υποτιμημένη κατά -8,32% σε σύγκριση με τον Σεπτέμβριο του 2015.

Πίνακας 2.3. Υποτίμηση της Αγγλικής Λίρας (GBP) έναντι του USD και του EUR				
	Έναντι του Μαΐου 2016		Έναντι του Δεκεμβρίου 2015	
	USD	EUR	USD	EUR
Τον Απρίλιο 2019	-9,70%	-10,30%	-15,80%	-13,00%
Τον Μάιο 2020	-14,50%	-15,30%	-20,20%	-17,90%
Τον Μάιο 2021	-9,80%	-3,00%	-15,80%	-6,00%
Τον Οκτώβριο 2022	-10,70%	-22,00%	-16,60%	-24,40%
Τον Οκτώβριο 2023	-10,40%	-16,20%	-16,20%	-18,70%
Τον Δεκέμβριο 2024	-12,90%	-6,10%	-15,60%	-12,30%
Τον Ιούλιο 2025	-7,10%	-10,00%	-10,00%	-16,00%
Τον Δεκέμβριο 2025	-9,50%	-11,20%	-12,30%	-17,10%

Πηγή: ECB και FRED

Τέλος, τον Σεπτέμβριο του 2025, η Πραγματική Σταθμισμένη Συναλλαγματική Ισοτιμία της αγγλικής λίρας με βάση το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (REERULC) ήταν ανατιμημένη κατά 10,23% σε σύγκριση με τον Σεπτέμβριο του 2017, ενώ παρέμενε υποτιμημένη κατά -8,98% σε σύγκριση με τον Δεκέμβριο του 2015.



Παραδόξως, η σημαντική υποτίμηση της αγγλικής λίρας κατά την περίοδο 2016–2017 είχε περιορισμένη επίδραση στην άνοδο του πληθωρισμού στο Ηνωμένο Βασίλειο. Επιπλέον, η σχετικά ομαλή εξέλιξη του πληθωρισμού έως τα μέσα του 2021 παρείχε τη δυνατότητα στην Τράπεζα της Αγγλίας να διατηρήσει αμετάβλητη τη σημαντικά διευκολυντική κατεύθυνση της νομισματικής της πολιτικής.

Στη συνέχεια, ωστόσο, η απότομη επιτάχυνση του πληθωρισμού κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2021 (Δεκέμβριος 2021: 5,4%) και καθ' όλη τη διάρκεια του 2022 (Δεκέμβριος 2022: 10,51%) ενεργοποίησε την Επιτροπή Νομισματικής Πολιτικής (EPC) της Τράπεζας της Αγγλίας. Στο

πλαίσιο αυτό, η διαδικασία αύξησης των βασικών επιτοκίων ξεκίνησε τον Δεκέμβριο του 2021 και συνεχίστηκε έως τον Ιούλιο του 2023, οπότε το βασικό επιτόκιο διαμορφώθηκε στο 5,25%.

Μετά τον Σεπτέμβριο του 2023, η διαδικασία αποκλιμάκωσης των επιτοκίων από την Τράπεζα της Αγγλίας φαίνεται να ακολουθεί τη στρατηγική της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ (FED), ενώ η επικρατούσα προοπτική έως το τέλος του 2024 ήταν ότι η αγγλική λίρα θα ακολουθούσε ανατιμητική πορεία έναντι του ευρώ, σε συνάρτηση και με την αντίστοιχη πορεία του δολαρίου.

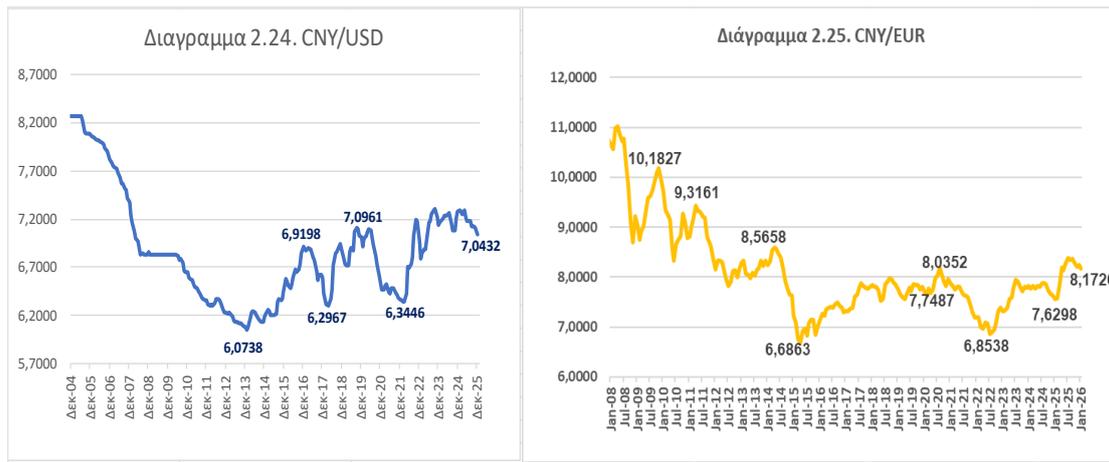
Ωστόσο, κατά το 2025, όπως έχει ήδη αναφερθεί, η αγγλική λίρα δεν ακολούθησε πλήρως την πτωτική πορεία του δολαρίου. Αντιθέτως, κατέγραψε ανατίμηση έναντι του δολαρίου ΗΠΑ (USD) κατά 5,45%, ενώ ταυτόχρονα υποτιμήθηκε έναντι του ευρώ (EUR) κατά -5,47%. Η εξέλιξη αυτή συνδέεται με το γεγονός ότι το Ηνωμένο Βασίλειο ασκεί αυτόνομη συναλλαγματική πολιτική, με στόχο την αποτροπή σημαντικών αυξήσεων στην Πραγματική Σταθμισμένη Συναλλαγματική Ισοτιμία με βάση το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (REERULC). Ενδεικτικά, η REERULC του Ηνωμένου Βασιλείου διατηρήθηκε το 2025 στο επίπεδο του 92,5, ουσιαστικά αμετάβλητη σε σχέση με το 2024 (92,3).

#### 2.4.6 Η συναλλαγματική ισοτιμία της Yuan της Κίνας (CNY)

Όπως απεικονίζεται στο Διάγραμμα 2.24, το κινεζικό γουάν (CNY), μετά τη σημαντική υποτίμησή του κατά -33,3% έναντι του δολαρίου τον Φεβρουάριο του 1994 σε σύγκριση με τον Δεκέμβριο του 1993, ακολούθησε στη συνέχεια μία μακρά περίοδο συστηματικής ανατίμησης, η οποία διήρκεσε έως τον Ιανουάριο του 2014. Κατά τη διάρκεια της περιόδου αυτής, η συνολική ανατίμηση του γουάν έναντι του δολαρίου ανήλθε σε 44,2%. Ωστόσο, παρά τη σημαντική αυτή ενίσχυση, τον Ιανουάριο του 2014 το γουάν παρέμενε υποτιμημένο κατά -3,8% σε σύγκριση με τον Δεκέμβριο του 1993.

Στη συνέχεια, το κινεζικό νόμισμα εισήλθε σε φάση διολίσθησης έναντι του δολαρίου, με αποτέλεσμα τον Δεκέμβριο του 2016 να είναι υποτιμημένο κατά -12,6% σε σύγκριση με τον Ιανουάριο του 2014. Από τον Ιανουάριο του 2017 και έπειτα, το γουάν ακολούθησε εκ νέου ανατιμητική πορεία έναντι του δολαρίου, η οποία διήρκεσε έως τον Απρίλιο του 2018. Κατά την περίοδο αυτή, η ισοτιμία του κινεζικού νομίσματος ενισχύθηκε κατά 9,9% σε σύγκριση με τον Δεκέμβριο του 2016.

Μετά τον Απρίλιο του 2018, το γουάν τέθηκε εκ νέου σε υποτιμητική πορεία. Ειδικότερα, τον Μάιο του 2020, το κινεζικό νόμισμα ήταν υποτιμημένο κατά -11,3% σε σύγκριση με τον Απρίλιο του 2018. Ιδιαίτερη σημασία παρουσιάζει η περίοδος 2018–2019, κατά την οποία ο Πρόεδρος των Ηνωμένων Πολιτειών προχώρησε σε αυξήσεις δασμών σε ορισμένα εισαγόμενα προϊόντα από την Κίνα, με στόχο την απόκτηση ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος στις αντίστοιχες αγορές. Στο πλαίσιο αυτό, η Κίνα προχώρησε σε υποτίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του γουάν έναντι του δολαρίου, αλλά και έναντι του ευρώ, όπως αποτυπώνεται στα Διαγράμματα 2.24 και 2.25, βελτιώνοντας με τον τρόπο αυτό τη διεθνή ανταγωνιστικότητα του συνόλου των διεθνώς εμπορεύσιμων προϊόντων της, τόσο των εισαγώγιμων όσο και των εξαγώγιμων.



Μετά τον Μάιο του 2020, και σε συνάρτηση με τον περιορισμό της πανδημίας στην Κίνα, το κινεζικό γουάν (CNY) εισήλθε σε ανατιμητική πορεία έναντι του δολαρίου ΗΠΑ. Ειδικότερα, τον Μάρτιο του 2022, το γουάν ήταν ανατιμημένο κατά 11,9% σε σύγκριση με τον Μάιο του 2020, παραμένοντας, ωστόσο, υποτιμημένο κατά -8,45% σε σύγκριση με τον Νοέμβριο του 1993.

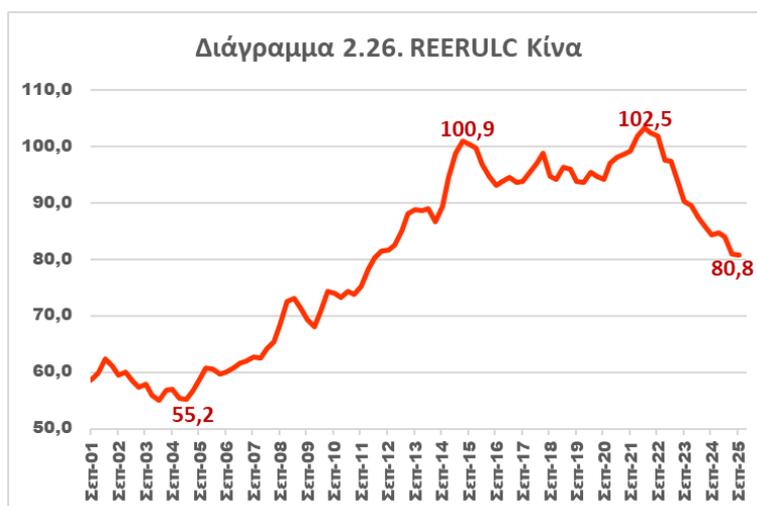
Μετά τον Μάρτιο του 2022, δηλαδή μετά την εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία και την εκδήλωση της ενεργειακής κρίσης, το κινεζικό νόμισμα τέθηκε εκ νέου σε υποτιμητική πορεία έναντι του δολαρίου. Στο πλαίσιο αυτό, τον Οκτώβριο του 2023, το γουάν ήταν υποτιμημένο έναντι του δολαρίου κατά -13,04% σε σύγκριση με τον Μάρτιο του 2022 και κατά -20,39% σε σύγκριση με τον Νοέμβριο του 1993. Αντίστοιχα, τον Δεκέμβριο του 2024, το κινεζικό νόμισμα παρέμενε υποτιμημένο κατά -12,78% έναντι του Μαρτίου του 2022 και κατά -20,14% έναντι του Νοεμβρίου του 1993.

Παράλληλα, η Πραγματική Σταθμισμένη Συναλλαγματική Ισοτιμία του γουάν με βάση το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (REERULC) διαμορφώθηκε κατά το τέταρτο τρίμηνο του 2024 σε επίπεδα υποτιμημένα κατά -5,44% σε σύγκριση με τον Δεκέμβριο του 2023 και κατά -17,38% σε σύγκριση με τον Σεπτέμβριο του 2022.

Σε συνέχεια της αντισυμβατικής – αντικοινομικής εμπορικής πολιτικής των Ηνωμένων Πολιτειών από τον Φεβρουάριο του 2025, η Κίνα αντέδρασε με την επιβολή αντίστοιχων δασμών στις εισαγωγές από τις ΗΠΑ και ταυτόχρονα προσήλθε σε διαπραγματεύσεις με την αμερικανική πλευρά, επιδιώκοντας τη διαμόρφωση ενός λιγότερο επιβαρυντικού πλαισίου για το διεθνές εμπόριο μεταξύ των δύο μεγαλύτερων οικονομιών παγκοσμίως. Ωστόσο, η Κίνα διατηρεί τον ουσιαστικό έλεγχο τόσο της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας του γουάν όσο και της διεθνούς ανταγωνιστικότητας των διεθνώς εμπορεύσιμων προϊόντων της.

Στο πλαίσιο αυτό, τον Σεπτέμβριο του 2025, η ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία του CNY έναντι του δολαρίου ήταν οριακά ανατιμημένη κατά 2,37%. Παρά ταύτα, η σταθμισμένη ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία (NEER) του κινεζικού νομίσματος ήταν υποτιμημένη κατά το τρίτο τρίμηνο του 2025 κατά -1,33% σε σύγκριση με το τέταρτο τρίμηνο του 2024, ενώ η Πραγματική Σταθμισμένη Συναλλαγματική Ισοτιμία με βάση το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (REERULC) ήταν υποτιμημένη κατά -4,25% κατά την ίδια περίοδο.

Επιπλέον, όπως παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 2.26, η REERULC της Κίνας ακολουθεί συστηματική υποτιμητική πορεία μετά τον Μάρτιο του 2022 και, τον Σεπτέμβριο του 2025, ήταν υποτιμημένη κατά -21,82% σε σύγκριση με τον Μάρτιο του 2022.



Βεβαίως, ανάλογη είναι και η εξέλιξη της συναλλαγματικής ισοτιμίας του κινεζικού γουάν (CNY) έναντι του ευρώ, όπως αποτυπώνεται στο Διάγραμμα 2.25. Το εν λόγω διάγραμμα, ωστόσο, εκκινεί από το 2008, ενώ η ιδιαίτερα έντονη υποτίμηση του CNY τόσο έναντι του δολαρίου όσο και έναντι του ευρώ είχε πραγματοποιηθεί ήδη τον Ιανουάριο του 1994. Υπό το πρίσμα αυτό, το Διάγραμμα 2.24 παρουσιάζει την ανατίμηση του γουάν έναντι του ευρώ κατά την περίοδο 2000–2023, χωρίς, ωστόσο, να αποτυπώνει τις επιμέρους χρονικές φάσεις κατά τις οποίες το κινεζικό νόμισμα ακολούθησε υποτιμητική πορεία έναντι τόσο του δολαρίου όσο και του ευρώ.

Ειδικότερα, τον Δεκέμβριο του 2024, το γουάν ήταν ανατιμημένο έναντι του ευρώ κατά 4,6% σε σύγκριση με τον Σεπτέμβριο του 2018, ενώ παρέμενε υποτιμημένο κατά -12,4% σε σύγκριση με τον Απρίλιο του 2015. Ωστόσο, τον Ιανουάριο του 2026, το κινεζικό νόμισμα είχε υποχωρήσει έναντι του ευρώ κατά -6,44% σε σχέση με τον Δεκέμβριο του 2024, κατά -2,4% σε σύγκριση με τον Σεπτέμβριο του 2018 και κατά -18,2% σε σύγκριση με τον Απρίλιο του 2015.

Λαμβάνοντας υπόψη τους ιδιαίτερα υψηλούς ετήσιους ρυθμούς οικονομικής μεγέθυνσης της Κίνας, οι οποίοι κατά μέσο όρο υπερέβαιναν κατά 5–6 ποσοστιαίες μονάδες τους αντίστοιχους ρυθμούς της οικονομίας των Ηνωμένων Πολιτειών και των ευρωπαϊκών οικονομιών, η ανατίμηση της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας του γουάν έναντι τόσο του δολαρίου όσο και του ευρώ θα αναμενόταν να είναι αισθητά μεγαλύτερη από εκείνη που αποτυπώνεται στα Διαγράμματα 2.24 και 2.25.

Περαιτέρω, όπως προκύπτει από το Διάγραμμα 2.26, η Πραγματική Σταθμισμένη Συναλλαγματική Ισοτιμία της Κίνας με βάση το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (REERULC), η οποία ακολούθησε ανοδική πορεία έως το 2016, κυρίως λόγω της ανατίμησης του CNY, στη συνέχεια σταθεροποιήθηκε έως το 2022 και από το χρονικό αυτό σημείο και έπειτα εισήλθε σε σταθερή υποτιμητική τροχιά. Ειδικότερα, κατά το τέταρτο τρίμηνο του 2024, η REERULC της Κίνας ήταν ήδη σημαντικά υποτιμημένη κατά -18,05% σε σύγκριση με το πρώτο τρίμηνο του 2022, κατά -14,30% σε σύγκριση με το δεύτερο τρίμηνο του 2018 και κατά -16,09% σε σύγκριση με το δεύτερο τρίμηνο του 2015. Αντίστοιχα, κατά το τρίτο τρίμηνο του 2025, η REERULC ήταν υποτιμημένη κατά -21,82% έναντι του πρώτου τριμήνου του 2022, κατά -18,25% έναντι του δεύτερου τριμήνου του 2018 και κατά -19,95% έναντι του δεύτερου τριμήνου του 2015.

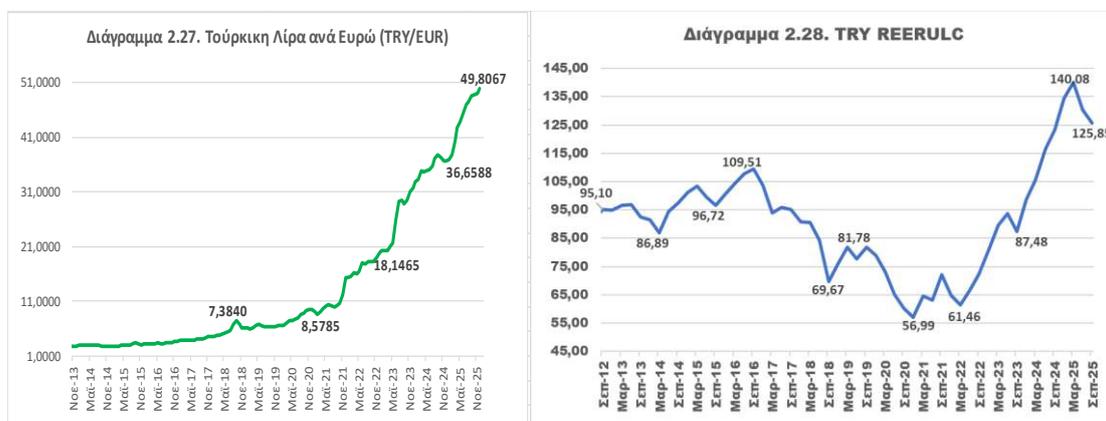
Η Κίνα και η Γερμανία συνιστούν χαρακτηριστικά παραδείγματα οικονομιών με διαχρονικά υψηλά εξωτερικά πλεονάσματα, οι οποίες, κατά τη μεταπολεμική περίοδο η πρώτη και κατά την περίοδο 1994–2024 η δεύτερη, επέλεξαν να στηρίξουν την αναπτυξιακή τους στρατηγική στη διεθνή ανταγωνιστικότητα των προϊόντων τους και στην έντονη αύξηση των εξαγωγών τους, με αποτέλεσμα τη διαμόρφωση σημαντικών πλεονασμάτων στο Εξωτερικό Ισοζύγιο Αγαθών και Υπηρεσιών. Η στρατηγική αυτή επιδιώχθηκε και επιτεύχθηκε σε μεγάλο βαθμό μέσω της συστηματικής διατήρησης τόσο της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας των νομισμάτων τους όσο και της REERULC σε επίπεδα που χαρακτηρίζονται ως σημαντικά υποτιμημένα.

#### 2.4.7 Συναλλαγματική και οικονομική κρίση στην Τουρκία

Κατά την περίοδο Ιουλίου–Αυγούστου 2018 (Διάγραμμα 2.27), καταγράφηκε εκτεταμένη φυγή κεφαλαίων από την Τουρκία, η οποία συνοδεύτηκε από απότομη και έντονη υποτίμηση της τουρκικής λίρας (TRY). Η σταθεροποίηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας της TRY κατέστη εφικτή μόνο κατόπιν σημαντικής αύξησης των επιτοκίων παρέμβασης από την Κεντρική Τράπεζα της Τουρκίας (ΚΤΤ), τα οποία ανήλθαν στο 24% στις 13 Σεπτεμβρίου 2018, από 7,0% που ίσχυε έως τον Ιούνιο του 2018. Στη συνέχεια, το επιτόκιο παρέμβασης αυξήθηκε περαιτέρω και διαμορφώθηκε στο 25,5% τον Μάιο του 2019.

Ωστόσο, από τον Ιούλιο του 2019 και έπειτα, το βασικό επιτόκιο άρχισε να μειώνεται, αρχικά στο 19,75%, και στη συνέχεια ακολούθησε συνεχής μηνιαία αποκλιμάκωση, φθάνοντας στο 12,0% τον Δεκέμβριο του 2019. Παρά το γεγονός ότι η υποτιμητική πορεία της τουρκικής λίρας συνεχίστηκε και ότι, στις αρχές του 2020, υπήρχαν ενδείξεις πως είχε μόλις αποφευχθεί μία νέα συναλλαγματική κρίση, η σχεδόν πλήρης εξάρτηση της ΚΤΤ από την κυβερνητική πολιτική κατέστη εμφανής. Ειδικότερα, η Κεντρική Τράπεζα προχώρησε σε περαιτέρω μειώσεις των επιτοκίων παρέμβασης, τα οποία διαμορφώθηκαν στο 11,25% τον Ιανουάριο του 2020, στο 10,75% τον Φεβρουάριο του 2020, στο 9,75% τον Μάρτιο του 2020, στο 8,75% τον Απρίλιο του 2020 και στο 8,25% τον Μάιο του 2020.

Οι εν λόγω αποφάσεις ελήφθησαν παρά τη σαφή επιδείνωση των πληθωριστικών πιέσεων στην τουρκική οικονομία, καθώς ο πληθωρισμός ανήλθε στο 12,1% κατά το πρώτο τρίμηνο του 2020, από 10,3% το τέταρτο τρίμηνο του 2019, και στη συνέχεια διαμορφώθηκε στο 11,7% το δεύτερο τρίμηνο του 2020 και στο 13,5% το τέταρτο τρίμηνο του 2020.



Η ανωτέρω σημαντική μείωση των επιτοκίων παρέμβασης της Κεντρικής Τράπεζας της Τουρκίας (ΚΤΤ) στο 8,25% τον Μάιο του 2020 οδήγησε σε δεύτερη κατακόρυφη πτώση της τουρκικής λίρας (TRY). Ειδικότερα, τον Νοέμβριο του 2020, η συναλλαγματική ισοτιμία διαμορφώθηκε στις 9,4522 TRY/EUR, από 6,5022 TRY/EUR τον Δεκέμβριο του 2019, γεγονός που συνεπάγεται υποτίμηση της λίρας κατά -31,2%.

Στη συνέχεια, η ΚΤΤ προχώρησε σε αύξηση του επιτοκίου παρέμβασης στο 10,25% τον Σεπτέμβριο του 2020 και στο 17,0% τον Δεκέμβριο του 2020, από 8,25% που ίσχυε κατά την περίοδο Απριλίου–Σεπτεμβρίου 2020. Η εν λόγω δραστική μεταστροφή της νομισματικής πολιτικής συνέβαλε στην προσωρινή σταθεροποίηση της τουρκικής λίρας έως τις αρχές του 2021.

Ωστόσο, τον Μάρτιο του 2021, μετά την ανακοίνωση νέας αύξησης του επιτοκίου στο 19,0%, ο Διοικητής της ΚΤΤ απομακρύνθηκε από τη θέση του. Στη συνέχεια, υπό τη νέα διοίκηση, το επιτόκιο μειώθηκε στο 18,0% τον Σεπτέμβριο του 2021, στο 16,0% τον Οκτώβριο του 2021 και στο 14,0% τον Δεκέμβριο του 2021, παρά το γεγονός ότι ο πληθωρισμός είχε αυξηθεί στο 19,2% κατά το τρίτο τρίμηνο του 2021 και στο 25,9% κατά το τέταρτο τρίμηνο του 2021. Η εξέλιξη αυτή σηματοδότησε τρίτη κατακόρυφη πτώση της τουρκικής λίρας, η οποία διαμορφώθηκε στις 15,4045 TRY/EUR τον Δεκέμβριο του 2021.

Ως αποτέλεσμα, οι πληθωριστικές πιέσεις εντάθηκαν περαιτέρω, με τον πληθωρισμό να ανέρχεται στο 19,89% τον Οκτώβριο του 2021, στο 36,08% τον Δεκέμβριο του 2021, στο 69,98% τον Απρίλιο του 2022 και στο 84,39% τον Νοέμβριο του 2022. Παρά την εκρηκτική αύξηση του πληθωρισμού, η ΚΤΤ αντέδρασε με περαιτέρω μειώσεις των επιτοκίων, τα οποία διαμορφώθηκαν στο 13,0% τον Αύγουστο του 2022, στο 12,0% τον Σεπτέμβριο του 2022 και στο 8,5% τον Φεβρουάριο του 2023. Η πολιτική αυτή οδήγησε σε νέα επιτάχυνση της ήδη έντονα πτωτικής πορείας της τουρκικής λίρας, η οποία υποχώρησε στις 19,7613 TRY/EUR τον Δεκέμβριο του 2022 και στις 29,3788 TRY/EUR τον Αύγουστο του 2023.

Μετά τις εκλογές στην Τουρκία τον Μάιο του 2023, η νομισματική πολιτική της ΚΤΤ μεταβλήθηκε εκ νέου ριζικά, με την υιοθέτηση σειράς διαδοχικών αυξήσεων των επιτοκίων παρέμβασης. Συγκεκριμένα, το επιτόκιο αυξήθηκε στο 15,0% στις 23 Ιουνίου 2023, στο 17,5% στις 21 Ιουλίου 2023, στο 25,0% στις 25 Αυγούστου 2023, στο 30,0% στις 22 Σεπτεμβρίου 2023, στο 35,0% στις 26 Οκτωβρίου 2023, στο 40,0% στις 23 Νοεμβρίου 2023, στο 43,5% τον Δεκέμβριο του 2023, στο 45,0% τον Φεβρουάριο του 2024 και στο 50,0% τον Μάρτιο του 2024, επίπεδο στο οποίο παρέμεινε έως τις 26 Δεκεμβρίου 2024, οπότε μειώθηκε στο 47,5%.

Παρά τις ανωτέρω αυξήσεις των επιτοκίων, η τουρκική λίρα συνέχισε να κινείται σε υποτιμητική τροχιά. Ειδικότερα, από 29,2791 TRY/EUR τον Οκτώβριο του 2023, η ισοτιμία διαμορφώθηκε στις 37,8238 TRY/EUR τον Οκτώβριο του 2024, στις 36,6237 TRY/EUR τον Νοέμβριο του 2024 και στις 36,6588 TRY/EUR τον Δεκέμβριο του 2024. Παράλληλα, ο πληθωρισμός με βάση τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕΔΤΚ) υποχώρησε στο 47,13% τον Νοέμβριο του 2024 και στο 44,41% τον Δεκέμβριο του 2024, έναντι στόχου της ΚΤΤ για μείωσή του στο 38,0% τον Δεκέμβριο του 2024 και στο 21,0% τον Δεκέμβριο του 2025, από 75,5% τον Μάιο του 2024.

Σημειώνεται ότι, παρά τα ιδιαίτερα υψηλά ονομαστικά επιτόκια, τα πραγματικά επιτόκια παρέμειναν αρνητικά και κατά το 2024, λόγω του επίμονα υψηλού πληθωρισμού. Παρά ταύτα, το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν της Τουρκίας αυξήθηκε κατά 3,33% το 2024, μετά την ιδιαίτερα Το 2025 ξεκίνησε με νέα μείωση του επιτοκίου παρέμβασης από την Κεντρική Τράπεζα της Τουρκίας (ΚΤΤ) στο 45% στις 26 Ιανουαρίου 2025, εξέλιξη η οποία στηρίχθηκε στη συνεχιζόμενη αποκλιμάκωση του πληθωρισμού, σε συνδυασμό με τη σχετική σταθεροποίηση

της τουρκικής λίρας κατά το τρίμηνο Νοεμβρίου 2024 – Ιανουαρίου 2025, περίοδο κατά την οποία, τον Ιανουάριο του 2025, η ισοτιμία διαμορφωνόταν ακόμη στα 36,8091 TRY/EUR. Κατά τη συνέχεια του 2025, ο πληθωρισμός ακολούθησε σταδιακά πτωτική πορεία, υποχωρώντας στο 39,1% τον Φεβρουάριο του 2025, στο 35,4% τον Μάιο του 2025, στο 33,31% τον Σεπτέμβριο του 2025 και στο 31,1% τον Νοέμβριο του 2025.

Από την πλευρά της, η ΚΤΤ προχώρησε σε ιδιαίτερα προσεκτική διαχείριση του βασικού επιτοκίου παρέμβασης, το οποίο μειώθηκε στο 42,5% στις 6 Μαρτίου 2025, αυξήθηκε εκ νέου στο 46,0% στις 17 Απριλίου 2025, μειώθηκε στο 43,0% στις 24 Ιουλίου 2025, στο 40,5% στις 11 Σεπτεμβρίου 2025, στο 39,5% στις 23 Οκτωβρίου 2025 και στο 38,0% στις 11 Δεκεμβρίου 2025. Υπό τις συνθήκες αυτές, τα πραγματικά επιτόκια στην Τουρκία κατά το 2025 διαμορφώθηκαν σε σημαντικά θετικά επίπεδα, με τον μέσο ετήσιο πληθωρισμό να ανέρχεται στο 34,93%.

Ωστόσο, παρά τη διαμόρφωση θετικών πραγματικών επιτοκίων, η διολίσθηση της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας της τουρκικής λίρας συνεχίστηκε και εντός του 2025. Ειδικότερα, η ισοτιμία ανήλθε στις 43,7908 TRY/EUR τον Μάιο του 2025 και στις 48,4914 TRY/EUR τον Σεπτέμβριο του 2025, για να διαμορφωθεί, με σχετικά περιορισμένη περαιτέρω υποχώρηση, στις 49,8067 TRY/EUR τον Δεκέμβριο του 2025. Συνολικά, η υποτίμηση της λίρας έναντι του ευρώ ανήλθε στο -20,5% κατά το 2025 (αντίστοιχη ανατίμηση του ευρώ κατά 25,83%), μετά την ακόμη μεγαλύτερη υποτίμησή της κατά -27,6% το 2024 (ανατίμηση του ευρώ κατά 38,12%).

Η υποτίμηση της λίρας κατά τα έτη 2024 και 2025 υπήρξε σημαντικά χαμηλότερη από τον μέσο πληθωρισμό της τουρκικής οικονομίας, ο οποίος διαμορφώθηκε στο 58,55% το 2024 και στο 34,93% το 2025. Η απόκλιση αυτή συνεπάγεται σημαντική ανατίμηση της Πραγματικής Σταθμισμένης Συναλλαγματικής Ισοτιμίας (REER) της τουρκικής λίρας με βάση τον σχετικό Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή έναντι των ανταγωνιστριών χωρών. Παράλληλα, σημαντική ανατίμηση κατέγραψε κατά τα έτη 2024 και 2025 και η Πραγματική Σταθμισμένη Συναλλαγματική Ισοτιμία της λίρας με βάση το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (REERULC).

Ειδικότερα, όπως αποτυπώνεται στο Διάγραμμα 2.27, κατά την περίοδο από το δεύτερο τρίμηνο του 2018 έως και το τέταρτο τρίμηνο του 2022, η κατακόρυφη υποτίμηση της τουρκικής λίρας είχε ως αποτέλεσμα τη διατήρηση της REERULC σε ιδιαίτερα υποτιμημένα επίπεδα, με τη μέση τιμή της κατά την περίοδο αυτή να ανέρχεται στις 71,13 μονάδες. Η υποτίμηση αυτή συνέβαλε ουσιαστικά στη σημαντική αύξηση των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών της Τουρκίας, καθώς και στον περιορισμό των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών, οδηγώντας στη μετατροπή του Εξωτερικού Ισοζυγίου Αγαθών και Υπηρεσιών από έλλειμμα ύψους -20,9 δισ. ευρώ το 2017 σε πλεόνασμα 30,4 δισ. ευρώ το 2019.

Παράλληλα, καταγράφηκε ιδιαίτερα σημαντική θετική συμβολή των καθαρών εξαγωγών στην αύξηση του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος, κατά 5,15 ποσοστιαίες μονάδες το 2018 (ΑΕΠ: +3,47%) και κατά 3,31 ποσοστιαίες μονάδες το 2019 (ΑΕΠ: +1,1%). Το 2020, λόγω της πανδημίας Covid-19, σημειώθηκε απότομη πτώση των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών κατά -16,4%, ενώ οι εισαγωγές αυξήθηκαν κατά 6,77%, με αποτέλεσμα η επίπτωση των καθαρών εξαγωγών στο ΑΕΠ να καταστεί έντονα αρνητική, στις -7,81 ποσοστιαίες μονάδες (ΑΕΠ: +1,80%). Το 2021, η συμβολή των καθαρών εξαγωγών ήταν εκ νέου θετική και ανήλθε στις 6,53 ποσοστιαίες μονάδες (ΑΕΠ: +11,81%), ενώ το 2022 διαμορφώθηκε σε 0,99 ποσοστιαίες μονάδες (ΑΕΠ: +5,44%).

Η ανωτέρω εικόνα μεταβλήθηκε από τις αρχές του 2023, όταν η REERULC της τουρκικής λίρας άρχισε να ανατιμάται σημαντικά, αρχικά λόγω της μεγάλης προεκλογικής αύξησης των μισθών,

η οποία συνεχίστηκε και κατά τα έτη 2024 και 2025, καθώς και λόγω της σχετικά περιορισμένης αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ και της παραγωγικότητας σε σύγκριση με την άνοδο των πραγματικών μισθών<sup>7</sup>. Στο πλαίσιο αυτό, η REERULC διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο στις 92,38 μονάδες το 2023, στις 120,0 μονάδες το 2024 και στις 135,28 μονάδες κατά το πρώτο εξάμηνο του 2025.

Ως αποτέλεσμα της εξέλιξης αυτής, οι καθαρές εξαγωγές είχαν έντονα αρνητική συμβολή στην αύξηση του ΑΕΠ το 2023, κατά -4,34 ποσοστιαίες μονάδες, περιορισμένη θετική συμβολή το 2024, κατά 1,41 ποσοστιαίες μονάδες, και εκ νέου αρνητική συμβολή το 2025, κατά -1,12 ποσοστιαίες μονάδες.

Τέλος, σημειώνεται ότι η κατακόρυφη και παρατεταμένη υποτίμηση της αξίας του εγχώριου νομίσματος στην Τουρκία έχει προσλάβει τέτοια έκταση, ώστε η χρησιμότητα της τουρκικής λίρας ως μέσου διενέργειας συναλλαγών, ως μονάδας μέτρησης της αξίας και ως μέσου διακράτησης αξίας να έχει περιοριστεί σε εξαιρετικά χαμηλά επίπεδα.

### 3. Οι παράγοντες που προσδιορίζουν την ανάπτυξη της Παγκόσμιας Οικονομίας το 2025 και το 2026.

#### 3.1 Εισαγωγή

Ο πλέον καθοριστικός παράγοντας που προσδιόρισε την αναπτυξιακή δυναμική της παγκόσμιας οικονομίας το 2025 και εκτιμάται ότι θα εξακολουθήσει να βρίσκεται σε ισχύ και να επηρεάζει την παγκόσμια ανάπτυξη και το 2026 είναι ο συνδυασμός της ακραία επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής των Ηνωμένων Πολιτειών με την υπερδιόγκωση των χρηματοπιστωτικών αξιών στις αγορές των ΗΠΑ, και ενδεχομένως και της Ευρώπης και της Ιαπωνίας. Η δυναμική αυτή δύναται να ενισχυθεί περαιτέρω το 2026, σε συνδυασμό με την πιθανή σημαντική ενίσχυση του διευκολυντικού χαρακτήρα της νομισματικής πολιτικής της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ (FED). Ο συνδυασμός των παραγόντων αυτών επισκιάζει και υπερκαλύπτει τις ιδιαίτερα αρνητικές επιπτώσεις της αντισυμβατικής και αντισυμβατικής Εξωτερικής Εμπορικής Πολιτικής (ΕΕΠ) των ΗΠΑ, καθώς και τις όποιες δυσμενείς επιδράσεις στην οικονομική δραστηριότητα που απορρέουν από τις μεγάλες γεωπολιτικές εντάσεις, οι οποίες εξακολουθούν να επιβαρύνουν την παγκόσμια οικονομία και κοινωνία.

Οι ανωτέρω πολιτικές της Κυβέρνησης των ΗΠΑ και η υπερδιόγκωση των χρηματοπιστωτικών αποτιμήσεων στις ΗΠΑ, και όχι μόνο, στηρίζονται στο λεγόμενο «υπερόπλο» της FED, δηλαδή στην υποτιθέμενη δυνατότητα της μεγαλύτερης Κεντρικής Τράπεζας παγκοσμίως να συμβάλλει στη χρηματοδότηση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και στην αναχρηματοδότηση του δημόσιου χρέους των ΗΠΑ με προσιτό κόστος, ανεξαρτήτως του ύψους των ελλειμμάτων και του μεγέθους του χρέους της Γενικής Κυβέρνησης των ΗΠΑ (βλ. Πίνακες 3.1 και 1.2). Το εργαλείο αυτό εφαρμόστηκε αρχικά κατά την περίοδο της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008–2009 και εκ νέου κατά την περίοδο της πανδημίας Covid-19 (2020–2021), και θεωρητικά

---

<sup>7</sup> Ο Κατώτατος Μισθός αυξήθηκε τον Ιανουάριο 2024 κατά 49% έναντι του Ιουλίου 2023 και κατά 100% έναντι του Ιανουαρίου 2023. Στη συνέχεια αυξήθηκε κατά 30,0% από τον Ιανουάριο 2025 και κατά 27% από τον Ιανουάριο 2026.

θα έπρεπε να χρησιμοποιείται με φειδώ και κυρίως σε περιόδους έντονων κρίσεων της παγκόσμιας οικονομίας.

Κατά την περίοδο 2022–2024, η χρήση του εν λόγω εργαλείου περιορίστηκε σημαντικά, ακόμη και από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, παρά την εκδήλωση της ενεργειακής κρίσης, λόγω της ανάγκης αντιμετώπισης του ιδιαίτερα υψηλού πληθωρισμού. Το 2025, το εργαλείο αυτό επανήλθε διστακτικά σε εφαρμογή, κυρίως από τη FED, με στόχο τον περιορισμό των εξαιρετικά δυσμενών επιπτώσεων που απορρέουν από την αντισυμβατική και αντιοικονομική ΕΕΠ των ΗΠΑ. Παράλληλα, οι αγορές εκτιμούν ότι η χρήση του εν λόγω μηχανισμού θα ενταθεί σημαντικά το 2026 και ενδεχομένως και το 2027, εφόσον δεν καταστεί απαγορευτική λόγω ενδεχόμενης νέας έξαρσης του πληθωρισμού.

Το συγκεκριμένο «υπερόπλο» των Κεντρικών Τραπεζών, και ιδίως της FED, του οποίου η επίδραση προκύπτει όχι μόνο από την άμεση χρήση του αλλά κυρίως από τη δυναμική δυνατότητα ενεργοποίησής του εφόσον και για όσο απαιτηθεί στο μέλλον, αποτελεί τον βασικό παράγοντα που έχει οδηγήσει στην υπερδιόγκωση των χρηματιστηριακών αξιών. Αντιθέτως, η Τεχνητή Νοημοσύνη συνιστά έναν ιδιαίτερα σημαντικό πραγματικό παράγοντα, η οικονομική αξία του οποίου, ωστόσο, είχε ήδη ενσωματωθεί σε μεγάλο βαθμό στις χρηματιστηριακές αποτιμήσεις ήδη από το 2023 ή, στην πλέον αισιόδοξη εκδοχή, από το 2024.

Οι ανωτέρω εξελίξεις προσδιόρισαν την αύξηση του ΑΕΠ της οικονομίας των ΗΠΑ κατά 2,0% και της παγκόσμιας οικονομίας κατά 3,3% το 2025 και εκτιμάται ότι θα συμβάλουν και στην επίτευξη αντίστοιχων ή ακόμη και υψηλότερων ρυθμών ανάπτυξης το 2026, καθώς και το 2027, υπό την προϋπόθεση ότι δεν θα ανακοπούν από ενδεχόμενη εκ νέου επιτάχυνση του πληθωρισμού.

Ειδικότερα, το κατά πόσον οι ανωτέρω παράγοντες θα εξακολουθήσουν να στηρίζουν την ανάπτυξη της οικονομίας των ΗΠΑ και της παγκόσμιας οικονομίας και το 2027 θα εξαρτηθεί από την εξέλιξή τους εντός του 2026 και από τις επιπτώσεις τους στον πληθωρισμό και στα μακροπρόθεσμα επιτόκια κατά το ίδιο έτος. Υπό το πρίσμα αυτό, η βασική επιδίωξη της νομισματικής πολιτικής το 2026 θα πρέπει να είναι η σταθεροποίηση των χρηματιστηριακών αγορών στα τρέχοντα ή σε ελαφρώς χαμηλότερα επίπεδα, καθώς και η περαιτέρω αποκλιμάκωση του πληθωρισμού και των πληθωριστικών προσδοκιών.

Στον Πίνακα 1.6, το ΙΝΣΕΤΕ υποθέτει δύο μειώσεις των επιτοκίων από τη FED (τον Μάιο και τον Σεπτέμβριο του 2026). Ωστόσο, μια πιο συνετή και ασφαλής προσέγγιση θα ήταν η πραγματοποίηση μόνο μίας μείωσης τον Σεπτέμβριο του 2026, με την επόμενη να μετατίθεται χρονικά για τις αρχές του 2027. Παράλληλα, οποιαδήποτε σκέψη της FED για καθαρές αγορές κρατικών ομολόγων εντός του 2026 θα πρέπει να εγκαταλειφθεί, ενώ η αποκλιμάκωση των αποδόσεων των μακροπρόθεσμων ομολόγων θα πρέπει να επιτευχθεί μέσω της μείωσης των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και του πληθωρισμού. Μια τέτοια στρατηγική θα μπορούσε να οδηγήσει σε ικανοποιητικούς ρυθμούς ανάπτυξης της οικονομίας των ΗΠΑ κατά τα έτη 2027 και 2028, περιορίζοντας ταυτόχρονα τους κινδύνους που απορρέουν από την υπερδιόγκωση των χρηματιστηριακών αποτιμήσεων.

Αντιθέτως, οι κίνδυνοι για την οικονομία των ΗΠΑ και την παγκόσμια οικονομία από τον συνδυασμό της ακραία επεκτατικής δημοσιονομικής διαχείρισης, της ενδεχόμενης σημαντικής χαλάρωσης της νομισματικής πολιτικής και της υπερδιόγκωσης των χρηματιστηριακών αξιών στις ΗΠΑ αναμένεται να αυξηθούν επικίνδυνα, εφόσον το 2026: (i) το έλλειμμα του Ισοζυγίου της Γενικής Κυβέρνησης υπερβεί το -7,5% του ΑΕΠ, όπως εκτιμάται με βάση τα σημερινά δεδομένα, (ii) η FED προχωρήσει εσπευσμένα σε περισσότερες από δύο μειώσεις επιτοκίων και

σε ενίσχυση των προγραμμάτων ποσοτικής χαλάρωσης, εκτός εάν αυτά υλοποιηθούν μετά από σημαντική διόρθωση των χρηματιστηριακών αγορών, και (iii) ως συνέπεια των ανωτέρω, ο δείκτης S&P υπερβεί, όπως ευρέως προβλέπεται, τις 7.500 μονάδες εντός του 2026. Ειδικότερα:

## 3.2 Η συμβολή της δημοσιονομικής πολιτικής

### 3.2.1 Γενικά

Η δημοσιονομική πολιτική κατά την περίοδο 2023–2024 συνέβαλε ουσιαστικά στην εντυπωσιακή αναπτυξιακή επίδοση της οικονομίας των Ηνωμένων Πολιτειών και στην αποτροπή της ύφεσης στην Ευρώπη. Όπως προκύπτει από τα στοιχεία του Πίνακα 3.1, κατά τα έτη 2023 και 2024 στις ΗΠΑ και στο Ηνωμένο Βασίλειο καταγράφηκε σημαντική διεύρυνση τόσο του ελλείμματος του Ισοζυγίου της Γενικής Κυβέρνησης (ΙτΓΚ) όσο και του Πρωτογενούς Ισοζυγίου της Γενικής Κυβέρνησης (ΠιτΓΚ). Αντιθέτως, στην ΕΕ-20 τα δύο αυτά ισοζύγια παρέμειναν μεν ελλειμματικά, αλλά σε αισθητά χαμηλότερα επίπεδα.

Επιπλέον, ακόμη και κατά τα έτη 2025 και 2026, το ΙτΓΚ και το ΠιτΓΚ στις Ηνωμένες Πολιτείες διατηρούνται σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα, άνω του 7,5% και του 2,6% του ΑΕΠ αντίστοιχα, εξέλιξη που χαρακτηρίζεται ως ακραία επεκτατική δημοσιονομική πολιτική. Στο Ηνωμένο Βασίλειο, αντιθέτως, τα ελλείμματα αυτά εμφανίζονται ελαφρώς μειωμένα (2025: ΙτΓΚ 5,0% του ΑΕΠ και ΠιτΓΚ -1,9% του ΑΕΠ), ενώ στην ΕΕ-20 παραμένουν σε χαμηλά επίπεδα, περί το -2,9% και -1,3% του ΑΕΠ αντίστοιχα, τόσο το 2025 όσο και το 2026, παρά τη σημαντική αύξησή τους στη Γερμανία.

Οι εξελίξεις αυτές στον δημοσιονομικό τομέα καταγράφηκαν σε ένα περιβάλλον επίμονα υψηλών ονομαστικών και πραγματικών επιτοκίων, ιδίως στις Ηνωμένες Πολιτείες (βλ. Πίνακες 1.4α, 1.4β, 1.6 και 1.7), παρά το γεγονός ότι οι Κεντρικές Τράπεζες, και ιδίως η FED και η Τράπεζα της Αγγλίας, συνέβαλαν ουσιαστικά στη συγκράτηση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων των κρατικών ομολόγων σε αποδεκτά επίπεδα. Κατά τα έτη 2024 και 2025, οι Κεντρικές Τράπεζες προχώρησαν επίσης σε εφαρμογή αντίστροφης ποσοτικής χαλάρωσης (Reverse Quantitative Easing), δηλαδή σε σταδιακή μείωση του ενεργητικού τους (βλ. Διαγράμματα 3.2 και 3.3), με τρόπο, ωστόσο, ιδιαίτερα προσεκτικό, ώστε να αποφευχθούν ανεπιθύμητες επιπτώσεις στις αγορές ομολόγων και στα επιτόκια.

Συνολικά, τα ελλείμματα του Ισοζυγίου της Γενικής Κυβέρνησης δεν μειώθηκαν κατά τα έτη 2023 και 2024, ούτε καν το 2025, παρά το γεγονός ότι κατά την περίοδο αυτή οι Κεντρικές Τράπεζες, με εξαίρεση την Τράπεζα της Ιαπωνίας, προχώρησαν σταδιακά σε συρρίκνωση του ενεργητικού τους, κυρίως μέσω της μη αναπλήρωσης σημαντικού μέρους των κρατικών ομολόγων που έληγαν και βρίσκονταν στην κατοχή τους.

Ως αποτέλεσμα των ανωτέρω εξελίξεων, τα επιτόκια των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων αυξήθηκαν σημαντικά το 2023, περίοδο κατά την οποία ο πληθωρισμός παρέμενε ακόμη σε σχετικά υψηλά επίπεδα, ενώ υποχώρησαν το 2024, σε συνάρτηση με τη μείωση του πληθωρισμού και την αποκλιμάκωση των βασικών επιτοκίων από τις Κεντρικές Τράπεζες, κυρίως μετά τον Σεπτέμβριο του 2024. Ωστόσο, τα επιτόκια αυξήθηκαν εκ νέου από τον Νοέμβριο του 2024 και κατά το πρώτο εξάμηνο του 2025, μετά την εκλογή και την ανάληψη της διακυβέρνησης από τη νέα Κυβέρνηση των Ηνωμένων Πολιτειών.

Ειδικότερα, στις Ηνωμένες Πολιτείες, η απόδοση του δεκαετούς κρατικού ομολόγου, η οποία είχε υποχωρήσει στο 4,10% τον Οκτώβριο του 2024, αυξήθηκε εκ νέου στο 4,63% τον Ιανουάριο του 2025 και στο 4,45% τον Φεβρουάριο του 2025, παραμένοντας σε υψηλά επίπεδα και τον Ιούλιο του 2025 (4,39%). Στη συνέχεια, όταν κατέστη σαφές ότι ο πληθωρισμός στις ΗΠΑ δεν θα υπερέβαινε το 3,0% το 2025, παρά την επιβολή δασμών, και με τη συμβολή της FED, η οποία επιβράδυνε σημαντικά τον ρυθμό μείωσης του ενεργητικού της, οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων υποχώρησαν στο 4,06% τον Οκτώβριο του 2025 και στο 4,09% τον Νοέμβριο του 2025, για να αυξηθούν εκ νέου στο 4,14% τον Δεκέμβριο του 2025.

	2021		2022		2023		2024		2025		2026	
	ΙτΓΚ	ΠιτΓΚ	ΙτΓΚ	ΠιτΓΚ	ΙτΓΚ	ΠιτΓΚ	ΙτΓΚ	ΠιτΓΚ	ΙτΓΚ	ΠιτΓΚ	ΙτΓΚ	ΠιτΓΚ
Γερμανία	-3,2	-2,6	-1,9	-1,2	-2,5	-1,6	-2,7	-1,6	-3,1	-1,9	-4,0	-2,8
Γαλλία	-6,6	-5,2	-4,7	-2,8	-5,4	-3,5	-5,8	-3,7	-5,5	-3,2	-4,9	-2,3
Ιταλία	-8,9	-5,4	-8,1	-4,0	-7,2	-3,5	-3,4	0,5	-3,0	0,9	-2,8	1,2
Ισπανία	-6,7	-4,5	-4,6	-2,3	-3,3	-1,0	-3,2	-0,8	-2,5	0,0	-2,1	0,5
<b>Ελλάδα</b>	<b>-7,2</b>	<b>-4,8</b>	<b>-2,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>-1,4</b>	<b>2,0</b>	<b>1,2</b>	<b>4,7</b>	<b>1,1</b>	<b>4,3</b>	<b>0,3</b>	<b>3,4</b>
<b>ΕΕ-20</b>	<b>-5,1</b>	<b>-3,7</b>	<b>-3,5</b>	<b>-1,7</b>	<b>-3,6</b>	<b>-1,8</b>	<b>-3,0</b>	<b>-1,2</b>	<b>-2,9</b>	<b>-1,2</b>	<b>-2,9</b>	<b>-1,3</b>
ΗΒ	-7,8	-4,9	-4,7	-0,4	-6,0	-2,7	-6,0	-3,0	-5,0	-1,9	-4,2	-1,1
Ιαπωνία	-6,2	-4,7	-4,2	-2,8	-2,3	-1,0	-1,5	-0,2	-1,4	-0,1	-1,9	-0,5
<b>ΗΠΑ</b>	<b>-11,5</b>	<b>-7,9</b>	<b>-3,7</b>	<b>0,0</b>	<b>-7,6</b>	<b>-3,2</b>	<b>-8,0</b>	<b>-3,3</b>	<b>-7,5</b>	<b>-2,6</b>	<b>-7,8</b>	<b>-2,8</b>

Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Νοέμβριος 2024).

Στα τέλη του 2025, το βασικό ζήτημα στον δημοσιονομικό τομέα αφορά το γεγονός ότι μεγάλες οικονομίες, όπως οι Ηνωμένες Πολιτείες, η Γαλλία και το Ηνωμένο Βασίλειο, οι οποίες αντιμετωπίζουν υψηλά ελλείμματα στο Ισοζύγιο της Γενικής Κυβέρνησης (ΙτΓΚ) και στο Πρωτογενές Ισοζύγιο της Γενικής Κυβέρνησης (ΠιτΓΚ), καθώς και υψηλό και ταχέως αυξανόμενο χρέος της Γενικής Κυβέρνησης (ΧτΓΚ), δεν έχουν έως σήμερα παρουσιάσει σαφή και αξιόπιστα προγράμματα δημοσιονομικής προσαρμογής που να στοχεύουν στη ουσιαστική και διατηρήσιμη μείωση των εν λόγω ελλειμμάτων.

Στις Ηνωμένες Πολιτείες, η Κυβέρνηση έχει ήδη υιοθετήσει σημαντικά μέτρα, όπως περικοπές στους φορολογικούς συντελεστές, τα οποία συνεπάγονται τη διατήρηση ιδιαίτερα υψηλών δημοσιονομικών ελλειμμάτων στη Γενική Κυβέρνηση. Συγκεκριμένα, για το 2026 προβλέπεται έλλειμμα ΙτΓΚ της τάξης του -7,8% του ΑΕΠ και έλλειμμα ΠιτΓΚ -2,8% του ΑΕΠ, ενώ αντίστοιχα επίπεδα αναμένονται και για το 2027. Παράλληλα, προβλέπεται ιδιαίτερα σημαντική αύξηση του ΧτΓΚ κατά την περίοδο 2026–2035, με το χρέος να διαμορφώνεται στο 125,5% του ΑΕΠ το 2025, στο 127,5% του ΑΕΠ το 2026 και στο 129,9% του ΑΕΠ το 2027.

Στη Γαλλία, η αδυναμία σχηματισμού σταθερής κυβέρνησης δυσχεραίνει τη διαμόρφωση και την εφαρμογή των αναγκαίων πολιτικών για τη μείωση των σημαντικών δημοσιονομικών ανισορροπιών. Ειδικότερα, για το 2025, το έλλειμμα του ΙτΓΚ εκτιμάται στο -5,5% του ΑΕΠ και το έλλειμμα του ΠιτΓΚ στο -3,2% του ΑΕΠ. Ως αποτέλεσμα, παρά τις σοβαρές δυσκολίες και καθυστερήσεις που χαρακτήρισαν την έγκριση και την εφαρμογή του Προϋπολογισμού του 2025, ο οποίος προέβλεπε μόνον οριακή μείωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων, τον Δεκέμβριο του 2025 εξακολουθεί να μην είναι σαφές κατά πόσον και με ποιον τρόπο θα καταστεί εφικτή η έγκαιρη έγκριση του Προϋπολογισμού του 2026.

Στο Ηνωμένο Βασίλειο, αντιθέτως, καταβάλλεται προσπάθεια δημοσιονομικής προσαρμογής. Ο Προϋπολογισμός του 2026 επιβεβαιώνει την εκτίμηση για περιορισμένη μείωση του ελλείμματος του ΙτΓΚ στο -4,2% του ΑΕΠ το 2026, από -5,0% το 2025, ενώ το έλλειμμα του ΠιτΓΚ

προβλέπεται να μειωθεί στο -1,1% του ΑΕΠ, από -1,9% το 2025. Κεντρικός μηχανισμός της προσαρμογής αυτής αποτελεί η μη τιμαριθμοποίηση της φορολογικής κλίμακας, η οποία συνεπάγεται αύξηση των φορολογικών εσόδων μέσω της επίδρασης του πληθωρισμού.

Τέλος, στη Γερμανία καταγράφεται σημαντική μεταστροφή της δημοσιονομικής πολιτικής, με έντονη αύξηση των αμυντικών δαπανών και αντίστοιχη διεύρυνση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων. Συγκεκριμένα, το έλλειμμα του ΙτΓΚ εκτιμάται στο -3,1% του ΑΕΠ το 2025 και στο -4,0% το 2026, ενώ το έλλειμμα του ΠιτΓΚ ανέρχεται στο -1,9% το 2025 και στο -2,8% το 2026. Η εν λόγω μεταβολή στη δημοσιονομική στάση στηρίζει τη συγκρατημένη αύξηση του ΑΕΠ της Γερμανίας το 2025 (0,2%) και τη σαφώς υψηλότερη αναμενόμενη αύξησή του το 2026 (1,1%).

Από την πλευρά τους, οι χρηματοπιστωτικές αγορές φαίνεται να εξακολουθούν να υποτιμούν τους κινδύνους που απορρέουν από την περαιτέρω επιδείνωση της δημοσιονομικής κατάστασης στις Ηνωμένες Πολιτείες και, ενδεχομένως, και στη Γαλλία, κυρίως ως αποτέλεσμα των αντισυμβατικών και αντισυμβατικών πολιτικών που ακολουθούν οι αντίστοιχες κυβερνήσεις. Όπως αναλύεται στο Κεφάλαιο 1, η στάση αυτή συνδέεται με την εκτίμηση ότι οι Κεντρικές Τράπεζες, και ιδίως η FED, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και η Τράπεζα της Αγγλίας, θα παραμείνουν διαρκώς έτοιμες να παρέμβουν, ιδίως μετά τη σημαντική μείωση του ενεργητικού τους από τα υπερδιογκωμένα επίπεδα του 2022, προκειμένου να αποτρέψουν μια επικίνδυνη άνοδο των αποδόσεων των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων στις ΗΠΑ και στην ΕΕ-20.

Ενδεικτικά, η FED ανακοίνωσε ότι θα διακόψει τη διαδικασία μείωσης του ενεργητικού της από την 1η Δεκεμβρίου 2025 και, στις 10 Δεκεμβρίου 2025, σε συνδυασμό με τη νέα, τρίτη κατά σειρά, μείωση του επιτοκίου παρέμβασης κατά 0,25 ποσοστιαίες μονάδες, ανακοίνωσε την επανέναρξη αγορών εντόκων γραμματίων του αμερικανικού Δημοσίου (treasury bills) ύψους 40 δισ. δολαρίων μηνιαίως έως τον Απρίλιο του 2026. Η παρέμβαση αυτή συνέβαλε στην αποτροπή περαιτέρω ανόδου των αποδόσεων των διετών και δεκαετών κρατικών ομολόγων των ΗΠΑ, οι οποίες, ωστόσο, εξακολουθούν να διαμορφώνονται σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα (δεκαετές ομόλογο στις 9/1/2026: 4,18%).

Παρά ταύτα, ο ουσιαστικός κίνδυνος εστιάζεται στην προοπτική εκ νέου επιτάχυνσης του πληθωρισμού, ως αποτέλεσμα των σημαντικών αυξήσεων της ρευστότητας στις οικονομίες και των έντονων θετικών επιδράσεων πλούτου (wealth effects) που απορρέουν από τη συνεχιζόμενη υπερδιογκωση των χρηματιστηριακών αγορών, οι οποίες εξακολουθούν να καταγράφουν άνοδο κατά το πρώτο δεκαήμερο του Ιανουαρίου 2026. Οι εξελίξεις αυτές ενδέχεται να οδηγήσουν σε νέα ανοδική ώθηση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων και να υποχρεώσουν εκ νέου τις Κεντρικές Τράπεζες να στραφούν σε αντίστροφη ποσοτική χαλάρωση και, ενδεχομένως, σε αυξήσεις επιτοκίων, προκειμένου να συγκρατηθεί περαιτέρω η άνοδος του πληθωρισμού. Ειδικότερα:

### 3.2.2 Η δημοσιονομική πολιτική των ΗΠΑ

Στις αρχές του 2020, έτους εκλογικού κύκλου στις Ηνωμένες Πολιτείες, τα περιθώρια διατήρησης του επεκτατικού χαρακτήρα της δημοσιονομικής πολιτικής ήταν σχετικά περιορισμένα, παρά το γεγονός ότι, με τη συμβολή και της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ (FED), τα επιτόκια δανεισμού της Ομοσπονδιακής Κυβέρνησης (Ομ.Κ.) διαμορφώνονταν σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα (10ετές κρατικό ομόλογο: 4ο τρίμηνο 2019: 1,79%, Ιανουάριος 2020: 1,76%, βλ. Διάγραμμα 2.13).

Ωστόσο, με την ταχεία εξάπλωση της πανδημίας του Covid-19 στις ΗΠΑ από τον Μάρτιο του 2020, η δημοσιονομική πολιτική προσανατολίστηκε στην αντιστάθμιση των εξαιρετικά αρνητικών επιπτώσεων της υγειονομικής κρίσης στην οικονομική δραστηριότητα. Εφαρμόστηκαν διαδοχικά εκτεταμένα δημοσιονομικά προγράμματα, τα οποία χρηματοδοτήθηκαν σε μεγάλο βαθμό με τη συνδρομή της FED. Τα προγράμματα αυτά συνέβαλαν ουσιαστικά στη στήριξη της οικονομίας, είχαν όμως ως αποτέλεσμα την εκτίναξη του ελλείμματος της Ομοσπονδιακής Κυβέρνησης σε πρωτοφανή επίπεδα.

Σύμφωνα με το Congressional Budget Office (CBO, Ιούλιος 2021), το έλλειμμα του Προϋπολογισμού της Ομοσπονδιακής Κυβέρνησης (ΕτΟΚ) των ΗΠΑ ανήλθε σε -3,13 τρισ. δολάρια, ήτοι -14,9% του ΑΕΠ, το 2020 και σε -2,78 τρισ. δολάρια (-11,7% του ΑΕΠ) το 2021, από -984 δισ. δολάρια (-4,6% του ΑΕΠ) το 2019 και -779,1 δισ. δολάρια (-3,8% του ΑΕΠ) το 2018. Παράλληλα, το δημόσιο χρέος των ΗΠΑ αυξήθηκε στο 99,8% του ΑΕΠ το 2020. Το CBO εκτιμούσε τότε ότι το έλλειμμα θα μειωνόταν στα -1,15 τρισ. δολάρια (-4,7% του ΑΕΠ) το 2022 και στα -0,79 τρισ. δολάρια (-3,1% του ΑΕΠ) το 2023, ενώ το δημόσιο χρέος προβλεπόταν να αυξηθεί στο 102,7% του ΑΕΠ το 2022 και να υποχωρήσει στο 100,3% του ΑΕΠ το 2023 και κάτω του 100% του ΑΕΠ στα επόμενα έτη.

Ωστόσο, σύμφωνα με τα απολογιστικά στοιχεία της βάσης δεδομένων FRED (Σεπτέμβριος 2025), το έλλειμμα του Προϋπολογισμού της Ομ.Κ. διαμορφώθηκε τελικά σε -1,38 τρισ. δολάρια (-5,28% του ΑΕΠ) το 2022 και, αντί να μειωθεί περαιτέρω, αυξήθηκε σε -1,70 τρισ. δολάρια (-6,1% του ΑΕΠ) το 2023 και σε -1,82 τρισ. δολάρια (-6,2% του ΑΕΠ) το 2024. Επιπλέον, σύμφωνα με εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (Νοέμβριος 2025), το έλλειμμα της Ομοσπονδιακής Γενικής Κυβέρνησης (ΕτΟΓΚ) των ΗΠΑ ανήλθε στο -7,6% του ΑΕΠ το 2023 και στο -8,0% του ΑΕΠ το 2024, ενώ εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί στο -7,5% του ΑΕΠ το 2025 και στο -7,8% του ΑΕΠ τόσο το 2026 όσο και το 2027.

Το ιδιαίτερα υψηλό αυτό έλλειμμα της Ομοσπονδιακής Γενικής Κυβέρνησης κατά τα έτη 2024 και 2025 συνέβαλε στην αύξηση των δανειακών αναγκών της Κυβέρνησης των ΗΠΑ σε εξαιρετικά υψηλά επίπεδα και λειτούργησε αποτρεπτικά ως προς τη μεγαλύτερη αποκλιμάκωση των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων κατά το 2024 και εν συνεχεία κατά το 2025, παρά τη μείωση του πληθωρισμού στο 2,95% το 2024 και στο 2,72% το 2025, όπως αναφέρθηκε ανωτέρω.

Στο πλαίσιο αυτό, η νέα Κυβέρνηση των ΗΠΑ εισήγαγε, στις 5 Ιουλίου 2025, τη νέα νομοθετική πράξη με την ονομασία *One Big Beautiful Bill Act (OBBBA)*, η οποία περιλαμβάνει σημαντικές φορολογικές περικοπές, όπως η μεγάλη αύξηση του αφορολόγητου ορίου, καθώς και φορολογικά κίνητρα, μεταξύ άλλων για την αγορά αυτοκινήτων. Οι ρυθμίσεις αυτές υλοποιούνται κυρίως μέσω της επέκτασης βασικών διατάξεων του νόμου του 2017 (*Tax Cuts and Jobs Act – TCJA*), οι οποίες έληξαν το 2025. Παράλληλα, προβλέπονται περικοπές στις δαπάνες του προγράμματος Medicaid, χωρίς ωστόσο η συνολική προσπάθεια περιορισμού των πρωτογενών δαπανών της Ομοσπονδιακής Γενικής Κυβέρνησης να εμφανίζει μέχρι στιγμής ουσιαστικά αποτελέσματα.

Κατά συνέπεια, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Νοέμβριος 2025) εκτιμά ότι το έλλειμμα της Ομοσπονδιακής Γενικής Κυβέρνησης θα μειωθεί μόνο οριακά στο -7,5% του ΑΕΠ το 2025, με το Πρωτογενές Ισοζύγιο της ΟΓΚ (ΠιτΟΓΚ) να διαμορφώνεται στο -2,6% του ΑΕΠ, κυρίως λόγω της είσπραξης εσόδων από τους δασμούς που υπερβαίνουν το 0,5% του ΑΕΠ. Η πλήρης επίπτωση του OBBBA αναμένεται από το 2026, με αποτέλεσμα το ΕτΟΓΚ να προβλέπεται στο -7,8% του ΑΕΠ (ΠιτΟΓΚ: -2,8% του ΑΕΠ) τόσο το 2026 όσο και το 2027.

Η ακραία και επίμονα επεκτατική αυτή δημοσιονομική πολιτική, σε συνδυασμό με τις πολιτικές δασμολογικής προστασίας έναντι των εισαγωγών και την πολιτική εκδίωξης των παράνομων μεταναστών ή δραστηρικής μείωσης της ετήσιας καθαρής εισροής μεταναστών στις ΗΠΑ, συνέβαλε στη διατήρηση του μέσου πληθωρισμού στο 2,72% το 2025, παρά τη μεγάλη πτώση των διεθνών τιμών του πετρελαίου, και ήδη στηρίζει τη διατήρηση των αποδόσεων των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων των ΗΠΑ σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα.

Συνολικά, η διατήρηση του ελλείμματος της Ομοσπονδιακής Γενικής Κυβέρνησης σε επίπεδα άνω του 7,5% του ΑΕΠ κατά την περίοδο 2025-2027 καθίσταται εφικτή μόνο με τη συνδρομή της FED, η οποία πλέον όχι μόνο ανανεώνει τα κρατικά ομόλογα που λήγουν και βρίσκονται στο χαρτοφυλάκιο της, αλλά προχωρά και σε καθαρές αγορές τίτλων, αυξάνοντας εκ νέου τις απαιτήσεις της έναντι της ΟΓΚ των ΗΠΑ. Ο συνδυασμός της ακραία επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής της Κυβέρνησης των ΗΠΑ με την ολοένα και πιο διευκολυντική νομισματική πολιτική της FED αποτελεί τον βασικό μηχανισμό που τροφοδοτεί την έντονα ανοδική πορεία των χρηματιστηριακών αγορών και τη συνεχιζόμενη ισχυρή αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης, της κατανάλωσης και των επενδύσεων της ΟΓΚ, καθώς και των επιχειρηματικών επενδύσεων στις ΗΠΑ.

Η ενίσχυση της συνολικής ζήτησης στην οικονομία των ΗΠΑ, η οποία εκτιμάται σε περίπου 2,3 τρισ. δολάρια ετησίως, σε μεγάλο βαθμό μέσω νομισματικής χρηματοδότησης, αποτελεί τον καθοριστικό παράγοντα που επιτρέπει και στηρίζει την εκρηκτική άνοδο των χρηματιστηριακών αγορών, την αντίστοιχη μεγάλη αύξηση του θεωρούμενου πλούτου των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων στις ΗΠΑ, την ισχυρή μεγέθυνση του ΑΕΠ των ΗΠΑ και, εμμέσως, την αύξηση του ΑΕΠ της Κίνας και του παγκόσμιου ΑΕΠ.

Η στήριξη που παρέχεται ή που εκτιμάται από τις αγορές ότι μπορεί να παρασχεθεί τόσο βραχυπρόθεσμα όσο και μακροπρόθεσμα από τις Κεντρικές Τράπεζες είναι ιδιαίτερα εκτεταμένη, γεγονός που επιτρέπει στις αγορές να θεωρούν ότι ο κίνδυνος εκδήλωσης μιας μεγάλης οικονομικής κρίσης το 2026 ή το 2027 παραμένει, προς το παρόν, περιορισμένος.

Ωστόσο, η δυνατότητα της FED και των λοιπών Κεντρικών Τραπεζών να στηρίζουν επί μακρόν ένα καθεστώς εξαιρετικά επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής από τη μεγαλύτερη οικονομία παγκοσμίως δεν είναι απεριόριστη. Ο πληθωρισμός και τα μεγάλα ελλείμματα στο Εξωτερικό Ισοζύγιο Πληρωμών των ΗΠΑ αναμένεται να επανέλθουν αναπόφευκτα στο προσκήνιο. Στην περίπτωση αυτή, η FED θα υποχρεωθεί να εφαρμόσει ένα πραγματικά αντίστροφο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης, με αποτέλεσμα το κόστος δανεισμού της Κυβέρνησης των ΗΠΑ να αυξηθεί σε μη βιώσιμα επίπεδα. Τότε θα προκύψει επιτακτικά η ανάγκη για δημοσιονομική προσαρμογή, μάλιστα σε ένα περιβάλλον χαμηλής αναπτυξιακής δυναμικής της οικονομίας των Ηνωμένων Πολιτειών.

### 3.2.3 Η δημοσιονομική πολιτική στη ΕΕ-27 και στη Ζώνη του Ευρώ (ΕΕ-20)

Η δημοσιονομική στήριξη των οικονομιών της ΕΕ-27 και, ειδικότερα, της ΕΕ-20 κατά την περίοδο της κρίσης της πανδημίας Covid-19 βασίστηκε σε περιορισμένο, πλην ουσιώδη, βαθμό σε παρεμβάσεις σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Επιτροπής και Eurogroup, ενώ σε πολύ μεγαλύτερο βαθμό στηρίχθηκε στην υλοποίηση εκτεταμένων δημοσιονομικών πακέτων από τις κυβερνήσεις των κρατών μελών. Τα εν λόγω πακέτα χρηματοδοτήθηκαν, σε σημαντικό βαθμό, μέσω της νομισματικής πολιτικής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, και ειδικότερα μέσω των προγραμμάτων ποσοτικής χαλάρωσης (Quantitative Easing – QE).

Η καθαρή δημοσιονομική επίπτωση των ανωτέρω πακέτων μέτρων κατά τα έτη 2020 και 2021 εκτιμάται, για την ΕΕ-20, σε 6,3% και 4,4% του ΑΕΠ αντίστοιχα. Αντίστοιχα, για τη Γερμανία η καθαρή επίπτωση ανήλθε σε 5,4% του ΑΕΠ το 2020 και σε 4,4% του ΑΕΠ το 2021, για τη Γαλλία σε 7,0% και 4,1% του ΑΕΠ, για την Ιταλία σε 6,4% και 6,1% του ΑΕΠ, για το Ηνωμένο Βασίλειο σε 12,0% και 6,0% του ΑΕΠ, ενώ για την Ελλάδα διαμορφώθηκε σε 10,3% του ΑΕΠ το 2020 και σε 8,0% του ΑΕΠ το 2021.

Επιπλέον, κατά τρόπο ανάλογο με τα δημοσιονομικά πακέτα των Ηνωμένων Πολιτειών, τα οποία δεν θα ήταν εφικτά χωρίς την πολιτική απεριόριστης αγοράς κρατικών ομολόγων από τη Federal Reserve, τα εκτεταμένα δημοσιονομικά πακέτα των κρατών μελών της Ζώνης του Ευρώ δεν θα μπορούσαν να υλοποιηθούν χωρίς την εφαρμογή των μεγάλων προγραμμάτων αγοράς κρατικών ομολόγων από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.

Πίνακας 3.2. ΙτΓΚ, ΠιτΓΚ και ΧτΓΚ στην ΕΕ-20								
ΕΕ-20 (Δισ. €)								
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
ΙτΓΚ	-52,5	-65,2	-812,2	-643,7	-466,8	-513,5	-466,6	-454,1
% ΑΕΠ	-0,45%	-0,54%	-6,99%	-5,10%	-3,39%	-3,50%	-3,06%	-2,90%
Πληρωμές Τόκων	215,0	197,0	173,6	180,8	228,5	251,5	286,3	266,2
% ΑΕΠ	1,83%	1,62%	1,49%	1,43%	1,66%	1,71%	1,88%	1,70%
ΠιτΓΚ	162,5	131,8	-638,6	-462,9	-238,3	-262,0	-180,4	-187,9
% ΑΕΠ	1,38%	1,09%	-5,50%	-3,67%	-1,73%	-1,79%	-1,18%	-1,20%
ΧτΓΚ	10.048,5	10.148,4	11.211,2	11.838,3	12.287,0	12.750,5	13.263,4	13.747,5
% ΑΕΠ	85,5%	83,6%	96,5%	93,8%	89,3%	87,0%	87,1%	87,8%
ΑΕΠ (Τρέχ. Τιμές)	11.747,1	12.140,3	11.615,8	12.618,7	13.757,9	14.663,7	15.231,3	15.657,8
Γαλλία								
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
ΙτΓΚ	-54,6	-58,2	-207,1	-165,1	-125,9	-151,7	-169,7	-165,7
% ΑΕΠ	-2,32%	-2,39%	-8,93%	-6,58%	-4,74%	-5,37%	-5,81%	-5,50%
Πληρωμές Τόκων	41,7	36,9	29,7	34,8	50,9	52,9	60,2	69,3
% ΑΕΠ	1,77%	1,52%	1,28%	1,39%	1,92%	1,87%	2,06%	2,30%
ΠιτΓΚ	-13,0	-21,4	-177,4	-130,3	-75,0	-98,8	-109,5	-96,4
% ΑΕΠ	-0,55%	-0,88%	-7,65%	-5,20%	-2,82%	-3,50%	-3,75%	-3,20%
ΧτΓΚ	2.320,7	2.387,4	2.663,9	2.828,8	2.955,6	3.102,5	3.305,3	3.510,5
% ΑΕΠ	98,5%	98,2%	114,9%	112,8%	111,4%	109,8%	113,2%	116,50%
ΑΕΠ (Τρέχ. Τιμές)	2.355,4	2.432,2	2.318,3	2.508,1	2.654,0	2.826,5	2.919,9	3.013,3
Ιταλία								
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
ΙτΓΚ	-39,0	-26,2	-156,6	-163,5	-161,9	-153,3	-73,9	-67,7
% ΑΕΠ	-2,19%	-1,45%	-9,38%	-8,88%	-8,10%	-7,16%	-3,36%	3,00%
Πληρωμές Τόκων	64,4	60,2	57,1	63,0	81,6	77,8	85,6	88,0
% ΑΕΠ	3,62%	3,34%	3,42%	3,42%	4,08%	3,63%	3,89%	3,90%
ΠιτΓΚ	25,4	34,1	-99,5	-100,5	-80,2	-75,5	11,7	20,3
% ΑΕΠ	1,43%	1,89%	-5,96%	-5,46%	-4,02%	-3,53%	0,53%	0,90%
ΧτΓΚ	2.385,7	2.415,6	2.578,2	2.686,7	2.764,5	2.869,9	2.966,9	3.087,3
% ΑΕΠ	134,2%	133,9%	154,4%	145,8%	138,4%	133,9%	134,9%	136,80%
ΑΕΠ (Τρέχ. Τιμές)	1.777,7	1.804,1	1.670,0	1.842,5	1.998,1	2.142,6	2.199,6	2.256,8

Σημειώνεται ότι το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης (QE) της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, ύψους € 1.850 δισ., καθώς και το μεγαλύτερο μέρος των μέτρων συνολικού ύψους € 540 δισ. που διατέθηκαν μέσω της Eurogroup/Ευρωπαϊκών μηχανισμών και των € 723,8 δισ. του Μηχανισμού Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRF), αξιοποιήθηκαν κυρίως κατά την περίοδο 2020-2021 και, στη συνέχεια, σε σημαντικό βαθμό κατά την περίοδο 2022-2025, για τη στήριξη οικονομιών όπως της Ιταλίας, της Γαλλίας, της Ισπανίας, αλλά και της Γερμανίας και της Ολλανδίας, οι οποίες επλήγησαν έντονα από τις οικονομικές επιπτώσεις της πανδημίας Covid-

19. Επισημαίνεται ότι τα ελληνικά κρατικά ομόλογα εντάχθηκαν για πρώτη φορά σε πρόγραμμα αγοράς τίτλων της ΕΚΤ το 2020, στο πλαίσιο του έκτακτου προγράμματος PEPP.

Τα υπερδιογκωμένα δημοσιονομικά πακέτα των ετών 2020 και 2021 συνέβαλαν καθοριστικά στη διεύρυνση τόσο του ελλείμματος της Γενικής Κυβέρνησης (ΙτΓΚ) όσο και του Πρωτογενούς Ισοζυγίου της Γενικής Κυβέρνησης (ΠιτΓΚ) της ΕΕ-20 και των κρατών μελών κατά τα έτη αυτά (Πίνακας 3.1.), καθώς και στην αύξηση του δημοσίου χρέους της ΕΕ-20 και των μεγαλύτερων οικονομιών της, όπως αποτυπώνεται στον Πίνακα 1.2. του Κεφαλαίου 1. Οι δημοσιονομικές εξελίξεις στην ΕΕ-20, καθώς και ειδικότερα στη Γαλλία και στην Ιταλία, παρουσιάζονται αναλυτικά στον Πίνακα 3.2., ως εξής:

(i) Στην Ιταλία, το χρέος της Γενικής Κυβέρνησης (ΧτΓΚ) διαμορφώθηκε στο 134,9% του ΑΕΠ το 2024 (Πίνακας 1.2.) και εκτιμάται ότι θα ανέλθει στο 136,8% του ΑΕΠ το 2025, στο 138,3% του ΑΕΠ το 2026 και στο 137,0% του ΑΕΠ το 2030<sup>8</sup>. Το Πρωτογενές Ισοζύγιο της Γενικής Κυβέρνησης (ΠιτΓΚ) επανήλθε σε πλεόνασμα ύψους 0,5% του ΑΕΠ το 2024, έναντι ελλείμματος -3,53% του ΑΕΠ το 2023, και εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί στο +0,9% του ΑΕΠ το 2025 (Πίνακες 3.1. και 3.2.). Ιδιαίτερη σημασία παρουσιάζουν οι αυξημένες πληρωμές τόκων της Ιταλίας, οι οποίες ανήλθαν σε € 78,0 δισ. (3,63% του ΑΕΠ) το 2023 και σε € 85,6 δισ. (3,89% του ΑΕΠ) το 2024, έναντι € 81,6 δισ. (4,08% του ΑΕΠ) το 2022 και € 63,0 δισ. (3,43% του ΑΕΠ) το 2021. Οι εξελίξεις αυτές συνέβαλαν στη διατήρηση αυξημένου ελλείμματος της Γενικής Κυβέρνησης, το οποίο διαμορφώθηκε στο -8,1% του ΑΕΠ το 2022 και στο -7,2% του ΑΕΠ το 2023, παρά τη σημαντική ανοδική αναθεώρηση του ιταλικού ΑΕΠ. Ωστόσο, το έλλειμμα του ΙτΓΚ μειώθηκε αισθητά στο -3,36% του ΑΕΠ το 2024 και εκτιμάται στο -3,0% του ΑΕΠ το 2025, με ταυτόχρονη επίτευξη πρωτογενούς πλεονάσματος (ΠΠΓΚ) 0,53% του ΑΕΠ το 2024 και 0,90% του ΑΕΠ το 2025, όπως προαναφέρθηκε. Οι εξελίξεις αυτές αποδίδονται σε σημαντικό βαθμό στην ικανοποιητική αύξηση των εσόδων της Γενικής Κυβέρνησης, ενώ οι πρωτογενείς δαπάνες αυξάνονται με συγκρατημένο ρυθμό από το 2024, παρά τις αυξήσεις στους μισθούς των δημοσίων υπαλλήλων και στις κοινωνικές παροχές, λόγω της κατάργησης του ιδιαίτερα δαπανηρού προγράμματος επιδότησης ανακαινίσεων κατοικιών. Ειδικότερα, η ενίσχυση των εσόδων συνδέεται με την αύξηση της απασχόλησης και των μισθών, τη σημαντική άνοδο των εισπράξεων από τον ΦΠΑ, εν μέρει λόγω του πληθωρισμού, καθώς και με την ικανοποιητική αύξηση των εσόδων από τη φορολόγηση χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων. Οι παράγοντες αυτοί αντιστάθμισαν τις φορολογικές ελαφρύνσεις που εισήχθησαν στο πλαίσιο της μεταρρύθμισης του συστήματος φορολογίας εισοδήματος φυσικών προσώπων με τον προϋπολογισμό του 2025. Τέλος, οι πρωτογενείς δαπάνες του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων χρηματοδοτούνται σε σημαντικό βαθμό από πόρους του RRF και άλλων ευρωπαϊκών επενδυτικών ταμείων.

(ii) Στη Γαλλία, το χρέος της Γενικής Κυβέρνησης εκτιμάται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Νοέμβριος 2025) και το ΔΝΤ (Οκτώβριος 2025) στο 113,1% του ΑΕΠ το 2024, στο 116,5% του ΑΕΠ το 2025, στο 119,6% του ΑΕΠ το 2026 και στο 129,4% του ΑΕΠ το 2030. Ωστόσο, όπως προκύπτει από τον Πίνακα 3.2., ιδιαίτερη ανησυχία προκαλεί το πρωτογενές έλλειμμα της Γενικής Κυβέρνησης (ΠΕΓΚ), το οποίο ανήλθε στο -3,75% του ΑΕΠ το 2024 και εκτιμάται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή στο -3,2% του ΑΕΠ το 2025, στο -2,3% το 2026 και στο -2,5% το 2027, υπό την προϋπόθεση εφαρμογής μέτρων δημοσιονομικής προσαρμογής ύψους 1,0% του ΑΕΠ το 2026, τα οποία δεν έχουν ακόμη εγκριθεί από τη Γαλλική Εθνοσυνέλευση. Υπενθυμίζεται ότι το

---

<sup>8</sup> Σημειώνεται ότι τα ποσοστά αυτά του χρέους/ΑΕΠ και των άλλων δημοσιονομικών μεγεθών της Ιταλίας έχουν μειωθεί σημαντικά μετά την πολύ μεγάλη αυξητική αναθεώρηση του ΑΕΠ της Ιταλίας το 2021, το 2022 και το 2023. Βλέπε την Υποδιαίρεση 4.3.3., στο Κεφάλαιο 4., Υποσημείωση 17.

ΠΕΓΚ διαμορφώθηκε στο -3,5% του ΑΕΠ το 2023, στο -7,65% του ΑΕΠ το 2020 και στο -0,88% του ΑΕΠ το 2019. Οι πληρωμές τόκων της Γενικής Κυβέρνησης αυξήθηκαν στο 2,06% του ΑΕΠ το 2024 και εκτιμώνται στο 2,30% του ΑΕΠ το 2025, από 1,87% του ΑΕΠ το 2023, 1,92% το 2022 και 1,39% το 2021. Ως αποτέλεσμα, το έλλειμμα της Γενικής Κυβέρνησης (ΕτΓΚ) ανήλθε στο -5,37% του ΑΕΠ το 2023 και διευρύνθηκε περαιτέρω στο -5,81% του ΑΕΠ το 2024, ενώ εκτιμάται ότι θα περιοριστεί στο -5,5% του ΑΕΠ το 2025 και στο -4,9% του ΑΕΠ το 2026, υπό την προϋπόθεση εφαρμογής των προβλεπόμενων μέτρων του Προϋπολογισμού 2026. Παρά ταύτα, τα επίπεδα αυτά συνεπάγονται τη συνέχιση της ανοδικής πορείας του λόγου ΧτΓΚ/ΑΕΠ στη Γαλλία κατά τα έτη 2025 και 2026, γεγονός που υποδηλώνει ότι η απαιτούμενη δημοσιονομική προσαρμογή θα πρέπει να είναι εντονότερη από αυτήν που προβλέπεται, ενώ η πολιτική βούληση για την υλοποίησή της εμφανίζεται περιορισμένη στην τρέχουσα συγκυρία.

(iii) Στη Γερμανία, το χρέος της Γενικής Κυβέρνησης (Πίνακας 2.1.) ανήλθε στο 63,5% του ΑΕΠ το 2024 και στο 64,4% του ΑΕΠ το 2025 και εκτιμάται ότι θα αυξηθεί στο 66,0% του ΑΕΠ το 2026 και στο 73,6% του ΑΕΠ το 2030. Η εξέλιξη αυτή αντανακλά την επιλογή εφαρμογής επεκτατικότερης δημοσιονομικής πολιτικής, με στόχο τη στήριξη της οικονομικής δραστηριότητας και την ενίσχυση της αμυντικής ικανότητας της χώρας. Όπως προκύπτει από τον Πίνακα 3.1., το έλλειμμα της Γενικής Κυβέρνησης αυξήθηκε από -1,9% του ΑΕΠ το 2022 σε -2,7% του ΑΕΠ το 2024 και εκτιμάται στο -3,1% του ΑΕΠ το 2025 και στο -4,0% του ΑΕΠ το 2026. Αντίστοιχα, το πρωτογενές έλλειμμα (ΠΕΓΚ) διαμορφώθηκε στο -1,6% του ΑΕΠ το 2024, έναντι -1,2% του ΑΕΠ το 2022, και εκτιμάται στο -1,9% του ΑΕΠ το 2025 και στο -2,8% του ΑΕΠ το 2026, παραμένοντας σε σχετικά υψηλά επίπεδα έως το 2030.

(iv) Στην Ισπανία, το χρέος της Γενικής Κυβέρνησης μειώθηκε στο 101,6% του ΑΕΠ το 2024 και στο 100,4% του ΑΕΠ το 2025 και εκτιμάται ότι θα περιοριστεί περαιτέρω στο 92,6% του ΑΕΠ το 2030, από 119,3% του ΑΕΠ το 2020 και 97,7% του ΑΕΠ το 2019. Το πρωτογενές ισοζύγιο διαμορφώθηκε σε έλλειμμα -0,8% του ΑΕΠ το 2024 και σε ισοσκελισμένη θέση το 2025, ενώ εκτιμάται ότι θα μετατραπεί σε πλεόνασμα 0,5% του ΑΕΠ το 2026, από έλλειμμα -8,0% του ΑΕΠ το 2020. Οι πληρωμές τόκων κυμαίνονται στο 2,4% του ΑΕΠ. Κατά συνέπεια, το έλλειμμα της Γενικής Κυβέρνησης ανήλθε στο -3,2% του ΑΕΠ το 2024 και στο -2,5% του ΑΕΠ το 2025 και εκτιμάται στο -2,1% του ΑΕΠ το 2026.

(v) Στην Πορτογαλία, το χρέος της Γενικής Κυβέρνησης μειώθηκε στο 94,9% του ΑΕΠ το 2024 και στο 90,9% του ΑΕΠ το 2025 και εκτιμάται ότι θα περιοριστεί περαιτέρω στο 77,4% του ΑΕΠ το 2030, από 134,1% του ΑΕΠ το 2020 και 116,1% του ΑΕΠ το 2019. Το πρωτογενές πλεόνασμα της Γενικής Κυβέρνησης ανήλθε στο 2,6% του ΑΕΠ το 2024 και στο 2,2% του ΑΕΠ το 2025 και εκτιμάται στο 2,0% του ΑΕΠ το 2026 και στο 1,8% του ΑΕΠ το 2027. Οι πληρωμές τόκων διαμορφώνονται στο 2,1%-2,2% του ΑΕΠ. Ως αποτέλεσμα, το συνολικό αποτέλεσμα της Γενικής Κυβέρνησης ήταν πλεονασματικό κατά 0,5% του ΑΕΠ το 2024, μηδενικό το 2025 και εκτιμάται ότι θα καταστεί ελλειμματικό στο -0,3% του ΑΕΠ το 2026.

Μετά το 2022, το δημόσιο χρέος των ανωτέρω χωρών επιβαρύνθηκε από τη σημαντική αύξηση των επιτοκίων και τη σταδιακή απόσυρση του QE. Ωστόσο, η μείωσή του ως ποσοστό του ΑΕΠ διευκολύνθηκε από την έντονη άνοδο του πληθωρισμού και του ονομαστικού ΑΕΠ. Ως εκ τούτου, κατά την περίοδο 2022-2025 καταγράφηκε σημαντική μείωση του λόγου ΧτΓΚ/ΑΕΠ. Παρά ταύτα, το 2024 και το 2025 τα επιτόκια παρέμειναν σε σχετικά υψηλά επίπεδα και η αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ επιβραδύνθηκε, γεγονός που οδήγησε σε επιβράδυνση του ρυθμού μείωσης του λόγου χρέους προς ΑΕΠ. Ο λόγος αυτός συνέχισε να μειώνεται στις περισσότερες χώρες, με εξαίρεση τη Γαλλία και την Ιταλία, όπου αυξήθηκε το 2024 και το 2025 και εκτιμάται ότι θα συνεχίσει να αυξάνεται την περίοδο 2026-2030, ενώ αντίστοιχη τάση αναμένεται και στη Γερμανία, αν και από χαμηλότερο αρχικό επίπεδο. Η μείωση του λόγου

ΧτΓΚ/ΑΕΠ την περίοδο 2022-2025 στην Ιταλία και σε άλλες χώρες της ΕΕ-20 συνδέεται επίσης με τη σημαντική ανοδική αναθεώρηση του ΑΕΠ. Αντίθετα, μόνο στην Ελλάδα ο λόγος ΧτΓΚ/ΑΕΠ μειώνεται σημαντικά, παρά τις διαδοχικές πτωτικές αναθεωρήσεις του ΑΕΠ από την ΕΛΣΤΑΤ και τη Eurostat.

### 3.2.4 Η δημοσιονομική πολιτική στο Ηνωμένο Βασίλειο την Κίνα και την Ιαπωνία

Η δημοσιονομική πολιτική του Ηνωμένου Βασιλείου χαρακτηρίζεται επίσης από έντονα επεκτατικό προσανατολισμό (αντίστοιχα με τη Γαλλία, αλλά σε μικρότερη ένταση σε σχέση με τις ΗΠΑ), με συνεχή ελλείμματα τόσο στο Ισοζύγιο της Γενικής Κυβέρνησης (ΙτΓΚ) όσο και στο Πρωτογενές Ισοζύγιο της Γενικής Κυβέρνησης (ΠΙτΓΚ). Ειδικότερα, το Πρωτογενές Έλλειμμα της Γενικής Κυβέρνησης (ΠΕΓΚ) του ΗΒ διαμορφώθηκε στο -3,0% του ΑΕΠ το 2024 και στο -1,9% του ΑΕΠ το 2025 και εκτιμάται ότι θα περιοριστεί περαιτέρω στο -1,1% του ΑΕΠ το 2026, έναντι ελλείμματος -4,9% του ΑΕΠ το 2021 και του ιδιαίτερα υψηλού -12,0% του ΑΕΠ το 2020. Παράλληλα, το συνολικό έλλειμμα της Γενικής Κυβέρνησης (ΕτΓΚ) στο ΗΒ ανήλθε στο -6,0% του ΑΕΠ το 2024 και στο -5,0% του ΑΕΠ το 2025 και εκτιμάται στο -4,2% του ΑΕΠ το 2026. Η αποκλιμάκωση των ανωτέρω ελλειμμάτων κατά τα έτη 2024 και 2025 αποδίδεται κυρίως στη διατήρηση φορολογικής κλίμακας μη προσαρμοσμένης στον πληθωρισμό, σε ένα περιβάλλον όπου ο πληθωρισμός παραμένει σε σχετικά υψηλά επίπεδα στο ΗΒ.

Επιπλέον, οι σημαντικές αυξήσεις του ονομαστικού ΑΕΠ (με μέσο ετήσιο ρυθμό μεταβολής 7,94% την περίοδο 2024/2020, σε συνδυασμό με τη σημαντική ανοδική αναθεώρησή του το 2024) συνέβαλαν στην αποτροπή εντονότερης αύξησης του λόγου χρέους προς ΑΕΠ. Ως εκ τούτου, το χρέος της Γενικής Κυβέρνησης διαμορφώθηκε στο 101,2% του ΑΕΠ το 2024 και στο 103,4% του ΑΕΠ το 2025 και εκτιμάται στο 104,8% του ΑΕΠ το 2026 και στο 105,4% του ΑΕΠ το 2030 (Πίνακας 1.2., Κεφάλαιο 1).

Στην Κίνα, η δυνατότητα της Κυβέρνησης για περαιτέρω υιοθέτηση δραστικών μέτρων δημοσιονομικής στήριξης της οικονομίας εξακολουθεί να εμφανίζεται ουσιαστικά περιορισμένη. Ειδικότερα, με βάση το IMF Fiscal Monitor (October 2025), το 2024 καταγράφηκε έλλειμμα της Γενικής Κυβέρνησης (ΕτΓΚ) ύψους -7,3% του ΑΕΠ, με πρωτογενές έλλειμμα (ΠΕΓΚ) -6,4% του ΑΕΠ. Περαιτέρω, εκτιμάται αύξηση του ΕτΓΚ στο -8,6% του ΑΕΠ το 2025, με το ΠΕΓΚ να διαμορφώνεται στο -7,3% του ΑΕΠ, ενώ προβλέπεται ότι το ΕτΓΚ θα παραμείνει άνω του -8,0% του ΑΕΠ και το ΠΕΓΚ άνω του -6,1% του ΑΕΠ κατά την περίοδο 2026-2030. Στο πλαίσιο αυτό, η κινεζική Κυβέρνηση αποδέχθηκε τη διεύρυνση των ανωτέρω ελλειμμάτων και προωθεί τη χρηματοδότησή τους μέσω έκδοσης αυξημένου όγκου μακροπρόθεσμων ομολόγων από την Κεντρική Κυβέρνηση, καθώς και μέσω διεύρυνσης της δυνατότητας των φορέων τοπικής αυτοδιοίκησης να εκδίδουν περισσότερα ομολογιακά δάνεια για την κάλυψη τοπικών χρηματοδοτικών κενών. Παράλληλα, προβλέπεται η κατεύθυνση πρόσθετων πόρων προς τους τοπικούς Φορείς Χρηματοδότησης, ιδίως για την ενίσχυση των ΜΜΕ και για την αύξηση των επενδύσεων σε υποδομές.

Συνολικά, η δημοσιονομική ώθηση που προκύπτει από τα ανωτέρω ελλείμματα, τόσο για την οικονομική δραστηριότητα όσο και για την αναγκαία ενίσχυση της Ιδιωτικής Κατανάλωσης (ΙΚ), η οποία εξακολουθεί να διαμορφώνεται στην Κίνα περίπου στο 40% του ΑΕΠ, εκτιμάται ότι θα είναι περιορισμένη. Ενδεικτικά, σύμφωνα με το ΔΝΤ, οι δαπάνες της Γενικής Κυβέρνησης της Κίνας εκτιμάται ότι θα ανέλθουν στο 33,7% του ΑΕΠ το 2030, από 32,9% του ΑΕΠ το 2024, ενώ τα έσοδα της Γενικής Κυβέρνησης δεν προβλέπεται να υπερβούν το 25,7% του ΑΕΠ το 2030, έναντι 25,6% του ΑΕΠ το 2024. Επιπλέον, σημαντικό μέρος των κρατικών δαπανών

κατευθύνεται σε δημόσιες επενδύσεις, οι οποίες είχαν αυξηθεί έντονα τα προηγούμενα έτη, ενώ το επίπεδο κοινωνικής προστασίας εξακολουθεί να παραμένει σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα.

Τέλος, στην Ιαπωνία, τα μεγάλης κλίμακας δημοσιονομικά πακέτα που εφαρμόστηκαν από τον Δεκέμβριο του 2019 έως και το 2021 είχαν ως αποτέλεσμα τη διεύρυνση του ελλείμματος της Γενικής Κυβέρνησης στο -9,1% του ΑΕΠ το 2020 και στο -6,2% του ΑΕΠ το 2021, από -3,0% του ΑΕΠ το 2019 και -2,5% του ΑΕΠ το 2018. Όπως και σε άλλες οικονομίες, το μεγαλύτερο μέρος του ελλείμματος χρηματοδοτήθηκε, και χρηματοδοτείται παραδοσιακά, από την Τράπεζα της Ιαπωνίας. Στη συνέχεια, το έλλειμμα της Γενικής Κυβέρνησης μειώθηκε στο -4,2% του ΑΕΠ το 2022, στο -2,3% του ΑΕΠ το 2023 και στο -1,5% του ΑΕΠ το 2024. Σύμφωνα με εκτιμήσεις του ΔΝΤ, αναμένεται περαιτέρω μείωση στο -1,3% του ΑΕΠ το 2025, πριν καταγραφεί εκ νέου αύξηση στο -2,0% του ΑΕΠ το 2026, λόγω της εκτιμώμενης ανόδου των δαπανών για τόκους της Γενικής Κυβέρνησης, σε συνθήκες σημαντικής αύξησης των μακροπρόθεσμων επιτοκίων (απόδοση 10ετούς ομολόγου: 1,86%) και εφαρμογής ενός πολύ μεγάλου δημοσιονομικού πακέτου με μέτρα για τον περιορισμό του πληθωρισμού και την ενίσχυση της οικονομικής μεγέθυνσης. Περαιτέρω, το έλλειμμα της Γενικής Κυβέρνησης εκτιμάται ότι θα διευρυνθεί στο -2,5% του ΑΕΠ το 2027 και στο -4,4% του ΑΕΠ το 2030.

Το χρέος της Γενικής Κυβέρνησης της Ιαπωνίας διαμορφώθηκε στο 236,1% του ΑΕΠ το 2024 και εκτιμάται στο 229,6% του ΑΕΠ το 2025 και στο 222,2% του ΑΕΠ το 2030. Υπενθυμίζεται ότι το 2020 είχε αυξηθεί στο 258,4% του ΑΕΠ, από 236,4% του ΑΕΠ το 2019, ενώ στη συνέχεια μειώθηκε στο 253,7% του ΑΕΠ το 2021, στο 248,2% του ΑΕΠ το 2022 και στο 240,5% του ΑΕΠ το 2023. Σημειώνεται ότι η απόδοση του 10ετούς κρατικού ομολόγου της Ιαπωνίας, η οποία καθορίζεται σε σημαντικό βαθμό από την πολιτική της Κεντρικής Τράπεζας της Ιαπωνίας, κυμαινόταν στο 1,08% τον Νοέμβριο του 2024 και στο 1,06% τον Δεκέμβριο του 2024 (3/1/2025: 1,094%), από 0,8% το 2023, 0,05% έως τα μέσα του 2022 και -0,05% το 2021, ενώ τον Νοέμβριο του 2025 διαμορφώθηκε στο 1,86%, όπως προαναφέρθηκε.

### 3.3 Νομισματική πολιτική (η FED και οι άλλες μεγάλες Κεντρικές Τράπεζες).

#### 3.3.1 Γενικά

Η νομισματική πολιτική των Κεντρικών Τραπεζών (ΚΤ) ήταν ήδη ουσιαστικά διευκολυντική έως τον Ιανουάριο του 2020. Στη συνέχεια, η νομισματική πολιτική που εφαρμόστηκε από τις διεθνώς συστημικές ΚΤ στις μεγάλες οικονομίες, με στόχο την αντιμετώπιση των αρνητικών οικονομικών επιπτώσεων της πανδημίας Covid-19, χαρακτηρίστηκε από πρωτοφανώς «ακραία διευκολυντική» κατεύθυνση. Η εφαρμογή της εκκίνησε τον Μάρτιο του 2020 και διατηρήθηκε και κατά το 2021, παρά την έντονη ανάκαμψη των οικονομιών από το Β' τρίμηνο του 2021 και παρά την απότομη άνοδο του πληθωρισμού από τον Απρίλιο του 2021. Ειδικότερα:

Μετά την εμφάνιση της πανδημίας Covid-19 τον Φεβρουάριο του 2020, ανετράπησαν οι έως τότε σχεδιασμοί για την εξέλιξη της νομισματικής πολιτικής της Federal Reserve (FED), της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ), της Τράπεζας της Αγγλίας (ΤτΑ) και της Τράπεζας της Ιαπωνίας. Υιοθετήθηκε μια νέα προσέγγιση στήριξης των οικονομιών με αξιοποίηση κάθε διαθέσιμου μέσου που διέθεταν, ή που υπό την πίεση της κρίσης διαπιστώθηκε ότι διέθεταν, οι ΚΤ, η οποία έγινε ευρύτερα αποδεκτή και επιθυμητή. Στο πλαίσιο αυτό, η ποσοτική χαλάρωση (QE) έλαβε πρακτικά απεριόριστα χαρακτηριστικά και επεκτάθηκε ακόμη και σε αγορές τίτλων χαμηλότερης πιστοληπτικής διαβάθμισης.

Ιδιαίτερα σημαντικό στοιχείο συνιστά το γεγονός ότι η υιοθέτηση των ανωτέρω μέτρων πραγματοποιήθηκε χωρίς ενδείξεις απώλειας αξιοπιστίας είτε του χρηματοοικονομικού συστήματος των χωρών είτε των ίδιων των Κεντρικών Τραπεζών και, ταυτόχρονα, χωρίς την εκδήλωση ουσιαστικών πληθωριστικών πιέσεων έως τα μέσα του 2021.

Ωστόσο, από τον Σεπτέμβριο του 2021 ο πληθωρισμός άρχισε να αυξάνεται επίμονα. Αρχικά, οι ΚΤ εκτίμησαν ότι η εξέλιξη αυτή οφειλόταν σε διαταραχές στην πλευρά της προσφοράς πολλών προϊόντων, πλην όμως ο κίνδυνος μετάδοσης στις πληθωριστικές προσδοκίες ενισχύθηκε απότομα.

Η πρώτη κρίσιμη πρόκληση, με την επιτάχυνση του πληθωρισμού κατά το Δ' τρίμηνο του 2021, αφορούσε το ενδεχόμενο μη αποτελεσματικής ή και επιζήμιας διαχείρισης της διαδικασίας άρσης (tapering) των μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής, και ειδικότερα του QE, το οποίο εξακολουθούσε να εφαρμόζεται έως και το Γ' τρίμηνο του 2021. Η έναρξη της διαδικασίας αυτής θα μπορούσε να αποδειχθεί πρόωρη ή υπέρμετρα έντονη, με αδικαιολόγητες αρνητικές επιπτώσεις στην οικονομική δραστηριότητα, ή αντιθέτως να αποδειχθεί καθυστερημένη ή ανεπαρκώς αποφασιστική, ενισχύοντας την άνοδο των πληθωριστικών προσδοκιών.

Στην πράξη, στις αρχές του 2022 οι Κεντρικές Τράπεζες είχαν περιορίσει σημαντικά το QE, χωρίς ωστόσο να έχουν ακόμη εκκινήσει τον κύκλο αυξήσεων των βασικών επιτοκίων, τα οποία εξακολουθούσαν να διαμορφώνονται σε εξαιρετικά χαμηλά, μηδενικά ή/και αρνητικά επίπεδα.

Εν συνεχεία, στα τέλη Φεβρουαρίου του 2022, μετά την εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία, την επακόλουθη ενεργειακή κρίση και την εκρηκτική άνοδο του πληθωρισμού, οι Κεντρικές Τράπεζες προχώρησαν ταχύτατα στην αναγκαία, δραστική προσαρμογή της νομισματικής τους πολιτικής, με στόχο την επαναφορά του πληθωρισμού στον στόχο του 2,0%.

Σημειώνεται ότι η αναγκαία προσαρμογή υλοποιήθηκε και, μάλιστα, η αυστηροποίηση υπερέβη κατά πολύ τα επίπεδα που θα θεωρούνταν «κανονικότητα». Τα επιτόκια είχαν αυξηθεί σε ιστορικά υψηλά επίπεδα έως τον Σεπτέμβριο του 2023, το ενεργητικό των Κεντρικών Τραπεζών είχε ήδη περιοριστεί ουσιαστικά και ο πληθωρισμός είχε αποκλιμακωθεί σε διαχειρίσιμα επίπεδα, χωρίς δυσανάλογη επιβάρυνση των οικονομιών, τουλάχιστον έως και το Γ' τρίμηνο του 2024.

Ακολούθως, από τον Σεπτέμβριο του 2024 εκκινήθηκε η διαδικασία μείωσης των επιτοκίων από τις Κεντρικές Τράπεζες. Στις αρχές του 2025, το βασικό ζήτημα αφορούσε τον τρόπο και τον ρυθμό μείωσης τόσο των βραχυπρόθεσμων όσο και των μακροπρόθεσμων επιτοκίων, ώστε να διατηρηθεί η εντυπωσιακή αναπτυξιακή πορεία των ΗΠΑ, να αποτραπεί η είσοδος των ευρωπαϊκών οικονομιών σε ύφεση και, ταυτόχρονα, να διασφαλισθεί η αναγκαία και διατηρήσιμη αποκλιμάκωση του πληθωρισμού, σύμφωνα με τους στόχους των ΚΤ. Η πολυπλοκότητα του ζητήματος ενισχύθηκε περαιτέρω μετά την εκλογή της νέας Κυβέρνησης των ΗΠΑ, η οποία από τον Φεβρουάριο του 2025 προχώρησε στην εφαρμογή ακραία αντισυμβατικών πολιτικών. Οι πολιτικές αυτές συνέβαλαν αναπόφευκτα στην ενίσχυση των πληθωριστικών προσδοκιών στις αρχές του 2025 και στην αύξηση του μέσου πληθωρισμού των ΗΠΑ στο 2,72% το 2025, από 2,2% που εκτιμάται ότι θα ήταν υπό ορθολογικές πολιτικές και δεδομένης της σημαντικής πτώσης των τιμών του πετρελαίου το 2025 κατά -15,9%.

Όπως έχει αναλυθεί εκτενώς στην παρούσα εργασία, οι ακραία αντισυμβατικές και αντιοικονομικές πολιτικές των ΗΠΑ περιλάμβαναν: (i) την εκ βάθρων ανατροπή του θεσμικού και οργανωτικού πλαισίου του διεθνούς εμπορίου, (ii) τον δραστικό περιορισμό των

μεταναστευτικών ροών προς τις ΗΠΑ, (iii) τη συνέχιση ή/και εντατικοποίηση της ακραία επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής, και (iv) την άσκηση έντονης πίεσης προς τη FED για περαιτέρω χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής, παρά τα υψηλά επίπεδα ρευστότητας που εξακολουθούσαν να επηρεάζουν τις οικονομικές εξελίξεις στις ΗΠΑ και διεθνώς, καθώς και παρά την εκρηκτική άνοδο των χρηματιστηριακών αποτιμήσεων στις ΗΠΑ και διεθνώς. Στο πλαίσιο αυτό, αναδείχθηκε και ένας πέμπτος (v) παράγοντας, ο οποίος, σε συνδυασμό με τους ανωτέρω, αύξησε σημαντικά τον κίνδυνο εκδήλωσης μεγάλης χρηματοοικονομικής κρίσης στις ΗΠΑ και παγκοσμίως τα επόμενα έτη: η εκρηκτική άνοδος των χρηματιστηριακών αξιών σε εξωπραγματικά επίπεδα, τόσο στις ΗΠΑ όσο και στην Ευρώπη και την Ιαπωνία. Η εξέλιξη αυτή αποδίδεται, σε μεγάλο βαθμό, στη συνδυασμένη επίδραση ακραία επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής και ολοένα πιο διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής. Παράλληλα, οι παράγοντες των αγορών υποστηρίζουν ότι οι αποτιμήσεις αντανακλούν τις εκτιμώμενες, σημαντικές αποδόσεις παραγωγικότητας που αναμένεται να προκύψουν από τις εφαρμογές της Τεχνητής Νοημοσύνης (Artificial Intelligence – AI) στις ΗΠΑ και στην παγκόσμια οικονομία. Επιπλέον, σύμφωνα με τους περισσότερους μεγάλους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς των ΗΠΑ, η εκρηκτική άνοδος των χρηματιστηριακών δεικτών προβλέπεται ότι θα συνεχιστεί και κατά το 2026<sup>9</sup>.

Η πολιτική της FED, υπό τις ανωτέρω συνθήκες, χαρακτηρίστηκε σε μεγάλο βαθμό ως υποδειγματική έως τον Οκτώβριο του 2025. Ωστόσο, η τρίτη μείωση των επιτοκίων παρέμβασης και η επανεκκίνηση του QE στις 10 Δεκεμβρίου 2025 ενίσχυσαν περαιτέρω την ήδη έντονα ανοδική πορεία των χρηματιστηριακών αγορών, ενώ οι αποδόσεις των 10ετών ομολόγων των ΗΠΑ παρέμειναν άνω του 4,15%. Ειδικότερα, η μείωση του επιτοκίου παρέμβασης της FED στο 3,5%-3,75% τον Δεκέμβριο του 2025, σε συνδυασμό με τη διακοπή της διαδικασίας μείωσης του ενεργητικού της από 1ης Δεκεμβρίου 2025, την προοπτική αύξησης του ελλείμματος της Γενικής Κυβέρνησης των ΗΠΑ (ΕτΓΚ) στο -7,8% το 2026 (από -7,5% το 2025) και τη νέα αύξηση του θεωρούμενου πλούτου των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων, περιορίζουν σημαντικά τις προοπτικές περαιτέρω αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού το 2026. Βάσει αυτών των δεδομένων, οι σχετικές εκτιμήσεις του ΙΝΣΕΤΕ για την ανάπτυξη, τον πληθωρισμό και τα επιτόκια στις ΗΠΑ και στην ΕΕ-20 αποτυπώνονται στους Πίνακες 1.6. και 1.7.

Πιο αναλυτικά, η εξέλιξη της νομισματικής πολιτικής της FED και των λοιπών ΚΤ κατά την περίοδο 2024 έως και το τέλος του 2025, καθώς και οι προοπτικές για το 2026, διαμορφώνονται ως ακολούθως:

Στα μέσα του 2024, η νομισματική πολιτική είχε ήδη καταστεί σημαντικά περιοριστική. Η σχετική προσαρμογή πραγματοποιήθηκε με σχετικά ήπιο τρόπο έως τότε, παρότι η οικονομική μεγέθυνση στην ΕΕ-20 και στο ΗΒ είχε επιβραδυνθεί σημαντικά. Αντιθέτως, η οικονομία των ΗΠΑ κατέγραψε υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης το 2023 και το 2024, ενώ ο πληθωρισμός, μετά τον Σεπτέμβριο του 2023, άρχισε να αποκλιμακώνεται σε διαχειρίσιμα επίπεδα τόσο στην Ευρώπη όσο και στις ΗΠΑ.

Οι εκτιμήσεις τον Δεκέμβριο του 2023 ήταν ότι οι μειώσεις επιτοκίων θα εκκινούσαν από τον Απρίλιο του 2024, υπό δύο κρίσιμες υποθέσεις: (1) ότι η πτωτική πορεία των τιμών του

---

<sup>9</sup> Αυτό, προφανώς, είναι αναγκαίο διότι για να συνεχιστεί το θαύμα των χρηματιστηριακών δεικτών των ΗΠΑ στην περίοδο 2023-2025 και το 2026 θα πρέπει τα επιπλέον κεφάλαια που θα προσφερθούν για να επενδυθούν στα χρηματιστήρια των ΗΠΑ το 2026 να είναι περισσότερα από αυτά που προσφέρθηκαν το 2025, τα οποία ήταν περισσότερα από αυτά που είχαν προσφερθεί το 2024. Χωρίς προβλέψεις για περαιτέρω άνοδο, αυτό δεν θα ήταν, προφανώς, δυνατό.

πετρελαίου, η οποία είχε ξεκινήσει τον Οκτώβριο του 2023, θα συνεχιζόταν, έστω και σταδιακά, παρά τις προσπάθειες της Σαουδικής Αραβίας και της Ρωσίας να διατηρήσουν τις τιμές σε υψηλά επίπεδα μέσω νέων περικοπών παραγωγής, και (2) ότι κατά το Α' εξάμηνο του 2024 η οικονομία των ΗΠΑ θα αντιμετώπιζε έντονη επιβράδυνση ή/και ύφεση σε κάποιο τρίμηνο, λόγω των υψηλών επιτοκίων. Οι υποθέσεις αυτές δεν επιβεβαιώθηκαν. Η οικονομία των ΗΠΑ κατέγραψε εντυπωσιακή μεγέθυνση στο εννεάμηνο του 2024 και, σε μεγάλο βαθμό λόγω της υψηλής ανάπτυξης στις ΗΠΑ, οι τιμές του πετρελαίου παρέμειναν σε σχετικά υψηλά επίπεδα έως τον Ιούνιο του 2024.

Ως εκ τούτου, η πρώτη μείωση επιτοκίων πραγματοποιήθηκε τον Ιούλιο του 2024 από την ΕΚΤ, ενώ η FED καθυστέρησε έως τον Σεπτέμβριο του 2024, οπότε προχώρησε σε μείωση του βασικού επιτοκίου κατά 0,5 ποσοστιαίες μονάδες. Παρά τα υψηλά επιτόκια, η ανάπτυξη της οικονομίας των ΗΠΑ το 2024 παρέμεινε ιδιαίτερα ισχυρή. Στο τέλος του 2024, τα επιτόκια παρέμβασης της FED είχαν μειωθεί συνολικά κατά 1,0 ποσοστιαία μονάδα, στο 4,25%-4,5% (από 5,25%-5,50% τον Σεπτέμβριο του 2023), ενώ το επιτόκιο κύριας χρηματοδότησης της ΕΚΤ είχε μειωθεί κατά 1,35 ποσοστιαίες μονάδες, στο 3,15% (από 4,5% τον Σεπτέμβριο του 2023).

Μετά τις εξελίξεις του 2024, η FED στη συνεδρίαση της FOMC της 18ης Δεκεμβρίου 2024 ανακοίνωσε ότι θα υιοθετούσε πιο προσεκτική στάση ως προς τις μειώσεις επιτοκίων εντός του 2025, ενώ τα μέλη της FOMC προέβλεψαν δύο μειώσεις επιτοκίων κατά 0,25 ποσοστιαίες μονάδες εντός του 2025, έναντι εκτιμήσεων της αγοράς για μειώσεις άνω της 1,0 ποσοστιαίας μονάδας. Η διαφοροποίηση αυτή συνέβαλε στην ανακοπή της εκρηκτικής ανόδου των χρηματιστηριακών δεικτών στις ΗΠΑ κατά το 2024, λειτουργώντας ως παράγοντας ενίσχυσης της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Στη συνέχεια, μετά την ανάληψη της εξουσίας από τη νέα Κυβέρνηση των ΗΠΑ, η εφαρμογή των ακραία αντισυμβατικών πολιτικών και η επακόλουθη αύξηση των πληθωριστικών προσδοκιών συνέβαλαν στην περαιτέρω καθυστέρηση της μείωσης των επιτοκίων παρέμβασης από τη FED, παρά το γεγονός ότι η ΕΚΤ συνέχισε απρόσκοπτα τη διαδικασία μειώσεων από τις αρχές του 2025.

Ειδικότερα, η πρώτη μείωση επιτοκίων από τη FED το 2025 πραγματοποιήθηκε στις 17 Σεπτεμβρίου 2025 κατά -0,25 ποσοστιαίες μονάδες, ακολουθούμενη από επιπλέον μειώσεις -0,25 ποσοστιαίες μονάδες στις 29 Οκτωβρίου 2025 και στις 10 Δεκεμβρίου 2025. Οι τελευταίες αυτές αποφάσεις, καθώς και η διακοπή της διαδικασίας μείωσης του ενεργητικού της FED, ελήφθησαν ενώ ο πληθωρισμός παρέμενε στο 3,0% τον Σεπτέμβριο και τον Οκτώβριο του 2025 και ενώ η δημοσιονομική πολιτική των ΗΠΑ παρέμενε ακραία επεκτατική. Οι αποφάσεις αυτές συνέβαλαν καθοριστικά στη νέα έντονη άνοδο των χρηματιστηριακών αγορών κατά το 2025, από τα ήδη υπερδιογκωμένα επίπεδα του Δεκεμβρίου του 2024, και οδήγησαν τη νομισματική πολιτική των ΗΠΑ στο Δ' τρίμηνο του 2025 σε σαφώς διευκολυντική στάση, σε συνθήκες ακραία επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής και εξωπραγματικά αυξητικών χρηματιστηριακών αποτιμήσεων.

Από την πλευρά της, η ΕΚΤ συνέχισε τη διαδικασία μείωσης των επιτοκίων παρέμβασης κατά -0,25 ποσοστιαίες μονάδες στις 5 Φεβρουαρίου 2025, στις 12 Μαρτίου 2025, στις 23 Απριλίου 2025 και στις 11 Ιουνίου 2025, με το επιτόκιο κύριας χρηματοδότησης να διαμορφώνεται στο 2,15% και το επιτόκιο καταθέσεων στο 2,0%. Τα επιτόκια αυτά διατηρήθηκαν έως τον Δεκέμβριο του 2025.

Η Τράπεζα της Αγγλίας μείωσε το επιτόκιο παρέμβασης στο 4,75% τον Δεκέμβριο του 2024, από 5,25% τον Αύγουστο του 2023, και συνέχισε με μειώσεις κατά -0,25 ποσοστιαίες μονάδες στις 6 Φεβρουαρίου 2025, στις 8 Μαΐου 2025, στις 7 Αυγούστου 2025 και στις 18 Δεκεμβρίου 2025, οπότε το επιτόκιο παρέμβασης διαμορφώθηκε στο 3,75%.

Αναφορικά με τις εκτιμήσεις για το 2026, οι προβλέψεις του ΙΝΣΕΤΕ για τις ΗΠΑ και την ΕΕ-20 παρουσιάζονται στους Πίνακες 1.6. και 1.7. αντίστοιχα. Η FED, υπό την υπόθεση ότι ο μέσος πληθωρισμός των ΗΠΑ το 2026 δεν θα υπερβεί το 2,5%, εκτιμάται ότι θα διατηρήσει αμετάβλητο το επιτόκιο παρέμβασης στο 3,5%-3,75% έως τις 12 Ιουνίου 2026, οπότε προβλέπεται μείωση στο 3,25%-3,5%, και εν συνεχεία, εφόσον ο πληθωρισμός υποχωρήσει σε επίπεδα κάτω του 2,6% τον Ιούλιο του 2026, προβλέπεται νέα μείωση στις 18 Σεπτεμβρίου 2026 στο 3,0%-3,25%. Με βάση τις ίδιες υποθέσεις, εφόσον ο μέσος πληθωρισμός υποχωρήσει κάτω του 2,5% το 2026 και συνεχιστεί η αποκλιμάκωση και κατά το Α' εξάμηνο του 2027, εκτιμάται ότι θα ακολουθήσουν δύο επιπλέον μειώσεις επιτοκίων εντός του 2027.

Η ΕΚΤ, υπό την υπόθεση ότι ο μέσος πληθωρισμός στην ΕΕ-20 το 2026 δεν θα υπερβεί το 1,9% (Α' τρίμηνο 2026: 2,0%), εκτιμάται ότι θα διατηρήσει αμετάβλητο το επιτόκιο παρέμβασης στο 2,15% έως τον Απρίλιο του 2026, οπότε προβλέπεται μείωση στο 1,90%. Στη συνέχεια, εφόσον ο πληθωρισμός με βάση τον ΔΤΚ διαμορφωθεί κάτω του 2,0% τον Οκτώβριο και τον Νοέμβριο του 2026, εκτιμάται μία επιπλέον μείωση στο 1,65% τον Δεκέμβριο του 2026.

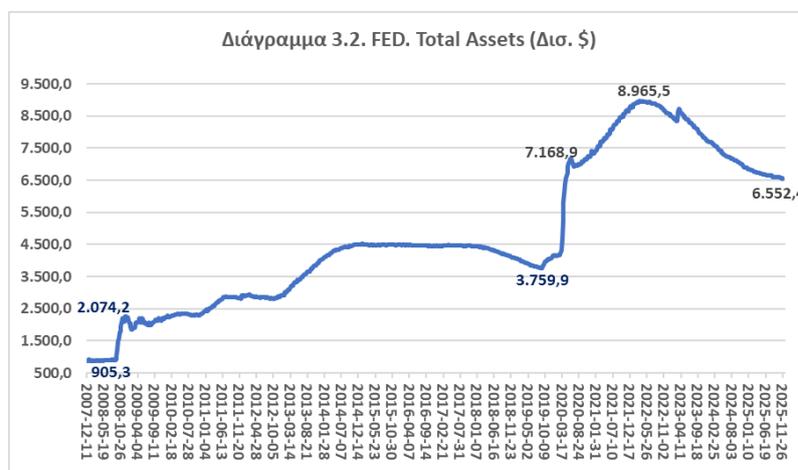
Η Τράπεζα της Αγγλίας, υπό την υπόθεση ότι ο μέσος πληθωρισμός του ΗΒ το Α' τρίμηνο του 2026 δεν θα υπερβεί το 3,3% (Α' τρίμηνο 2025: 3,54%) και ότι ο μέσος πληθωρισμός του 2026 δεν θα υπερβεί το 3,1% (2025: 3,41%), εκτιμάται ότι θα διατηρήσει αμετάβλητο το επιτόκιο παρέμβασης στο 4,0% έως τον Μάιο του 2026, οπότε προβλέπεται μείωση στο 3,75%. Στη συνέχεια, εφόσον ο πληθωρισμός με βάση τον ΔΤΚ διαμορφωθεί κάτω του 3,0% τον Οκτώβριο και τον Νοέμβριο του 2026, εκτιμάται μία ακόμη μείωση στο 3,5% τον Δεκέμβριο του 2026.

### 3.3.2 Η Ομοσπονδιακή Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ (FED)

Η εξέλιξη του ανώτατου επιτοκίου παρέμβασης της FED αποτυπώνεται στο Διάγραμμα 3.1. Μετά την εμφάνιση της πανδημίας του Covid-19, η FED προχώρησε σε τρεις διαδοχικές μειώσεις του επιτοκίου παρέμβασής της, από το εύρος 1,5%–1,75% στις αρχές Φεβρουαρίου 2020 στο εύρος 0,0%–0,25% στις 15 Μαρτίου 2020. Παράλληλα, η FED υιοθέτησε πρόγραμμα αγορών κρατικών ομολόγων, τίτλων με ενέχυρο στεγαστικά δάνεια (Mortgage Backed Securities – MBS) και επιχειρηματικών ομολόγων χωρίς ποσοτικό περιορισμό (unlimited Quantitative Easing), το οποίο εφαρμόστηκε έως το τέλος του 2020 και καθ' όλη τη διάρκεια του 2021.

Ως αποτέλεσμα των παρεμβάσεων αυτών, όπως παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 3.2., το ενεργητικό της FED αυξήθηκε ταχύτατα και ανήλθε ήδη στα 7,04 τρισεκ. δολάρια στις 20 Μαΐου 2020, από 4,16 τρισεκ. δολάρια στις 24 Φεβρουαρίου 2020. Στη συνέχεια, η ανοδική αυτή πορεία συνεχίστηκε, με μηνιαίες αγορές τίτλων ύψους 120 δισ. δολαρίων, με αποτέλεσμα το συνολικό ενεργητικό της FED να φθάσει τα 8,56 τρισεκ. δολάρια τον Οκτώβριο του 2021.

Από τον Νοέμβριο του 2021, η FED προχώρησε σε μείωση των μηνιαίων καθαρών αγορών κρατικών ομολόγων και MBS, μετά την αφαίρεση των τίτλων που έληγαν, περιορίζοντάς τες στα 15 δισ. δολάρια μηνιαίως, ενώ από τον Ιούλιο του 2022 διέκοψε πλήρως τις καθарές αγορές. Έως τον Ιούνιο του 2022, τα ομόλογα, τόσο κρατικά όσο και επιχειρηματικά, που βρίσκονταν στο χαρτοφυλάκιο της FED αναπληρώνονταν κανονικά κατά τη λήξη τους.



Ωστόσο, από τα τέλη Φεβρουαρίου του 2022, η εκδήλωση της ενεργειακής κρίσης και η απότομη επιτάχυνση του πληθωρισμού οδήγησαν σε ταχύτερη αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής, με αποτέλεσμα την επιτάχυνση των αυξήσεων του επιτοκίου παρέμβασης της FED. Παράλληλα, η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς (FOMC) αποφάσισε την έναρξη της διαδικασίας μείωσης του ενεργητικού της FED, αρχικά κατά 30 δισ. δολάρια μηνιαίως κατά το τρίμηνο Ιουνίου–Αυγούστου 2022 και στη συνέχεια κατά 60 δισ. δολάρια μηνιαίως από τον Σεπτέμβριο του 2022 και μετά.

Ως αποτέλεσμα των ανωτέρω αποφάσεων, η αξία του ενεργητικού της FED, η οποία είχε ανέλθει στο ιστορικά υψηλότερο επίπεδό της, στα 8,97 τρισεκ. δολάρια στις 13 Απριλίου 2022, μειώθηκε στα 8,59 τρισεκ. δολάρια στις 19 Απριλίου 2023, στα 7,96 τρισεκ. δολάρια στις 4 Οκτωβρίου 2023, στα 6,85 τρισεκ. δολάρια την 1η Ιανουαρίου 2025, στα 6,60 τρισεκ. δολάρια στις 27 Αυγούστου 2025 και στα 6,55 τρισεκ. δολάρια στις 26 Νοεμβρίου 2025. Συνολικά, το ενεργητικό της FED μειώθηκε κατά την τελευταία περίοδο των 44 μηνών κατά 2,41 τρισεκ. δολάρια. Ωστόσο, η μείωση κατά τη διάρκεια των έντεκα μηνών του 2025 περιορίστηκε στα 333,5 δισ. δολάρια, έναντι μείωσης κατά 826,8 δισ. δολάρια το 2024 και κατά 838,3 δισ. δολάρια το 2023. Ειδικότερα, τον Δεκέμβριο του 2024 το ενεργητικό της FED μειώθηκε κατά 50 δισ. δολάρια, ενώ στις 7 Ιανουαρίου 2026 ήταν ήδη αυξημένο κατά 37,8 δισ. δολάρια σε σύγκριση με τις 3 Δεκεμβρίου 2025. Επιπλέον, για το 2026 εκτιμάται ότι θα σημειωθεί αύξηση του ενεργητικού της FED, εκτός εάν καταγραφεί σημαντική επιτάχυνση του πληθωρισμού, η

οποία θα υποχρεώσει τη FED να επανέλθει σε πολιτική αντίστροφης ποσοτικής χαλάρωσης (reverse QE), δηλαδή σε εκ νέου διαδικασία μείωσης του ενεργητικού της.

Σημειώνεται ότι ήδη από τα τέλη του 2024 η FED είχε επιτύχει αυτό που μπορεί να χαρακτηριστεί ως πλήρες «ήπιο προσγείωμα» (soft landing) της οικονομίας των Ηνωμένων Πολιτειών, δεδομένου ότι κατόρθωσε να μειώσει τον πληθωρισμό, με βάση τον Δείκτη Τιμών Καταναλωτή, στο 2,74% κατά το τέταρτο τρίμηνο του 2024, επίπεδο συμβατό με τον στόχο της του 2,0%, χωρίς το ποσοστό ανεργίας να υπερβεί το 4,1% (από 3,8% τον Σεπτέμβριο του 2023) και με την οικονομία των ΗΠΑ να καταγράφει αύξηση του ΑΕΠ κατά 2,79% το 2024, μετά την αύξησή του κατά 2,93% το 2023.

Επιπλέον, κατά το 2025 η FED, υπό την επίδραση της σημαντικής ανόδου των πληθωριστικών προσδοκιών κατά το πρώτο εξάμηνο του έτους, η οποία συνδέθηκε με την αντισυμβατική και αντιοικονομική πολιτική της νέας Κυβέρνησης των Ηνωμένων Πολιτειών, καθυστέρησε τη λήψη απόφασης για περαιτέρω μείωση των επιτοκίων παρέμβασής της από το εύρος 4,25%–4,50%, στο οποίο είχαν διαμορφωθεί μετά τη μείωσή τους στις 18 Δεκεμβρίου 2024. Η στάση αυτή υιοθετήθηκε παρά το γεγονός ότι η διαδικασία μείωσης των επιτοκίων παρέμβασης από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα συνεχίστηκε απρόσκοπτα και κατά το πρώτο εξάμηνο του 2025, όπως αναλύεται στη συνέχεια.

Τελικώς, η πρώτη μείωση των επιτοκίων της FED κατά το 2025 πραγματοποιήθηκε στις 17 Σεπτεμβρίου 2025, κατά -0,25 ποσοστιαίες μονάδες. Η απόφαση αυτή ελήφθη αφενός λόγω της σαφώς καλύτερης του αναμενομένου εξέλιξης του πληθωρισμού στις Ηνωμένες Πολιτείες έως τον Ιούλιο του 2025 (2,7%) και τον Αύγουστο του 2025 (2,92%) και αφετέρου λόγω της αισθητής εξασθένησης της αγοράς εργασίας, με τη μέση μηνιαία αύξηση της απασχόλησης στον μη αγροτικό τομέα κατά το τετράμηνο Μαΐου–Αυγούστου 2025 να περιορίζεται στις 19 χιλ. θέσεις εργασίας. Επιπλέον, με βάση τα στοιχεία του Αυγούστου 2025, αποφασίστηκε και δεύτερη μείωση των επιτοκίων της FED κατά -0,25 ποσοστιαίες μονάδες, στο εύρος 3,75%–4,0%, στις 29 Οκτωβρίου 2025.

Στη συνέχεια, ο πληθωρισμός κατέγραψε επικίνδυνη άνοδο τον Σεπτέμβριο του 2025, διαμορφούμενος στο 3,01%, ενώ την ίδια περίοδο σημειώθηκε και σημαντική αύξηση της απασχόλησης κατά 119 χιλ. άτομα, επίδοση αισθητά υψηλότερη των προσδοκιών. Παράλληλα, από την 1η Οκτωβρίου έως τις 12 Νοεμβρίου 2025, η Ομοσπονδιακή Κυβέρνηση των Ηνωμένων Πολιτειών ανέστειλε σημαντικό μέρος των λειτουργιών της, καθώς το Κογκρέσο δεν κατόρθωσε να συμφωνήσει και να εγκρίνει τη σχετική νομοθεσία για τις πιστώσεις του προϋπολογισμού του 2026. Η εξέλιξη αυτή είχε ως συνέπεια, μεταξύ άλλων, τη μη δημοσίευση στοιχείων για τον πληθωρισμό του Οκτωβρίου 2025 και για το ΑΕΠ του τρίτου τριμήνου του 2025, καθώς και άλλων κρίσιμων μακροοικονομικών στοιχείων για τον ίδιο μήνα.

Κατά συνέπεια, διαμορφώθηκε αυξημένη αβεβαιότητα ως προς την απόφαση της FOMC για τα επιτόκια της FED στη συνεδρίαση της 10ης Δεκεμβρίου 2025. Στο περιβάλλον αυτό, μετά τη δημοσίευση των στοιχείων για τη σημαντική αύξηση της απασχόλησης και τον υψηλό πληθωρισμό του Σεπτεμβρίου 2025, οι αγορές θεώρησαν ότι η FED δεν θα προχωρούσε σε περαιτέρω μείωση των επιτοκίων τον Δεκέμβριο του 2025. Οι προσδοκίες αυτές, σε συνδυασμό με τη στοχευμένη φημολογία σχετικά με τα οικονομικά αποτελέσματα της εταιρείας Nvidia για το τρίτο τρίμηνο του 2025, συνέβαλαν στην καταγραφή αισθητής διόρθωσης των χρηματιστηριακών δεικτών κατά το δωδεκάημερο 13–24 Νοεμβρίου 2025, με τον δείκτη S&P 500 να υποχωρεί κατά -2,7% από τα εξαιρετικά υψηλά επίπεδα που είχαν επιτευχθεί μετά τη μείωση των επιτοκίων της FED στις 29 Οκτωβρίου 2025. Ωστόσο, τα τελικά οικονομικά αποτελέσματα της Nvidia για το τρίτο τρίμηνο του 2025 αποδείχθηκαν καλύτερα των αρχικών

εκτιμήσεων, ενώ παράλληλα διάφορα μέλη της FOMC υποστήριξαν δημόσια ότι θεωρούν αναγκαία μια πρόσθετη μείωση των επιτοκίων της FED. Υπό το βάρος των εξελίξεων αυτών, οι χρηματιστηριακοί δείκτες επανήλθαν στις 4 Δεκεμβρίου 2025 στα ανώτατα επίπεδα που είχαν καταγραφεί στα τέλη Οκτωβρίου 2025.

Τελικώς, η πολυαναμενόμενη από τις αγορές, αλλά και από την Κυβέρνηση των Ηνωμένων Πολιτειών, μείωση των επιτοκίων της FED στις 10 Δεκεμβρίου 2025 υλοποιήθηκε. Τα επιτόκια παρέμβασης της FED μειώθηκαν στο εύρος 3,5%–3,75%, ενώ παράλληλα ανακοινώθηκε και η επανέναρξη της ποσοτικής χαλάρωσης (QE), γεγονός που αποτέλεσε πρόσθετο παράγοντα στήριξης των αγορών.

Σημειώνεται ότι οι δύο τελευταίες μειώσεις των επιτοκίων, τον Οκτώβριο και τον Δεκέμβριο του 2025, καθώς και η επανεκκίνηση του QE, πραγματοποιήθηκαν παρά το γεγονός ότι ο πληθωρισμός παρέμενε σε σχετικά υψηλά επίπεδα, περί το 3,0% κατά τον Σεπτέμβριο και τον Οκτώβριο του 2025, και παρά το ότι η δημοσιονομική πολιτική των Ηνωμένων Πολιτειών εξακολουθούσε να είναι άκρως επεκτατική και πληθωριστική. Οι αποφάσεις αυτές συνέβαλαν αναπόφευκτα και σε σημαντικό βαθμό στη νέα εκρηκτική άνοδο των χρηματιστηριακών αγορών το 2025, από ήδη υπερδιογκωμένα επίπεδα που είχαν διαμορφωθεί τον Δεκέμβριο του 2024. Με τις αποφάσεις αυτές της FED κατά το τέταρτο τρίμηνο του 2025, η νομισματική πολιτική των Ηνωμένων Πολιτειών κατέστη επίσης σαφώς διευκολυντική της άκρως επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής και της εξαιρετικά έντονης ανοδικής πορείας των χρηματιστηριακών δεικτών.

Μετά τις ανωτέρω εξελίξεις, η αβεβαιότητα ως προς την πορεία της οικονομίας των Ηνωμένων Πολιτειών, αλλά και της παγκόσμιας οικονομίας, κατά το 2026 καθίσταται ακόμη μεγαλύτερη σε σύγκριση με την αβεβαιότητα που επικρατούσε τον Δεκέμβριο του 2024 ενόψει της ανάληψης της εξουσίας από τη νέα Κυβέρνηση των ΗΠΑ. Κατ' αρχάς, έως τον Μάιο του 2026 προβλέπεται η αντικατάσταση ενός μέλους της FOMC (τον Φεβρουάριο του 2026), καθώς και του Προέδρου της FED, Jerome Powell, τον Μάιο του 2026. Ως εκ τούτου, η νομισματική πολιτική των Ηνωμένων Πολιτειών ενδέχεται να καταστεί ακόμη πιο επεκτατική και πληθωριστική σε σχέση με το ήδη ισχύον πλαίσιο, εκτός εάν μια νέα άνοδος του πληθωρισμού υποχρεώσει τη FED σε αναστροφή της στάσης της.

Παράλληλα, το μέλλον του δασμολογικού πλαισίου των Ηνωμένων Πολιτειών ενδέχεται να τεθεί υπό αμφισβήτηση από το Ανώτατο Δικαστήριο των ΗΠΑ, το οποίο φαίνεται να εξετάζει το ενδεχόμενο ότι ο Πρόεδρος των ΗΠΑ υπερέβη τις αρμοδιότητές του, κάνοντας χρήση νομοθεσίας περί έκτακτων εξουσιών για την επιβολή δασμών σε παγκόσμια κλίμακα. Σε περίπτωση που το υφιστάμενο πλαίσιο επιβολής των δασμών κριθεί παράνομο, η εξέλιξη αυτή θα μπορούσε να λειτουργήσει ως αφορμή για την αναγκαία εκλογίκευση του δασμολογικού καθεστώτος που εφαρμόστηκε στις Ηνωμένες Πολιτείες το 2025, με δυνητικά θετικές επιπτώσεις για τον πληθωρισμό και την οικονομική δραστηριότητα. Ωστόσο, ακόμη και σε ένα τέτοιο σενάριο, η ενδεχόμενη θετική επίδραση από την εκλογίκευση των δασμών εκτιμάται ότι θα είναι περιορισμένη σε σύγκριση με τη σημαντική πληθωριστική επίπτωση που απορρέει από τη δημοσιονομική πολιτική και, ενδεχομένως, και από τη νομισματική πολιτική των Ηνωμένων Πολιτειών.

Με βάση τα ανωτέρω, οι εκτιμήσεις του ΙΝΣΕΤΕ για την εξέλιξη των επιτοκίων της FED, των μακροπρόθεσμων επιτοκίων, του ΑΕΠ και του πληθωρισμού των Ηνωμένων Πολιτειών για τα έτη 2025, 2026 και 2027 παρουσιάζονται στον Πίνακα 1.6. και έχουν αναλυθεί εκτενώς στο Κεφάλαιο 1

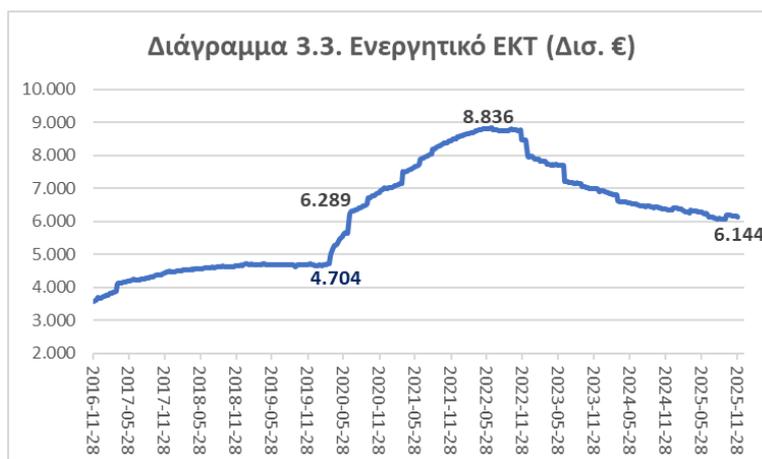
### 3.3.3 Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ)

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), με στόχο την ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας στη Ζώνη του Ευρώ (ΕΕ-20), διατηρούσε το βασικό επιτόκιο παρέμβασής της στο 0% ήδη πριν από την εκδήλωση της κρίσης του Covid-19, ενώ από τον Σεπτέμβριο του 2019 το επιτόκιο καταθέσεων των τραπεζών στην ΕΚΤ είχε μειωθεί περαιτέρω στο -0,5%, από -0,4%. Παράλληλα, στο πλαίσιο της πολιτικής ποσοτικής ενίσχυσης της ρευστότητας στις οικονομίες της Ζώνης του Ευρώ, η ΕΚΤ προέβαινε σε αγορές ομολόγων, κυρίως κρατικών αλλά και επιχειρηματικών τίτλων με διαβάθμιση επενδυτικής βαθμίδας (investment grade), μέσω του Προγράμματος Αγοράς Περιουσιακών Στοιχείων (Asset Purchase Programme – APP). Ειδικότερα, οι αγορές ανέρχονταν σε 80 δισ. ευρώ μηνιαίως έως τον Απρίλιο του 2017, σε 60 δισ. ευρώ μηνιαίως από τον Απρίλιο του 2017 έως τον Δεκέμβριο του 2017, σε 40 δισ. ευρώ μηνιαίως έως τον Δεκέμβριο του 2018, σε μηδενικό επίπεδο από τον Ιανουάριο έως τον Σεπτέμβριο του 2019 και σε 20 δισ. ευρώ μηνιαίως έως τον Μάρτιο του 2020.

Ωστόσο, μετά την εμφάνιση του Covid-19 και την ταχεία εξάπλωσή του, η νομισματική πολιτική της ΕΚΤ, όπως και των λοιπών Κεντρικών Τραπεζών, κατέστη εξαιρετικά διευκολυντική. Τον Μάρτιο του 2020 η ΕΚΤ προχώρησε στην εισαγωγή νέας δέσμης πρόσθετων πράξεων μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (Pandemic Emergency Long Term Refinancing Operations – PELTROs), με στόχο την παροχή επιπρόσθετης, ιδιαίτερα χαμηλότοκης χρηματοδότησης των τραπεζών σε μακροπρόθεσμη βάση. Παράλληλα, αποφασίστηκε η ουσιαστική χαλάρωση των όρων και η μείωση του κόστους των ήδη υφιστάμενων στοχευμένων πράξεων μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (Targeted LTROs – TLTROs). Μέσω των παρεμβάσεων αυτών, διατηρήθηκε σε ιδιαίτερα ικανοποιητικά επίπεδα η ρευστότητα των ευρωπαϊκών τραπεζών καθ' όλη τη διάρκεια της κρίσης του Covid-19, κατά τα έτη 2020 και 2021.

Από τον Μάρτιο του 2020 έως και τον Μάρτιο του 2022 εφαρμόστηκε, επιπλέον, το Πρόγραμμα Έκτακτης Αγοράς Στοιχείων Ενεργητικού λόγω Πανδημίας (Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP), το οποίο αρχικά ανήλθε σε 750 δισ. ευρώ έως το τέλος του 2020 και στη συνέχεια επεκτάθηκε συνολικά στα 1,85 τρισεκ. ευρώ. Στο πλαίσιο του PEPP κατέστησαν επιλέξιμα προς αγορά και τα ελληνικά κρατικά ομόλογα, παρά το γεγονός ότι η πιστοληπτική τους διαβάθμιση δεν είχε ακόμη αναβαθμιστεί σε επενδυτική βαθμίδα. Παράλληλα, συνεχίστηκε η εφαρμογή του APP, με αγορές ομολόγων ύψους 20 δισ. ευρώ μηνιαίως.

Οι παρεμβάσεις αυτές οδήγησαν σε απότομη καθαρή αύξηση του ενεργητικού της ΕΚΤ, το οποίο, όπως απεικονίζεται στο Διάγραμμα 3.3., ανήλθε στα 6,29 τρισεκ. ευρώ στις 3 Ιουλίου 2020, στα 8,37 τρισεκ. ευρώ στις 20 Οκτωβρίου 2021 και στα 8,84 τρισεκ. ευρώ στις 24 Ιουνίου 2022, επίπεδο που αποτέλεσε το ιστορικά υψηλότερο σημείο, έναντι 4,7 τρισεκ. ευρώ στις 13 Μαρτίου 2020. Κατά τα έτη 2020 και 2021, το πρόγραμμα PEPP της ΕΚΤ αποτέλεσε τον βασικό μηχανισμό διασφάλισης της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος και των δημοσίων οικονομικών των χωρών της Ζώνης του Ευρώ, συμβάλλοντας ταυτόχρονα και στην έγκαιρη ανάκαμψη των οικονομιών της ΕΕ-20 και, ευρύτερα, της ΕΕ-27.



Τον Δεκέμβριο του 2021, η ΕΚΤ αποφάσισε τη λήξη του Προγράμματος Έκτακτης Αγοράς Στοιχείων Ενεργητικού λόγω Πανδημίας (PEPP) τον Μάρτιο του 2022, ενώ παράλληλα οι αγορές τίτλων μέσω του Προγράμματος Αγοράς Περιουσιακών Στοιχείων (APP) αυξήθηκαν στα 40 δισ. ευρώ τον Απρίλιο του 2022, στα 30 δισ. ευρώ τον Μάιο του 2022 και στα 20 δισ. ευρώ τον Ιούνιο του 2022. Από τον Ιούλιο του 2022 οι καθαρές αγορές ομολόγων από την ΕΚΤ διακόπηκαν πλήρως, ενώ άρχισε σταδιακά και η διαδικασία μείωσης του ενεργητικού της, η οποία κατέστη περισσότερο συστηματική από τον Οκτώβριο του 2022 και μετά, όπως αποτυπώνεται στο Διάγραμμα 3.3.

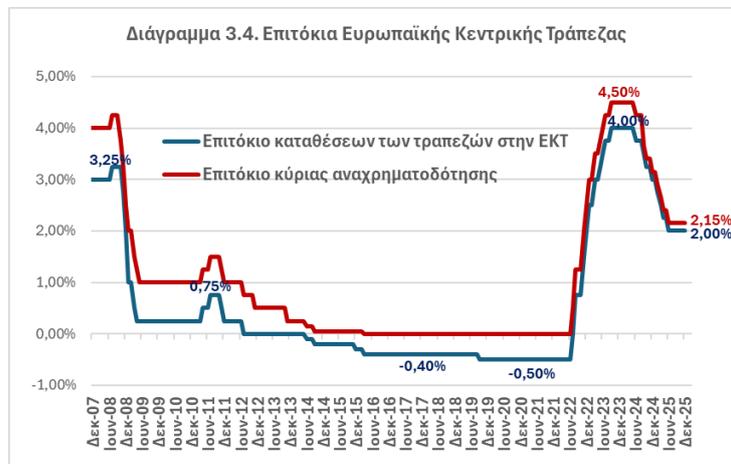
Στο πλαίσιο αυτό, στις 22 Σεπτεμβρίου 2023 το συνολικό ενεργητικό της ΕΚΤ είχε μειωθεί στα 7,14 τρισεκ. ευρώ, καταγράφοντας μείωση κατά 1.694 δισ. ευρώ σε σχέση με το ανώτατο επίπεδο της 22ας Ιουνίου 2022, το οποίο ανερχόταν στα 8,83 τρισεκ. ευρώ. Σε συνδυασμό με τη σημαντική αύξηση των επιτοκίων, η εξέλιξη αυτή συνιστούσε αναμφισβήτητα έναν ουσιώδη περιορισμό των ρευστών διαθεσίμων στις οικονομίες της ΕΕ-20. Η διαδικασία μείωσης του ενεργητικού της ΕΚΤ συνεχίστηκε και μεταγενέστερα, με το συνολικό ενεργητικό να διαμορφώνεται στα 6,36 τρισεκ. ευρώ στις 27 Δεκεμβρίου 2024 και στα 6,07 τρισεκ. ευρώ στις 26 Σεπτεμβρίου 2025, καταγράφοντας συνολική μείωση κατά 2,77 τρισεκ. ευρώ σε σύγκριση με το ανώτατο επίπεδο της 22ας Ιουνίου 2022 (8,83 τρισεκ. ευρώ). Από τον Οκτώβριο του 2025 παρατηρήθηκε μικρή αύξηση του ενεργητικού της ΕΚΤ, μέσω καθαρών αγορών κρατικών ομολόγων, με αποτέλεσμα αυτό να διαμορφωθεί στα 6,14 τρισεκ. ευρώ στις 28 Νοεμβρίου 2025, παραμένοντας ωστόσο μειωμένο κατά 2,69 τρισεκ. ευρώ σε σχέση με τις 22 Ιουνίου 2022.

Αναφορικά με τα επιτόκια παρέμβασης, η ΕΚΤ προχώρησε σε εννέα (9) διαδοχικές αυξήσεις του βασικού επιτοκίου κύριας αναχρηματοδότησης, με αφετηρία την 27η Ιουλίου 2022, οπότε το επιτόκιο κύριας αναχρηματοδότησης των τραπεζών αυξήθηκε στο 0,5% από 0,0% και το επιτόκιο καταθέσεων των τραπεζών στην ΕΚΤ στο 0,0% από -0,5%. Ο κύκλος αυτός ολοκληρώθηκε στις 20 Σεπτεμβρίου 2023, με το βασικό επιτόκιο κύριας αναχρηματοδότησης να διαμορφώνεται στο 4,5% και το επιτόκιο καταθέσεων στο 4,0%. Στη συνέχεια, τα επιτόκια της ΕΚΤ παρέμειναν αμετάβλητα στα ιδιαίτερα υψηλά αυτά επίπεδα, ήτοι 4,5% και 4,0%, κατά το τέταρτο τρίμηνο του 2023 και έως τις 12 Ιουνίου 2024.

Ο κύκλος μείωσης των επιτοκίων από την ΕΚΤ ξεκίνησε στις 12 Ιουνίου 2024, όταν το επιτόκιο κύριας αναχρηματοδότησης των τραπεζών μειώθηκε στο 4,25% από 4,5% και το επιτόκιο καταθέσεων στο 3,75% από 4,0%. Ακολούθως, στις 18 Σεπτεμβρίου 2024, το βασικό επιτόκιο κύριας αναχρηματοδότησης (BEKA) μειώθηκε στο 3,65% από 4,25%, δηλαδή κατά 0,75 ποσοστιαίες μονάδες, ενώ το επιτόκιο καταθέσεων μειώθηκε στο 3,5% από 3,75%. Στις 23 Οκτωβρίου 2024, το BEKA μειώθηκε περαιτέρω στο 3,40% από 3,65% και το επιτόκιο

καταθέσεων στο 3,25% από 3,5%. Τέλος, στις 12 Δεκεμβρίου 2024, το ΒΕΚΑ διαμορφώθηκε στο 3,15% από 3,40%, ενώ το επιτόκιο καταθέσεων μειώθηκε στο 3,0% από 3,25%.

Πηγή: FRED



Περαιτέρω, η ΕΚΤ συνέχισε την πορεία χαλάρωσης της νομισματικής της πολιτικής και από τις αρχές του 2025. Συγκεκριμένα, στις 5 Φεβρουαρίου 2025 προχώρησε σε μείωση του βασικού επιτοκίου κύριας αναχρηματοδότησης (ΒΕΚΑ) στο 2,9%, από 3,15%, καθώς και του επιτοκίου καταθέσεων στο 2,75%, από 3,0%. Ακολούθως, στις 12 Μαρτίου 2025 τα αντίστοιχα επιτόκια μειώθηκαν περαιτέρω στο 2,65% και στο 2,5%, ενώ στις 23 Απριλίου 2025 διαμορφώθηκαν στο 2,40% και στο 2,25% αντίστοιχα. Η τελευταία μείωση πραγματοποιήθηκε στις 11 Ιουνίου 2025, με το ΒΕΚΑ να μειώνεται στο 2,15% και το επιτόκιο καταθέσεων στο 2,0%. Τα επίπεδα αυτά διατηρήθηκαν αμετάβλητα έως το τέλος του 2025 και δεν ακολούθησε περαιτέρω μείωση ούτε τον Δεκέμβριο 2025, σε ένα περιβάλλον όπου ο πληθωρισμός στη Ζώνη του Ευρώ διαμορφώθηκε στο 2,14% τον Νοέμβριο 2025 και στο 1,95% τον Δεκέμβριο 2025, ενώ η οικονομική δραστηριότητα στην ΕΕ-20 κατέγραψε καλύτερη του αναμενομένου επίδοση, με αύξηση του ΑΕΠ κατά 1,31% στο τρίτο τρίμηνο του 2025 και κατά 1,35% στο εννεάμηνο του 2025.

Αναφορικά με τα αποτελέσματα της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ κατά την τελευταία τετραετία, αυτά μπορούν συνολικά να χαρακτηριστούν ως απολύτως ικανοποιητικά, στο πλαίσιο επίτευξης ενός «ήπιου προσγειώματος» (soft landing) για την οικονομία της ΕΕ-20. Η εξέλιξη αυτή συνοδεύτηκε, ωστόσο, από το γεγονός ότι η εντυπωσιακή αποκλιμάκωση του πληθωρισμού, ο οποίος υποχώρησε στο 2,14% τον Νοέμβριο 2025, συνέπεσε με σημαντική επιβράδυνση της οικονομικής μεγέθυνσης στην ΕΕ-20, με τον ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ να περιορίζεται στο 0,45% το 2023, στο 0,89% το 2024 και στο 1,35% στο εννεάμηνο του 2025, από 3,64% το 2022. Ωστόσο, η υποχώρηση της οικονομικής δραστηριότητας σε σημαντικές χώρες της ΕΕ-20, όπως η Γερμανία, η Αυστρία, η Ιρλανδία και ορισμένες ακόμη μικρότερες οικονομίες, οι οποίες άσκησαν καθοδική επίδραση στον συνολικό ρυθμό μεγέθυνσης της ΕΕ-20, αποδίδεται πρωτίστως στην εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία, στο εμπόργκο που επιβλήθηκε στη Ρωσία και στη συνεπαγόμενη ενεργειακή κρίση, η οποία επιβάρυνε δυσανάλογα την ΕΕ-20 και γενικότερα την ΕΕ-27 σε σύγκριση με άλλες μεγάλες οικονομίες διεθνώς. Κατά συνέπεια, η νομισματική πολιτική της ΕΚΤ είχε περιορισμένη ευθύνη για την επιβράδυνση της ανάπτυξης στην ΕΕ-20 κατά την περίοδο 2023–2025.

Με δεδομένη, ωστόσο, τη σημαντική υποχώρηση της οικονομικής δραστηριότητας στη Γερμανία και σε άλλες χώρες της ΕΕ-20, η οποία συνεχίστηκε και το 2025, τα επιτόκια της ΕΚΤ

στο επίπεδο του 2,15% τον Δεκέμβριο 2025 εκτιμάται ότι βρίσκονται κοντά στο επίπεδο που υπαγορεύεται από τα θεμελιώδη μεγέθη της οικονομίας της ΕΕ-20.

Υπό τα ανωτέρω δεδομένα, το ΙΝΣΕΤΕ εκτιμά ότι εντός του 2026 θα πραγματοποιηθούν δύο επιπλέον μειώσεις των επιτοκίων της ΕΚΤ, με την πρώτη να τοποθετείται χρονικά τον Απρίλιο 2026, υπό την προϋπόθεση επαλήθευσης των εκτιμήσεων για τον πληθωρισμό που παρουσιάζονται στον Πίνακα 1.1., και τη δεύτερη τον Δεκέμβριο 2026, και πάλι βάσει των εκτιμήσεων για τον πληθωρισμό και την πορεία της οικονομικής δραστηριότητας στην ΕΕ-20. Ειδικότερα, οι εκτιμήσεις του ΙΝΣΕΤΕ για την εξέλιξη των επιτοκίων της ΕΚΤ και των μακροπρόθεσμων επιτοκίων, καθώς και για το ΑΕΠ και τον πληθωρισμό της ΕΕ-20 κατά την περίοδο 2025–2027, παρουσιάζονται στον Πίνακα 1.7. και αναλύονται διεξοδικά στο Κεφάλαιο 1.

### 3.3.4 Η Τράπεζα της Αγγλίας (ΤτΑ)

Η άμεση χρηματοδότηση των διογκούμενων ελλειμμάτων της Γενικής Κυβέρνησης (ΓΚ) του Ηνωμένου Βασιλείου από την Τράπεζα της Αγγλίας (ΤτΑ) έλαβε πρωτοφανείς διαστάσεις κατά την περίοδο 2020–2021. Ειδικότερα, στις 19 Μαρτίου 2020 η ΤτΑ προχώρησε σε μείωση του βασικού επιτοκίου παρέμβασής της στο 0,1%. Παράλληλα, την ίδια ημερομηνία ανακοίνωσε την αύξηση του προγράμματος αγορών κρατικών και επιχειρηματικών ομολόγων στα 645 δισ. λίρες. Στη συνέχεια, τον Ιούνιο του 2020 το πρόγραμμα αυτό διευρύνθηκε στα 745 δισ. λίρες, ενώ τον Νοέμβριο του 2020 επεκτάθηκε περαιτέρω στα 895 δισ. λίρες.

Επιπλέον, τον Απρίλιο του 2020 ανακοινώθηκε ότι ο Λογαριασμός Υπεραναλήψεων της Κυβέρνησης στην ΤτΑ (Ways and Means Facility), ο οποίος υπό κανονικές συνθήκες δεν δύναται να υπερβαίνει τις 370 δισ. λίρες, μπορούσε εντός του 2020 να αυξηθεί χωρίς ποσοτικό περιορισμό. Παράλληλα, η ΤτΑ εισήγαγε πρόγραμμα μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης με στόχο τη στήριξη της χρηματοδότησης των μικρομεσαίων επιχειρήσεων. Συνολικά, οι παρεμβάσεις αυτές συνέβαλαν καθοριστικά στη χρηματοδότηση των υπερδιογκωμένων ελλειμμάτων της Γενικής Κυβέρνησης του ΗΒ, με το έλλειμμα ΓΚ να διαμορφώνεται στο -13,0% του ΑΕΠ το 2020 και στο -8,3% του ΑΕΠ το 2021.

Στις 15 Δεκεμβρίου 2021, η ΤτΑ ήταν η πρώτη εκ των μεγάλων Κεντρικών Τραπεζών που προχώρησε σε αύξηση του επιτοκίου παρέμβασής της, στο 0,25% από 0,15%. Ακολούθως, το επιτόκιο αυτό αυξήθηκε συνολικά δεκατέσσερις (14) φορές, με την τελευταία αύξηση να πραγματοποιείται στις 2 Αυγούστου 2023, οπότε διαμορφώθηκε στο 5,25%.

Το επιτόκιο παρέμβασης της ΤτΑ διατηρήθηκε στο επίπεδο του 5,25% έως την 1η Αυγούστου 2024, οπότε μειώθηκε στο 5,0%, και στη συνέχεια μειώθηκε περαιτέρω στο 4,75% στις 7 Νοεμβρίου 2024. Παρέμεινε σε αυτό το επίπεδο έως τις 6 Φεβρουαρίου 2025, ημερομηνία κατά την οποία αποφασίστηκε η μείωσή του στο 4,5%. Ακολούθησαν νέες μειώσεις, στο 4,25% στις 8 Μαΐου 2025, στο 4,0% στις 7 Αυγούστου 2025 και, τελικά, στο 3,75% στις 18 Δεκεμβρίου 2025. Σημειώνεται ότι η μείωση του επιτοκίου τον Αύγουστο 2025 πραγματοποιήθηκε παρά το γεγονός ότι ο πληθωρισμός, με βάση τον Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΔΤΚ), είχε αυξηθεί στο 3,56% τον Ιούνιο 2025 και στο 3,89% τον Ιούλιο 2025. Αντίστοιχα, η μείωση του επιτοκίου στις 18 Δεκεμβρίου 2025 στηρίχθηκε στη μείωση του πληθωρισμού στο 3,56% τον Οκτώβριο 2025 (Σεπτέμβριος 2025: 3,8%) και στο 3,26% τον Νοέμβριο 2025, με τον μέσο πληθωρισμό να εκτιμάται πλέον στο 3,37% για το σύνολο του 2025, από 2,54% το 2024.

Το Office for Budget Responsibility (OBR) του Ηνωμένου Βασιλείου προβλέπει ότι ο μέσος πληθωρισμός, με βάση τον ΔΤΚ, θα διαμορφωθεί στο 2,5% το 2026, επίπεδο χαμηλότερο από την αντίστοιχη εκτίμηση του ΙΝΣΕΤΕ, η οποία ανέρχεται στο 2,8%.

Με βάση τα ανωτέρω, και υπό την υπόθεση ότι ο μέσος πληθωρισμός στο Ηνωμένο Βασίλειο δεν θα υπερβεί το 3,2% στο πρώτο τρίμηνο του 2026 (τέταρτο τρίμηνο 2025: 3,37%) και θα περιοριστεί στο 2,8% για το σύνολο του 2026 (2025: 3,37%), εκτιμάται ότι η Τράπεζα της Αγγλίας θα διατηρήσει αμετάβλητο το επιτόκιο παρέμβασής της στο 3,75% έως τον Αύγουστο του 2026, οπότε αναμένεται να το μειώσει στο 3,5%. Στη συνέχεια, υπό την προϋπόθεση ότι ο πληθωρισμός θα υποχωρήσει κάτω από το 2,7% τον Οκτώβριο και τον Νοέμβριο του 2026, εκτιμάται ότι θα ακολουθήσει μία ακόμη μείωση του επιτοκίου στο 3,25% τον Δεκέμβριο του 2026, με τον πληθωρισμό του 2027 να εκτιμάται από το ΙΝΣΕΤΕ στο 2,2%, ενώ το OBR τον τοποθετεί στο 2,0%.

### 3.3.5 Η κεντρική Τράπεζα της Ιαπωνίας (ΤτΙ)

Η Τράπεζα της Ιαπωνίας (ΤτΙ) είχε αποφασίσει ήδη από τον Σεπτέμβριο του 2016 την περαιτέρω ενίσχυση της πολιτικής ποσοτικής χαλάρωσης και τη θέσπιση στόχου για τη διατήρηση της απόδοσης των 10ετών κρατικών ομολόγων της Ιαπωνίας (Japanese Government Bonds – JGBs) σε επίπεδα όχι υψηλότερα του μηδενός. Στο πλαίσιο αυτό, η απόδοση των 10ετών JGBs διαμορφώθηκε στο 0,09% στις 6 Ιουνίου 2017, στο 0,033% στα τέλη Νοεμβρίου 2017, στο -0,04% στις 19 Απριλίου 2019, στο -0,29% στις 29 Αυγούστου 2019 και στο -0,06% στις 31 Ιανουαρίου 2020.

Οι βασικές επιδιώξεις της Τράπεζας της Ιαπωνίας ήταν και εξακολουθούν να είναι, αφενός, η χρηματοδότηση χωρίς ουσιαστικό κόστος των δανειακών αναγκών της Κυβέρνησης της Ιαπωνίας, τόσο για την κάλυψη των ελλειμμάτων της Γενικής Κυβέρνησης όσο και για την αναχρηματοδότηση του ιδιαίτερα υψηλού δημόσιου χρέους, και, αφετέρου, η αποτροπή ανατίμησης ή, εναλλακτικά, η υποτίμηση του γιεν έναντι του δολαρίου ΗΠΑ.

Αναφορικά με την πρώτη επιδίωξη, μετά την εμφάνιση της πανδημίας του Covid-19, η Τράπεζα της Ιαπωνίας ανακοίνωσε στις 16 Μαρτίου 2020 την ενίσχυση των παρεμβάσεών της, μέσω, αφενός, της αύξησης των αγορών κρατικών ομολόγων (JGBs), με στόχο τη διατήρηση της απόδοσης των 10ετών JGBs κάτω από το 0,0%, καθώς και της αύξησης των αγορών επιχειρηματικών ομολόγων, και, αφετέρου, της παροχής της αναγκαίας ρευστότητας προς τις τράπεζες και τις επιχειρήσεις σε δολάρια ΗΠΑ.

Κατά το 2021, η ανάκαμψη της ιαπωνικής οικονομίας υπήρξε συγκριτικά βραδύτερη σε σχέση με τις λοιπές μεγάλες οικονομίες, με την αύξηση του ΑΕΠ να διαμορφώνεται στο 2,7%, μετά την πτώση κατά -4,17% το 2020. Η Τράπεζα της Ιαπωνίας διατήρησε αμετάβλητους τους στόχους της για το επιτόκιο παρέμβασης στο -0,1% και για την απόδοση του 10ετούς κρατικού ομολόγου πλησίον του 0,0% έως και τον Σεπτέμβριο του 2021. Στο ίδιο διάστημα, ο πληθωρισμός με βάση τον Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΔΤΚ) παρέμεινε σε αρνητικά επίπεδα, στο -0,4% τον Αύγουστο 2021 (Ιούλιος 2021: -0,3%), πριν καταγράψει ήπια άνοδο στο +0,2% τον Σεπτέμβριο 2021 και στο 0,8% τον Δεκέμβριο 2021.

Κατά το 2022, η Τράπεζα της Ιαπωνίας συνέχισε να διατηρεί αμετάβλητο το επιτόκιο παρέμβασης της στο -0,1%, καθώς και τον στόχο για την απόδοση του 10ετούς κρατικού ομολόγου της Ιαπωνίας στο 0,0%, με προβλεπόμενο περιθώριο απόκλισης  $\pm 0,25$  ποσοστιαίες μονάδες. Στις 20 Δεκεμβρίου 2022, το επιτρεπόμενο εύρος απόκλισης της απόδοσης των 10ετών JGBs από το επίπεδο του 0,0% διευρύνθηκε περαιτέρω στις  $\pm 0,5$  ποσοστιαίες μονάδες.

Παρά τη διατήρηση της εξαιρετικά διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής, ο πληθωρισμός στην Ιαπωνία κατέγραψε σαφή ανοδική πορεία το 2022, διαμορφούμενος στο 0,9% τον Ιανουάριο 2022, στο 2,31% τον Ιούνιο 2022 και στο 4,0% τον Δεκέμβριο 2022. Στο ίδιο διάστημα, η αύξηση του ΑΕΠ της Ιαπωνίας παρέμεινε ιδιαίτερα περιορισμένη, καθώς το 2022 το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε μόλις κατά 0,96%.



Κατά το 2023, η Τράπεζα της Ιαπωνίας διατήρησε αμετάβλητο το επιτόκιο παρέμβασής της στο -0,1%, καθώς και τον στόχο για την απόδοση του 10ετούς κρατικού ομολόγου της Ιαπωνίας στο επίπεδο του 0,0%, με επιτρεπόμενο εύρος απόκλισης  $\pm 0,5$  ποσοστιαίες μονάδες. Τον Ιούλιο 2023 αποφασίστηκε η πραγματοποίηση αγορών 10ετών JGBs με επιτόκιο 1,0%, αυξάνοντας ουσιαστικά το ανώτατο αποδεκτό επίπεδο της απόδοσής τους στο 1,0%. Στο πλαίσιο αυτό, οι αποδόσεις των 10ετών κρατικών ομολόγων της Ιαπωνίας, οι οποίες κυμαινόνταν γύρω στο 0,4% το 2022, αυξήθηκαν στο 0,8% το 2023. Παράλληλα, ο πληθωρισμός με βάση το ΔTK διαμορφώθηκε στο 4,3% τον Ιανουάριο 2023, υποχώρησε στο 3,2% τον Αύγουστο 2023 και στο 2,6% τον Δεκέμβριο 2023. Το πραγματικό ΑΕΠ της Ιαπωνίας αυξήθηκε το 2023 κατά 1,25%.

Κατά το 2024, η Τράπεζα της Ιαπωνίας προχώρησε, για πρώτη φορά μετά από 17 έτη, σε αύξηση του επιτοκίου παρέμβασής της, αρχικά στο εύρος 0,0%-0,1% και στη συνέχεια, τον Ιούλιο 2024, στο 0,25%. Παράλληλα, ανακοίνωσε πρόγραμμα δραστικού περιορισμού της εξαιρετικά εκτεταμένης πολιτικής αγορών κρατικών τίτλων, με προβλεπόμενη μείωση κατά 50% των μηνιαίων αγορών, στα 19,6 δισ. δολάρια, με έναρξη εφαρμογής από το 1ο τρίμηνο του 2026. Στο πλαίσιο αυτό, η απόδοση του 10ετούς JGB διαμορφωνόταν στο 1,09% στις 3 Ιανουαρίου 2025, έναντι περίπου 0,4% το 2022 και 0,8% το 2023. Ο πληθωρισμός ανήλθε στο 3,6% τον Δεκέμβριο 2024, από 2,9% τον Νοέμβριο 2024, 2,3% τον Οκτώβριο 2024 και 2,7% τον Μάρτιο 2024.

Κατά το 2025, η Τράπεζα της Ιαπωνίας προχώρησε σε περαιτέρω αύξηση του επιτοκίου παρέμβασής της, από τις 27 Ιανουαρίου 2025, στο 0,5% (από 0,25%). Παράλληλα, συνέχισε την πολιτική δραστικού περιορισμού των αγορών JGBs, με αποτέλεσμα οι συνολικές απαιτήσεις της από την κατοχή των εν λόγω τίτλων να έχουν ήδη αρχίσει να μειώνονται από τα υπερδιογκωμένα επίπεδα του τέλους του 2024, όπως παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 3.5. Στο πλαίσιο αυτό, η απόδοση του 10ετούς JGB διαμορφωνόταν στο 1,95% στις 5 Δεκεμβρίου 2025, από 1,855% την 1η Δεκεμβρίου 2025, 1,652% στις 31 Οκτωβρίου 2025, 1,393% την 1η Ιουλίου 2025 και 1,09% στις 3 Ιανουαρίου 2025. Ο πληθωρισμός ανήλθε στο 3,0% τον Οκτώβριο 2025, από 2,9% τον Σεπτέμβριο 2025, 2,7% τον Αύγουστο 2025 και 4,0% τον Ιανουάριο 2025.

Αναφορικά με τη συναλλαγματική ισοτιμία του ιαπωνικού γιεν (JPY), σημειώνεται η ταχεία διολίσθησή του από τον Οκτώβριο 2021 και ιδίως από τον Μάρτιο 2022, όταν η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ ξεκίνησε τον κύκλο αυξήσεων επιτοκίων και τη δραστική μείωση του QE, πολιτικές που δεν ακολούθησε η Τράπεζα της Ιαπωνίας. Η εξέλιξη αυτή οδήγησε σε υποτίμηση του JPY κατά -25,9% τον Σεπτέμβριο 2023 έναντι του Αυγούστου 2021. Όταν η πτώση του γιεν έλαβε επικίνδυνες διαστάσεις, επιλέχθηκαν παρεμβάσεις στην αγορά συναλλάγματος για τη στήριξή του, αντί της αλλαγής της νομισματικής πολιτικής, η οποία αποτελούσε τη βασική αιτία της έντονης υποτίμησης. Η αποδυνάμωση του JPY συνέβαλε στην αύξηση του πληθωρισμού, εξέλιξη που συνάδει με βασικές επιδιώξεις της Τράπεζας της Ιαπωνίας. Συνολικά, τον Δεκέμβριο 2024 το JPY ήταν υποτιμημένο έναντι του δολαρίου ΗΠΑ κατά -32,52% σε σχέση με τον Δεκέμβριο 2020 και κατά -50,17% σε σχέση με τον Οκτώβριο 2011. Κατά το 2025, μετά από πρόσκαιρη ανατίμηση, το JPY επανήλθε τον Νοέμβριο 2025 στα επίπεδα του Δεκεμβρίου 2024 και ήταν υποτιμημένο έναντι του USD κατά -33,1% σε σχέση με τον Δεκέμβριο 2020 και κατά -50,6% σε σχέση με τον Οκτώβριο 2011, όπως αποτυπώνεται στο Διάγραμμα 2.19. Παρά την αύξηση της απόδοσης των 10ετών JGBs, η διαφορά επιτοκίων έναντι των ΗΠΑ εξακολουθεί να παραμένει ιδιαίτερα υψηλή.

### 3.3.6 Η κεντρική Τράπεζα της Κίνας (People's Bank of China ή PBOC)

Η Λαϊκή Τράπεζα της Κίνας (PBOC), σε στενό συντονισμό με την Κυβέρνηση της Χώρας, προχωρά διαχρονικά σε συνεχείς παρεμβάσεις, παροχή ενισχύσεων και ανακοίνωση μέτρων με στόχο την αντιμετώπιση της εκτεταμένης κρίσης στην αγορά ακινήτων, η οποία εκδηλώθηκε το 2021 και επηρεάζει άμεσα και το χρηματοοικονομικό σύστημα της Κίνας. Η κρίση αυτή είχε σαφείς αρνητικές επιπτώσεις στον ρυθμό οικονομικής μεγέθυνσης και στις δημοσιονομικές προοπτικές της Κίνας κατά την περίοδο 2024-2025 και εκτιμάται ότι θα εξακολουθήσει να επηρεάζει την οικονομία και στη μεσο-μακροπρόθεσμη περίοδο 2026-2030.

Τα σημαντικότερα μέτρα ενίσχυσης της οικονομικής δραστηριότητας, της αγοράς ακινήτων και του τραπεζικού συστήματος, τα οποία έχει υιοθετήσει και συνεχίζει να εφαρμόζει η PBOC, συνοψίζονται στα ακόλουθα.

Η παροχή της αναγκαίας ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα της Κίνας πραγματοποιείται κυρίως μέσω πράξεων αντίστροφης επαναγοράς (reverse repos), κατά κανόνα 7-ήμερης διάρκειας, καθώς και μέσω διευκολύνσεων μεσοχρόνιας (ενός έτους) και μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης. Παράλληλα, διευρύνεται συστηματικά η δυνατότητα των τραπεζών να ανανεώνουν υφιστάμενα δάνεια και να προεξοφλούν απαιτήσεις επιχειρήσεων, με ιδιαίτερη έμφαση στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις, οι οποίες, σύμφωνα με στοιχεία του Κυβερνητικού Συμβουλίου, ανέρχονταν το 2022 σε περίπου 158 εκατ.

Στο πλαίσιο αυτό, η PBOC έχει προχωρήσει σε μειώσεις του συντελεστή υποχρεωτικών αποθεματικών (Reserve Requirement Ratio – RRR), καθώς και του επιτοκίου των 7-ήμερων πράξεων αντίστροφης επαναγοράς, το οποίο λειτουργεί ουσιαστικά ως βασικό επιτόκιο αναφοράς της κεντρικής τράπεζας. Παράλληλα, μειώνονται και τα επιτόκια που αφορούν τη μεσο-μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση των τραπεζών. Οι παρεμβάσεις αυτές ενισχύουν τη δυνατότητα των πιστωτικών ιδρυμάτων να αναχρηματοδοτούν δάνεια που βρίσκονται σε φάση αυξημένων δυσκολιών εξυπηρέτησης από τις επιχειρήσεις.

Οι πλέον πρόσφατες παρεμβάσεις της PBOC στους ανωτέρω τομείς περιλαμβάνουν τα εξής:

(1) Τη σημαντική μείωση των επιτοκίων στις 7-ήμερες πράξεις αντίστροφης επαναγοράς (Reverse Repurchase Rate), μέσω των οποίων χρηματοδοτούνται οι τράπεζες από την PBOC. Τον Σεπτέμβριο 2024, το επιτόκιο αυτό μειώθηκε κατά 0,2 ποσοστιαίες μονάδες, στο 1,5%, εξέλιξη που αξιολογήθηκε ως ιδιαίτερα σημαντική, δεδομένου ότι επηρεάζει άμεσα το κόστος χρηματοδότησης των τραπεζών και διευκολύνει την επέκταση της πιστωτικής τους δραστηριότητας. Η μείωση αυτή συνεχίστηκε τον Μάιο 2025, με περαιτέρω μείωση κατά 0,1 ποσοστιαία μονάδα, στο 1,4%, επίπεδο στο οποίο το επιτόκιο διατηρήθηκε έως τον Δεκέμβριο 2025. Πρόκειται για το χαμηλότερο επίπεδο επιτοκίου στα reverse repos που έχει εφαρμοστεί από τον Μάιο του 2012.

(2) Τη σημαντική μείωση των επιτοκίων αναφοράς Loan Prime Rate (LPR), τόσο του 1-ετούς LPR, που αποτελεί βασικό επιτόκιο αναφοράς για τα επιχειρηματικά δάνεια, όσο και του 5-ετούς LPR, που χρησιμοποιείται κυρίως ως επιτόκιο αναφοράς για τα στεγαστικά δάνεια. Όπως παρουσιάζεται στον Πίνακα 3.2., τα επιτόκια αυτά ακολουθούν πτωτική πορεία κατά την τελευταία πενταετία, με τη μείωσή τους τον Σεπτέμβριο 2024 να εντάσσεται στα ευρύτερα μέτρα ενίσχυσης της οικονομίας που ανακοίνωσε τότε η PBOC. Η πλέον πρόσφατη μείωσή τους πραγματοποιήθηκε με τα μέτρα του Μαΐου 2025, με το 1-ετές LPR να διαμορφώνεται στο 3,1% και το 5-ετές LPR στο 3,6% αντίστοιχα.

Πίνακας 3.2. Εξέλιξη επιτοκίων στην Κίνα					
	LPR-1 έτους	LPR-5 ετών	RRR	Ενίσχυση Τραπεζών	MLF 1-έτους
22/06/2020	3,85%	4,65%			2,85%
20/12/2021	3,80%	4,65%	-0,50 π.μ.	CNY 1,2 trillion	2,85%
20/01/2022	3,70%	4,60%			2,85%
20/05/2022	3,70%	4,45%			2,85%
22/08/2022	3,65%	4,30%			2,75%
20/06/2023	3,55%	4,20%			2,65%
21/08/2023	3,45%	4,20%			2,50%
20/02/2024	3,45%	3,95%	-0,5 π.μ.	CNY 1,0 trillion	2,50%
22/07/2024	3,35%	3,85%			2,50%
21/10/2024	3,10%	3,60%			2,00%

Πηγή: Trading Economics

Αναφορικά με το επιτόκιο της Μεσοπρόθεσμης Χρηματοδότησης των Τραπεζών (Medium-term Lending Facility – MLF), τον Μάρτιο του 2025 η PBoC προχώρησε σε τροποποίηση του σχετικού πλαισίου λειτουργίας, υιοθετώντας σύστημα δημοπρασιών σταθερού ποσού χρηματοδότησης με πολλαπλά επιτόκια. Στο νέο αυτό σχήμα, οι τράπεζες ανταγωνίζονται για τη λήψη δανείων διάρκειας ενός έτους, υποβάλλοντας προσφορές με διαφορετικά επιτόκια. Η κατανομή του προσφερόμενου ποσού χρηματοδότησης πραγματοποιείται υπέρ των τραπεζών που προσφέρουν τα υψηλότερα επιτόκια. Η αλλαγή αυτή συνεπάγεται τη μείωση της σημασίας του επιτοκίου της MLF ως βασικού οδηγού της νομισματικής πολιτικής της PBoC.

(3) Περαιτέρω μείωση του συντελεστή υποχρεωτικών αποθεματικών (Required Reserve Ratio – RRR) για τις μεγάλες και μεσαίου μεγέθους τράπεζες κατά 0,5 ποσοστιαίες μονάδες, στο 7,5%, τον Μάιο 2025, μετά από αντίστοιχη μείωση κατά 0,5 ποσοστιαίες μονάδες στο 8,0% τον Σεπτέμβριο 2024. Σημειώνεται ότι το RRR είχε διαμορφωθεί στο 8,5% κατά την περίοδο Φεβρουαρίου 2024 – Σεπτεμβρίου 2024, στο 9,0% κατά την περίοδο Σεπτεμβρίου 2023 – Φεβρουαρίου 2024, στο 9,25% κατά την περίοδο Μαρτίου 2023 – Σεπτεμβρίου 2023 και στο 9,5% κατά την περίοδο Ιουλίου 2020 – Μαρτίου 2023. Το μέσο επίπεδο του RRR για το σύνολο

του τραπεζικού συστήματος (μικρές και μεγάλες τράπεζες) διαμορφώνεται στο 6,6% από τον Νοέμβριο 2024.

(4) Διατήρηση του επιτοκίου που εφαρμόζεται στα υπερβάλλοντα διαθέσιμα των τραπεζών στην ΡΒοC στο ιδιαίτερα χαμηλό επίπεδο του 0,35%, παρέχοντας κίνητρα στα πιστωτικά ιδρύματα για αύξηση των χορηγήσεων τους προς την πραγματική οικονομία.

Συνολικά, οι κατευθύνσεις, οι παραινέσεις και οι ενισχύσεις προς το τραπεζικό σύστημα για την επέκταση της πιστωτικής χρηματοδότησης, και ιδίως προς τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις, είναι συνεχείς και συστηματικές. Ιδιαίτερα κατά τον Σεπτέμβριο και τον Οκτώβριο 2024, καθώς και εκ νέου τον Μάιο 2025, η ΡΒοC και η Κυβέρνηση της Κίνας ανακοίνωσαν τα πλέον εκτεταμένα και προωθημένα μέτρα στήριξης της οικονομίας, με έμφαση στον τομέα των ακινήτων, ο οποίος, όπως αναλύεται στην Υποδιαίρεση 3.4.1., βρίσκεται σε παρατεταμένη και έντονη πτωτική πορεία από το 2021, καθώς και στην ιδιωτική κατανάλωση, η οποία, παρά τα μέτρα και τις σχετικές κυβερνητικές διακηρύξεις, εξακολουθεί να αντιστοιχεί σε περίπου 40% του ΑΕΠ.

Υπό τα ανωτέρω δεδομένα, η νομισματική πολιτική της Κίνας έχει μεταβληθεί σε σαφώς διευκολυντική, από προσεκτικά διευκολυντική που ήταν κατά την περίοδο 2020-2024. Παράλληλα, η δημοσιονομική πολιτική έχει καταστεί σημαντικά επεκτατική, με το έλλειμμα του ισοζυγίου της Γενικής Κυβέρνησης να ανέρχεται στο -8,6% του ΑΕΠ το 2025 και να εκτιμάται από το ΔΝΤ ότι θα παραμείνει σε επίπεδα άνω του 8,0% του ΑΕΠ κατά την περίοδο 2026-2030, όπως αναλύθηκε εκτενώς στην Υποδιαίρεση 3.2.4. ανωτέρω.

### 3.4 Άλλοι Παράγοντες που επηρεάζουν την Παγκόσμια Οικονομία

#### 3.4.1 Κίνδυνοι από την Κίνα

Αρνητικές εξελίξεις στην παγκόσμια οικονομία ενδέχεται να προκύψουν από τα σοβαρά διαρθρωτικά προβλήματα που αντιμετωπίζει η οικονομία της Κίνας, τα οποία διογκώθηκαν σε ιδιαίτερα ανησυχητικό βαθμό από τις αρχές του 2025, περίοδο κατά την οποία η Κίνα βρίσκεται αντιμέτωπη και με την ακραία επιβαρυντική για την ίδια δασμολογική πολιτική των ΗΠΑ, η οποία λειτουργεί ευρύτερα ως απαγορευτική για τις εξαγωγές της. Η πολιτική αυτή εντείνει, παράλληλα, τις γενικότερες πιέσεις και προκλήσεις που ασκούνται προς την Κίνα από άλλες Χώρες, συμπεριλαμβανομένων και των κρατών-μελών της ΕΕ-27, για την αναθεώρηση της πολιτικής των αθέμιτων ενισχύσεων, οι οποίες συνδέονται με τη συνεχιζόμενη και εκρηκτική αύξηση των επενδύσεων στον τομέα της μεταποίησης και των εξαγωγών της Κίνας, οι οποίες κατέγραψαν εντυπωσιακή άνοδο και το 2025.

Ωστόσο, η Κίνα αντιμετωπίζει σημαντικές δυσκολίες, ή ενδεχομένως δεν επιδιώκει συστηματικά, την ενίσχυση της αναπτυξιακής της δυναμικής μέσω της αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης ως ποσοστού του ΑΕΠ, καθώς και μέσω της ενίσχυσης των επενδύσεων σε υποδομές και ακίνητα. Οι περιορισμοί αυτοί συνδέονται άμεσα με τη μεγάλη κρίση στον τομέα των ακινήτων, η οποία βρίσκεται σε εξέλιξη από το 2021, καθώς και με την προχωρημένη υπερχρέωση μεγάλου αριθμού χρηματοδοτικών οργανισμών της Τοπικής Αυτοδιοίκησης (local government financing vehicles – LGFVs).

Ειδικότερα:

A. Η στρατηγική στήριξης της ανάπτυξης της Κίνας μέσω των καθαρών εξαγωγών αντιμετωπίζει πλέον έντονες αντιδράσεις από τα πολιτικά συστήματα των μεγάλων οικονομιών και ιδίως των

ΗΠΑ, εξακολουθεί, ωστόσο, να ενισχύεται τόσο από την ίδια την Κίνα όσο και από τη μακροοικονομική πολιτική των μεγάλων αυτών οικονομιών, και ιδιαίτερα των ΗΠΑ. Το γεγονός αυτό αποτυπώνεται σαφώς στα στοιχεία του Πίνακα 3.3., σύμφωνα με τα οποία, ακόμη και το 2025, οι εξαγωγές αγαθών της Κίνας αυξήθηκαν κατά 5,82% σε όρους δολαρίου, παρά τη δασμολογική και μη δασμολογική προστατευτική πολιτική των ΗΠΑ. Αντιθέτως, παρά τις διακηρυγμένες και φερόμενες εντατικές προσπάθειες της Κυβέρνησης της Κίνας και της ΡΒοC για την ενίσχυση της εγχώριας ζήτησης και τη διατήρηση της αύξησης του ΑΕΠ της Κίνας στο 5,0%, οι εισαγωγές αγαθών αυξήθηκαν μόλις κατά 0,33%.

Η εξέλιξη αυτή είχε ως αποτέλεσμα τη νέα και ιδιαίτερα σημαντική αύξηση του πλεονάσματος του ήδη υπερδιογκωμένου Εμπορικού Ισοζυγίου της Κίνας κατά 20,12% το 2025, το οποίο διαμορφώθηκε στα 1,19 τρις δολάρια ΗΠΑ, ήτοι περίπου στο 6,06% του ΑΕΠ, από 5,3% του ΑΕΠ το 2024. Η αύξηση αυτή του Εμπορικού Ισοζυγίου της Κίνας το 2025 είχε θετική συμβολή στην αύξηση του ΑΕΠ της χώρας, σε όρους δολαρίου, κατά 1,07 ποσοστιαίες μονάδες. Σημειώνεται ότι, για το 2025, αναμενόταν αρχικά σημαντική αρνητική επίπτωση των καθαρών εξαγωγών στην αύξηση του ΑΕΠ της Κίνας.

Επιπλέον, με την υπόθεση ότι οι εξαγωγές της Κίνας προς τις ΗΠΑ το 2025 ήταν σημαντικά μειωμένες, προκύπτει ότι οι εξαγωγές της προς τον υπόλοιπο κόσμο αυξήθηκαν με ρυθμό σαφώς υψηλότερο του 5,82%. Η εξέλιξη αυτή αποτελεί βασική αιτία των έντονων αντιδράσεων και των απειλών για την υιοθέτηση μέτρων προστασίας έναντι των εισαγωγών από την Κίνα εκ μέρους πολλών Χωρών και ιδίως της ΕΕ-27 και του Ηνωμένου Βασιλείου.

<b>Πίνακας 3.3.. Εξαγωγές και Εισαγωγές Αγαθών και Εξωτερικό Εμπορικό Ισοζύγιο (ΕΕΙ) της Κίνας</b>						
	Εξαγωγές Αγαθών		Εισαγωγές Αγαθών		Εξωτερικό Εμπορικό Ισοζύγιο	
	Billion \$	%Δ	Billion \$	%Δ	Billion \$	%Δ
2014	2.342,9		1.962,2		380,7	
2015	2.273,5	-2,96%	1.679,6	-14,40%	593,9	55,99%
2016	2.098,2	-7,71%	1.585,5	-5,60%	512,8	-13,66%
2017	2.270,2	8,19%	1.840,5	16,09%	429,7	-16,21%
2018	2.499,4	10,10%	2.132,8	15,88%	366,6	-14,68%
2019	2.499,5	0,00%	2.078,4	-2,55%	421,1	14,86%
2020	2.590,0	3,62%	2.066,0	-0,60%	524,0	24,44%
2021	3.357,1	29,62%	2.686,7	30,05%	670,4	27,94%
2022	3.585,7	6,81%	2.719,2	1,21%	866,5	29,25%
2023	3.422,2	-4,56%	2.563,6	-5,72%	858,6	-0,91%
2024	3.580,3	4,62%	2.587,1	0,92%	993,1	15,67%
2025	3.788,6	5,82%	2.595,6	0,33%	1.193,0	20,12%
<b>ΜΕΡΜ 2025/2018</b>	<b>6,12%</b>		<b>2,85%</b>		<b>18,36%</b>	
<b>ΜΕΡΜ 2025/2014</b>	<b>4,47%</b>		<b>2,58%</b>		<b>10,94%</b>	

Πηγή: FRED

Είναι γεγονός ότι οι ρυθμοί αύξησης των εξαγωγών, και ιδίως των καθαρών εξαγωγών, της Κίνας, όπως αποτυπώνονται στον Πίνακα 3.3., δεν μπορούν να θεωρηθούν διατηρήσιμοι σε μεσο-μακροπρόθεσμο ορίζοντα, ιδίως όταν στηρίζονται σε υπερβολική και σε μεγάλο βαθμό παρεμβατική και προκλητική κρατική υποστήριξη, ακόμη και ανεξάρτητα από την επιβολή δασμών εκ μέρους των ΗΠΑ. Ωστόσο, κατά το 2025, η αρνητική επίπτωση των δασμών των ΗΠΑ στις κινεζικές εξαγωγές υπερκαλύφθηκε σε μεγάλο βαθμό από την ακραία επεκτατική δημοσιονομική πολιτική των ΗΠΑ, η οποία στήριξε τόσο την ανάπτυξη της αμερικανικής οικονομίας όσο και την αύξηση της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας.

Στο βαθμό που η ακραία επεκτατική δημοσιονομική πολιτική των ΗΠΑ παραμένει σε ισχύ, σε συνδυασμό με τη συναλλαγματική πολιτική της Κίνας που εξακολουθεί να λειτουργεί υποστηρικτικά για τις εξαγωγές της, οι εξαγωγές της Κίνας εκτιμάται ότι θα συνεχίσουν να

αυξάνονται, έστω και με χαμηλότερους ρυθμούς, παρά την ύπαρξη και εφαρμογή των δασμολογικών περιορισμών.<sup>10</sup>

Από την άλλη πλευρά, όπως είχε ήδη επισημανθεί και στην Έκθεση του ΙΝΣΕΤΕ του Δεκεμβρίου 2024, αντί μιας εντονότερης αύξησης των εισαγωγών αγαθών της Κίνας, στο πλαίσιο της επιδίωξης ενίσχυσης της εγχώριας ζήτησης, αυτό που παρατηρείται στην κινεζική οικονομία είναι η υιοθέτηση μιας έντονης, συστηματικής και συνειδητής πολιτικής περαιτέρω υποκατάστασης των εισαγωγών μέσω της εγχώριας παραγωγής. Είχε, μάλιστα, εκτιμηθεί ότι η πολιτική αυτή θα ενισχυόταν περαιτέρω στην περίπτωση υλοποίησης των απειλών του νέου Προέδρου των ΗΠΑ για την επιβολή απαγορευτικών δασμών στις εισαγωγές των ΗΠΑ από την Κίνα, εξέλιξη η οποία πράγματι πραγματοποιήθηκε.

Στο πλαίσιο αυτό, το 2025 οι εισαγωγές αγαθών της Κίνας αυξήθηκαν οριακά, μόλις κατά 0,33%, παρά την αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ κατά 5,0% και παρά την αύξηση των εξαγωγών αγαθών κατά 5,82%. Ως αποτέλεσμα, ο λόγος εισαγωγικού περιεχομένου (import content ratio –  $\chi$ -ratio) του αθροίσματος της Εγχώριας Τελικής Ζήτησης και των Εξαγωγών (ΕΤΔ+Χ) μειώθηκε αισθητά το 2025. Η θετική συμβολή των καθαρών εξαγωγών στην αύξηση του ΑΕΠ της Κίνας αποδίδεται, σε σημαντικό βαθμό, στη μείωση αυτή του  $\chi$ -ratio, η οποία αποδεικνύεται εξίσου καθοριστική με την ίδια την αύξηση των εξαγωγών αγαθών κατά 5,82%.

Παρά τα ανωτέρω, από πολλές πλευρές εκτιμάται ότι η Κίνα δεν θα μπορέσει να διατηρήσει επ' αόριστον τη δυναμική αυξητική πορεία των εξαγωγών της σε ένα περιβάλλον δραστικών περιορισμών στις εξαγωγές της προς τις ΗΠΑ και, ενδεχομένως, και προς άλλες χώρες. Ωστόσο, είναι επίσης ιδιαίτερα πιθανό ότι, παρά την επιβολή δασμών από τις ΗΠΑ, οι εξαγωγές της Κίνας θα συνεχίσουν να αυξάνονται, έστω και με χαμηλότερους ρυθμούς, για τους λόγους που αναλύθηκαν ανωτέρω. Παράλληλα, θεωρείται επίσης πολύ πιθανό ότι οι ρυθμοί αύξησης των εισαγωγών της Κίνας θα περιοριστούν περαιτέρω, δεδομένης της προστασίας που προσφέρει η συνεχιζόμενη υποτίμηση της πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας με βάση το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (REERULC) του γουάν (Διάγραμμα 2.26.), καθώς και, ενδεχομένως, της επιβολής πρόσθετων δασμών ή άλλων περιοριστικών μέτρων από την ίδια την Κίνα. Στο σενάριο αυτό, η αύξηση του ΑΕΠ της Κίνας ενδέχεται να επιβραδυνθεί στα επόμενα έτη, στο 4,8% το 2026 και στο 4,6% το 2027, πλην όμως αυτό θα συμβεί παρά το γεγονός ότι η Κίνα θα συνεχίσει, κατά πάσα πιθανότητα, να καταγράφει θετική συμβολή των καθαρών εξαγωγών στην αύξηση του ΑΕΠ της. Η εξέλιξη αυτή καταδεικνύει ότι η Κίνα, όπως και όλες οι χώρες, επιβαρύνεται σημαντικά από τον προστατευτισμό των ΗΠΑ, ωστόσο η επιβάρυνση αυτή λειτουργεί εις βάρος και όχι προς όφελος τόσο των ΗΠΑ όσο και της παγκόσμιας οικονομίας.

Συνολικά, τα στοιχεία του 2025 υποδηλώνουν ότι η Κίνα διαθέτει σήμερα σημαντικά αυξημένες δυνατότητες να ανταποκριθεί στις συνθήκες ενός εμπορικού πολέμου, όπως προκύπτει τόσο από τον Πίνακα 3.3. όσο και από το Διάγραμμα 2.26. Ειδικότερα, η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία με βάση το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (REERULC) της Κίνας, η οποία εμφάνιζε ανατιμητική τάση έως το 2022, τα τελευταία τρία έτη ακολουθεί σαφή πορεία υποτίμησης, ενισχύοντας την ανταγωνιστικότητα των διεθνώς εμπορεύσιμων

---

<sup>10</sup> Σημειώνεται ότι οι εξαγωγές αγαθών αποτελούσαν το 2024 το 19,1% του ΑΕΠ της Κίνας (που ανερχόταν στα \$ 18,7 τρις), ενώ οι εισαγωγές αγαθών αποτελούσαν μόνο το 13,8% του.

προϊόντων της χώρας, τόσο των εξαγωγών όσο και των εγχωρίως παραγόμενων εισαγωγίμων προϊόντων.

Παράλληλα, το επίπεδο των κινδύνων για την παγκόσμια οικονομία αυξήθηκε σημαντικά, καθώς η Κυβέρνηση των ΗΠΑ επέλεξε το 2025, σε μια περίοδο εκρηκτικής ανάπτυξης των εφαρμογών της Τεχνητής Νοημοσύνης (Artificial Intelligence – AI), αφενός να εφαρμόσει ακραία αντιοικονομικές και αντισυμβατικές πολιτικές στον τομέα του διεθνούς εμπορίου, τόσο έναντι της Κίνας όσο και έναντι του συνόλου σχεδόν των χωρών παγκοσμίως, και αφετέρου να αντισταθμίσει τις αναπόφευκτες και σημαντικές αρνητικές επιπτώσεις των πολιτικών αυτών στην οικονομία των ΗΠΑ μέσω μιας άκρως επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής, η οποία από το 4ο τρίμηνο του 2025 συνοδεύεται και από μια σημαντικά διευκολυντική νομισματική πολιτική.

Οι εξελίξεις αυτές, σε συνδυασμό με την έντονη έξαρση των προσδοκιών για εξαιρετικά ευνοϊκές μελλοντικές επιπτώσεις του AI στην παραγωγικότητα και στη δυνητική ανάπτυξη των οικονομιών, οδήγησαν σε εκρηκτική αύξηση των χρηματιστηριακών αξιών, τόσο στις ΗΠΑ όσο και διεθνώς, σε επίπεδα εξαιρετικά υψηλά. Τα συνακόλουθα υπερδιογκωμένα αποτελέσματα του θεωρούμενου πλούτου συνέβαλαν, με τη σειρά τους, στη σημαντική αύξηση των επιχειρηματικών επενδύσεων και της ιδιωτικής κατανάλωσης στις ΗΠΑ και σε άλλες χώρες, καθώς και στην αύξηση του παγκόσμιου ΑΕΠ το 2025 σε επίπεδα σαφώς υψηλότερα των αρχικών εκτιμήσεων. Οι συνθήκες αυτές συνέβαλαν ουσιαδώς και στη σημαντική αύξηση των εξαγωγών της Κίνας το 2025, όπως αποτυπώνεται στον Πίνακα 3.3., και εκτιμάται ότι θα στηρίξουν περαιτέρω αύξησή τους και το 2026, εφόσον διατηρηθούν με ανάλογη ένταση. Ωστόσο, η παρατεταμένη κατάσταση εμπορικής αντιπαράθεσης στο διεθνές εμπόριο, σε συνδυασμό με τους αυξανόμενους κινδύνους που απορρέουν από την υπερχρέωση των ΗΠΑ και άλλων χωρών και από τις υπερδιογκωμένες χρηματιστηριακές αποτιμήσεις, εκτιμάται ότι θα οδηγήσουν σε επιβράδυνση της ανάπτυξης της Κίνας και της παγκόσμιας οικονομίας, ενδεχομένως από το 2027 και μετά, ενώ έχει πλέον αυξηθεί σημαντικά και ο κίνδυνος εκδήλωσης μιας μεγάλης παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης εντός της επόμενης τριετίας έως πενταετίας.

Παράλληλα, επισημαίνεται ότι η Κίνα, ως απολυταρχικό κράτος, διαθέτει μια Κυβέρνηση που ασκεί εκτεταμένο έλεγχο στα μέσα άσκησης της οικονομικής πολιτικής, αλλά και στη συμπεριφορά των εγχώριων οικονομικών μονάδων. Το χαρακτηριστικό αυτό της κινεζικής οικονομίας παρέχει τη δυνατότητα περιορισμού, σε σημαντικό βαθμό, των αρνητικών επιπτώσεων που απορρέουν από τη σοβαρή παραβίαση των κανόνων του ελεύθερου διεθνούς εμπορίου εκ μέρους των ΗΠΑ (Διάγραμμα 2.26.). Υπό το πρίσμα αυτό, παρά την εφαρμογή μιας ακραία αντιοικονομικής πολιτικής δασμών και περιορισμού των εισαγωγών από την Κυβέρνηση των ΗΠΑ, η Κίνα επωφελείται από την εξαιρετικά επεκτατική μακροοικονομική πολιτική των αναπτυσσόμενων χωρών, και ιδίως των ΗΠΑ, με πρόσφατη συμβολή και της Γερμανίας, ενώ ταυτόχρονα συνεχίζει να εφαρμόζει πολιτικές ενίσχυσης της διεθνούς ανταγωνιστικότητάς της, προκειμένου να διατηρήσει μια ικανοποιητική πορεία αύξησης των εξαγωγών της. Επιπλέον, υιοθετεί μέτρα που περιορίζουν ουσιαδώς την αύξηση των εισαγωγών της, ενώ, με στρατηγικό σύμμαχο και βασικό προμηθευτή πετρελαίου, φυσικού αερίου και άλλων πρώτων υλών τη Ρωσία, εξασφαλίζει τα τελευταία έτη και ιδιαίτερα χαμηλό κόστος εισαγωγών. Ακόμη και σε ένα υποθετικό σενάριο μείωσης των εξαγωγών αγαθών της Κίνας κατά -3,0% το 2026, σε συνδυασμό με μείωση των εισαγωγών αγαθών κατά -3,5%, η συμβολή των καθαρών εξαγωγών στην αύξηση του ΑΕΠ θα παραμείνει θετική.

## **B. Η αδυναμία αύξησης της Εγχώριας Τελικής Ζήτησης (ΕΤΔ)**

Η ενδεχόμενη επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης, ή ακόμη και η μείωση σε απόλυτα μεγέθη, των εξαγωγών της Κίνας θα συνεπαγόταν την εμφάνιση υπερπροσφοράς αγαθών στην εγχώρια οικονομία, δεδομένης της πολύ μεγάλης και συνεχώς αυξανόμενης παραγωγικής δυναμικότητας που έχει δημιουργηθεί μέσω των εκτεταμένων επενδύσεων στη μεταποιητική βιομηχανία. Για την απορρόφηση της υπερβάλλουσας παραγωγής θα απαιτούνταν είτε σημαντική αύξηση της Ιδιωτικής και της Δημόσιας Κατανάλωσης, καθώς και των επενδύσεων σε ακίνητα και υποδομές (μη διεθνώς εμπορεύσιμους τομείς), είτε περαιτέρω μείωση των εισαγωγών μέσω υποκατάστασής τους από εγχώρια παραγωγή.

Ωστόσο, η δυνατότητα της Κίνας να ενισχύσει ουσιαστικά την Ιδιωτική Κατανάλωση, την Κατανάλωση της Γενικής Κυβέρνησης και τις επενδύσεις σε ακίνητα και υποδομές περιορίζεται σημαντικά: (i) από το ήδη υψηλό έλλειμμα του Ισοζυγίου της Γενικής Κυβέρνησης (βλ. Υποδιαίρεση 3.2.4.), (ii) από τη συνεχιζόμενη, από το 2021, σοβαρή κρίση στην αγορά ακινήτων, και (iii) από την εκτεταμένη υπερχρέωση των χρηματοδοτικών οργανισμών της τοπικής αυτοδιοίκησης (local government financing vehicles – LGFV). Συνολικά, η ενίσχυση της Ιδιωτικής Κατανάλωσης, της Δημόσιας Κατανάλωσης και των επενδύσεων σε ακίνητα και υποδομές εμφανίζεται ιδιαίτερα δύσκολο να υποκαταστήσει τη συμβολή των καθαρών εξαγωγών και των βιομηχανικών επενδύσεων στην αύξηση του ΑΕΠ, τόσο λόγω των ανωτέρω περιορισμών όσο και διότι δεν φαίνεται να αποτελεί κεντρική στρατηγική προτεραιότητα της Κυβέρνησης της Κίνας, η οποία εκτιμά ότι η βιομηχανική ανάπτυξη και η διατήρηση της δυναμικής πορείας των εξαγωγών αποτελούν τους βασικούς και αναντικατάστατους μηχανισμούς στήριξης της οικονομικής ανάπτυξης.

### **B1. Τα προβλήματα στην αγορά ακινήτων της Κίνας**

Τα σοβαρά προβλήματα στην αγορά ακινήτων της Κίνας προέκυψαν, μεταξύ άλλων: (i) από την εκρηκτική άνοδο των τιμών των ακινήτων έως το 2020, όταν οι τιμές των διαμερισμάτων είχαν αυξηθεί περίπου δεκαπλάσια σε σχέση με το 1990, με αποτέλεσμα το 2020 ο λόγος τιμής κατοικίας προς εισόδημα στις μεγάλες πόλεις να υπερβαίνει κατά πολύ τα αντίστοιχα επίπεδα του Λονδίνου και της Σιγκαπούρης και να είναι περίπου τριπλάσιος από εκείνον του Τόκιο και της Νέας Υόρκης· (ii) από τον συνδυασμό των υπερβολικά υψηλών τιμών έως το 2020 με την κρίση του Covid-19, που οδήγησε σε απότομη πτώση της ζήτησης για ακίνητα και σε σημαντική μείωση των τιμών τους από το 2021 έως το 2025· (iii) από τη δραστική μείωση των εσόδων και την υπερχρέωση πολλών μεγάλων κατασκευαστικών εταιρειών, με σοβαρές αρνητικές επιπτώσεις στο χρηματοπιστωτικό σύστημα· και (iv) από την αδυναμία ολοκλήρωσης μεγάλου αριθμού προπληρωμένων ακινήτων υπό κατασκευή, γεγονός που υπονόμωσε περαιτέρω την εμπιστοσύνη των αγοραστών και ενίσχυσε την πτώση της ζήτησης.

Σύμφωνα με εκτιμήσεις της ΕΕ (Νοέμβριος 2024), οι επενδύσεις σε ακίνητα μειώθηκαν σημαντικά κατά -10,0% το 2024, με την πτωτική τάση να συνεχίζεται το 2025 και να αναμένεται να διατηρηθεί και το 2026, καθώς η προσφορά εξακολουθεί να υπερβαίνει κατά πολύ τη ζήτηση. Συνεπώς, οι επενδύσεις σε ακίνητα εκτιμάται ότι θα συνεχίσουν να μειώνονται, παρά τις εκτεταμένες παρεμβάσεις της Κυβέρνησης της Κίνας και της Λαϊκής Τράπεζας της Κίνας (PBoC) για τη στήριξη του τραπεζικού συστήματος και των επιχειρήσεων του κατασκευαστικού τομέα, με στόχο την ολοκλήρωση όσο το δυνατόν περισσότερων προπληρωμένων έργων και την τόνωση της ζήτησης.

Συνοψίζοντας, τα διαρθρωτικά προβλήματα στην αγορά ακινήτων έχουν ενισχύσει την αβεβαιότητα των νοικοκυριών και έχουν συμβάλει καθοριστικά στη δυσκολία αύξησης της ιδιωτικής Κατανάλωσης, τόσο σε απόλυτα μεγέθη όσο και ως ποσοστό του ΑΕΠ.

Γ. Συμπερασματικά, η μικρότερη του αναμενομένου επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ της Κίνας στο 5,01% το 2024 και στο 5,0% το 2025 (Υποδιαίρεση 4.5.) συνδέεται κυρίως με την επιβράδυνση των επενδύσεων παγίου κεφαλαίου, λόγω της πτώσης των επενδύσεων σε κατοικίες, και σημειώθηκε παρά τη σημαντική θετική συμβολή των καθαρών εξαγωγών, η οποία υπερέβη τη 1,0 ποσοστιαία μονάδα ετησίως. Για την περίοδο 2026-2027, εφόσον η συμβολή των καθαρών εξαγωγών περιοριστεί, ενδεικτικά, στις 0,5 π.μ. το 2026 και στις 0,2 π.μ. το 2027, θα απαιτείτο αντίστοιχη αύξηση της συμβολής της ΕΤΔ από 4,0 π.μ. το 2025 σε 4,5 π.μ. το 2026 και σε 4,8 π.μ. το 2027, προκειμένου να διατηρηθεί η αύξηση του ΑΕΠ στο 5,0%. Ωστόσο, η επιτάχυνση της ΕΤΔ εμφανίζεται ιδιαίτερα δύσκολη για τους λόγους που αναλύθηκαν ανωτέρω. Το επικρατέστερο σενάριο είναι, συνεπώς, η επιβράδυνση της αύξησης του ΑΕΠ της Κίνας στο 4,8% το 2026 και στο 4,6% το 2027, με εκ νέου θετική συμβολή των καθαρών εξαγωγών κατά 0,7 π.μ. και 0,3 π.μ. αντίστοιχα, ενώ η συμβολή της ΕΤΔ εκτιμάται ότι θα αυξηθεί οριακά στις 4,1 π.μ. το 2026 και στις 4,3 π.μ. το 2027. Σημειώνεται ότι η θετική συμβολή των καθαρών εξαγωγών κατά την περίοδο 2023-2025 οφείλεται κυρίως στη χαμηλή ή οριακή αύξηση των εισαγωγών αγαθών (2023: -5,72%, 2024: +0,92%, 2025: +0,33%), παρά τη συνεχιζόμενη ισχυρή αύξηση των εξαγωγών αγαθών (2023: -4,56%, 2024: +4,62%, 2025: +5,82%).

### 3.4.2 Οι κίνδυνοι από την Ιταλία και, ενδεχομένως, και από τη Γαλλία.

Έως το 2020, οι κίνδυνοι που απορρέουν από την υψηλή υπερχρέωση της Ιταλίας αξιολογούνταν ως σημαντικοί. Οι κίνδυνοι αυτοί συνδέονταν, κατά κύριο λόγο, με την ουσιαστική εκτροπή της δημοσιονομικής πολιτικής, καθώς οι τότε κυβερνήσεις της Ιταλίας δεν επιδίωκαν τα αναγκαία πρωτογενή πλεονάσματα (ΠΠ) στη Γενική Κυβέρνηση (ΓΚ), τα οποία θα ήταν συμβατά με μια πορεία ουσιαστικής δημοσιονομικής εξυγίανσης, δηλαδή με τη μείωση του λόγου Χρέους ΓΚ προς ΑΕΠ. Η ένταση των κινδύνων ενισχυόταν περαιτέρω από τη διαχρονικά χαμηλή αναπτυξιακή επίδοση της ιταλικής οικονομίας (ΜΕΡΜ 2014-2019: 0,84%), καθώς και από το περιβάλλον πολύ χαμηλού πληθωρισμού. Υπό τις συνθήκες αυτές, οι κίνδυνοι θεωρούνταν ουσιώδεις τόσο για την ίδια την Ιταλία όσο και για τη Ζώνη του Ευρώ (ΖΤΕ) και, ευρύτερα, για την παγκόσμια οικονομία.

Με την εμφάνιση της κρίσης του Covid-19 και τη σημαντική επιβάρυνση της Ιταλίας, λόγω της ταχείας επέκτασης της πανδημίας στη χώρα, οι εκτιμήσεις στις αρχές της περιόδου ήταν ότι οι κίνδυνοι για την ΕΕ-20 και για την παγκόσμια οικονομία από την Ιταλία είχαν αναβαθμιστεί περαιτέρω. Η εξέλιξη αυτή αποδιδόταν στο γεγονός ότι η πανδημία, αναπόφευκτα, θα οδηγούσε σε πρόσθετη σημαντική επιδείνωση της δημοσιονομικής κατάστασης της χώρας.

Ωστόσο, αντί της υλοποίησης των ανωτέρω εκτιμώμενων κινδύνων, ήδη από το 2023 και το 2024 οι κίνδυνοι δημοσιονομικής κρίσης στην Ιταλία εμφανίζονται ουσιαστικά υποβαθμισμένοι. Η υποβάθμιση αυτή τεκμηριώνεται, μεταξύ άλλων, και από τις εξελίξεις στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις της χώρας: στις 12 Απριλίου 2025 η S&P αναβάθμισε την αξιολόγηση της Ιταλίας σε BBB+ με σταθερές προοπτικές (από BBB), στις 19 Σεπτεμβρίου 2025 η Fitch αναβάθμισε επίσης την αξιολόγηση σε BBB+ με σταθερές προοπτικές (από BBB), ενώ στις 11 Νοεμβρίου 2025 η Moody's αναβάθμισε την αξιολόγηση σε Baa2 με σταθερές προοπτικές (από Baa3 με θετικές προοπτικές).

Αντιθέτως, μετά τις Ευρωεκλογές του Ιουνίου 2024, η Γαλλία προβάλλει περισσότερο ως δυνητική πηγή κινδύνων για την Ευρώπη, λόγω της αντιοικονομικής στάσης του πολιτικού

συστήματος της χώρας, το οποίο έχει τεθεί εμφανώς αντίθετο στη λήψη των απολύτως αναγκαίων μέτρων δημοσιονομικής προσαρμογής. Η συνακόλουθη επιδείνωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων της Γαλλίας (Ελλείμματος ΓΚ – ΕτΓΚ και Πρωτογενούς Ελλείμματος ΓΚ – ΠΕτΓΚ) αποτυπώνεται στον Πίνακα 3.1., ενώ η εξέλιξη του Χρέους της ΓΚ της Γαλλίας (2025: 116,5% του ΑΕΠ, με εκτίμηση ανόδου στο 129,4% του ΑΕΠ το 2030) παρουσιάζεται στον Πίνακα 1.2. Παρά ταύτα, και οι κίνδυνοι που θα μπορούσαν να προκύψουν από ενδεχόμενη εμμονή στην εκτροπή της οικονομικής πολιτικής στη Γαλλία εμφανίζονται επίσης ουσιαστικά υποβαθμισμένοι. Ειδικότερα, τα μακροπρόθεσμα επιτόκια των γαλλικών κρατικών ομολόγων έχουν αυξηθεί (Διάγραμμα 2.14.), χωρίς, ωστόσο, να έχουν διαμορφωθεί σε επίπεδα που να σηματοδοτούν άμεσους χρηματοοικονομικούς κινδύνους.

Η ως άνω υποβάθμιση των κινδύνων αποσταθεροποίησης της ΕΕ-20 και της παγκόσμιας οικονομίας, τόσο από την Ιταλία όσο και από τη Γαλλία, αποδίδεται στους ακόλουθους βασικούς παράγοντες:

Πρώτον, η κρίση του Covid-19 παρείχε τη δυνατότητα στην ΕΚΤ να στηρίξει ανεπιφύλακτα την Ιταλία (καθώς και τη Γαλλία και το σύνολο των χωρών της ΕΕ-20), διατηρώντας το κόστος δανεισμού του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα σε εξαιρετικά χαμηλά επίπεδα, παρά τη μεγάλη αύξηση των δανειακών αναγκών των κυβερνήσεων της Ιταλίας και της Γαλλίας το 2020 και το 2021. Μέσω των σημαντικών TLTROs για τη χρηματοδότηση των τραπεζών, ακόμη και με αρνητικό κόστος, σε συνδυασμό με το QE ύψους € 1,85 τρις και το RRF ύψους € 725 δις, τα εκτεταμένα δημοσιονομικά πακέτα της Ιταλίας, της Γαλλίας και των λοιπών χωρών της ΕΕ-20 την περίοδο 2020-2021 χρηματοδοτήθηκαν χωρίς δυσχέρειες, με επιτόκια σχεδόν μηδενικά.

Δεύτερον, η ανεπιφύλακτη υποστήριξη από την ΕΚΤ έως το τέλος του 2022, καθώς και το RRF ύψους € 723 δις (με μερίδιο της Ιταλίας σε επιδοτήσεις και δάνεια € 191,5 δις και μερίδιο της Γαλλίας € 40,3 δις, αποκλειστικά σε επιδοτήσεις), συνέβαλαν ουσιαστικά στη βελτίωση των προοπτικών ανάπτυξης των οικονομιών της Ιταλίας και της Γαλλίας για την περίοδο 2023-2030, παρά τις αρνητικές επιδράσεις της ενεργειακής κρίσης κατά το 2023-2024 και τις επιβαρυντικές επιπτώσεις της εξωτερικής εμπορικής πολιτικής των ΗΠΑ το 2025.

Παρά τα ανωτέρω, από το 2ο εξάμηνο του 2023 τα μακροπρόθεσμα επιτόκια στην Ιταλία διαμορφώνονται σε υψηλά επίπεδα, ενώ αυξημένες είναι επίσης οι αντίστοιχες αποδόσεις στη Γαλλία κατά το 2024 και το 2025. Ειδικότερα, η απόδοση του 10ετούς ομολόγου της Ιταλίας και της Γαλλίας στην τρέχουσα περίοδο (9/12/2025) ανέρχεται σε 3,56% και 3,58% αντίστοιχα, έναντι 2,87% για το 10ετές γερμανικό ομόλογο (6/1/2025: 3,59%, 3,29% και 2,425% αντίστοιχα). Το περιθώριο (spread) έναντι των 10ετών γερμανικών ομολόγων έχει μειωθεί για την Ιταλία σε 0,69 π.μ. στις 9 Δεκεμβρίου 2025, από 1,15 π.μ. τον Δεκέμβριο 2024 και από 2,0 π.μ. τον Δεκέμβριο 2023. Αντίστοιχα, για τη Γαλλία το spread διαμορφώνεται σε 0,71 π.μ. στις 9 Δεκεμβρίου 2025, από 0,81 π.μ. τον Δεκέμβριο 2024 και από 0,55 π.μ. τον Δεκέμβριο 2023.

Η εξέλιξη αυτή στα spreads της Ιταλίας (σημαντική μείωση) και της Γαλλίας (σχετικά υψηλότερα επίπεδα) ερμηνεύεται από τα στοιχεία του Πίνακα 3.1. Ειδικότερα, η Ιταλία μείωσε το ΕτΓΚ στο -3,4% του ΑΕΠ το 2024 (ΠΠτΓΚ: 0,5% του ΑΕΠ) και στο -3,0% του ΑΕΠ το 2025 (ΠΠτΓΚ: 0,9% του ΑΕΠ), από -7,2% του ΑΕΠ το 2023 (ΠΕτΓΚ: -3,5% του ΑΕΠ) και από -8,1% του ΑΕΠ το 2022 (ΠΕτΓΚ: -4,0% του ΑΕΠ). Αντίθετα, στη Γαλλία το ΕτΓΚ αυξήθηκε στο -5,8% του ΑΕΠ το 2024 (ΠΕτΓΚ: -3,7% του ΑΕΠ) και διαμορφώθηκε στο -5,5% του ΑΕΠ το 2025 (ΠΕτΓΚ: -3,2% του ΑΕΠ), από -5,4% του ΑΕΠ το 2023 (ΠΕτΓΚ: -3,5% του ΑΕΠ) και από -4,7% του ΑΕΠ το 2022 (ΠΕτΓΚ: -2,8% του ΑΕΠ). Επιπλέον, το πολιτικό σύστημα της Γαλλίας, κατά τα τελευταία δύο έτη, δεν εμφανίζεται να επιδεικνύει επαρκή πρόθεση για ουσιαστική μείωση του ελλείμματος της ΓΚ, το οποίο, ακόμη και σε περίπτωση έγκρισης των μέτρων του προτεινόμενου από την παρούσα κυβέρνηση

Προϋπολογισμού 2026 (Π2026), εκτιμάται από την ΕΕ (Νοέμβριος 2025) ότι θα διαμορφωθεί εκ νέου στο -4,9% του ΑΕΠ το 2026.

Υπό τα δεδομένα αυτά, καθίσταται πιθανό ότι η αποκατάσταση της απολύτως αναγκαίας ισορροπίας στα δημόσια οικονομικά της Γαλλίας θα απαιτήσει μια ουσιαστική προσαρμογή του πολιτικού συστήματος στη χώρα, κατά τρόπο ανάλογο με την προσαρμογή που παρατηρήθηκε στην Ελλάδα τον Σεπτέμβριο 2015, αλλά με σαφώς μικρότερο σχετικό οικονομικό κόστος για τη Γαλλία. Και αυτό διότι, σε αντίθεση με την ελληνική περίπτωση, η Γαλλία εκτιμάται ότι θα διαθέτει αμέριστη υποστήριξη τόσο από την ΕΚΤ όσο και από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

Συνολικά, παρά το γεγονός ότι, για δεύτερη συνεχόμενη χρονιά, στη Γαλλία εξακολουθεί να διαφαίνεται ουσιαστική αδυναμία ή άρνηση του πολιτικού συστήματος να διαμορφώσει κυβέρνηση με επαρκή δυνατότητα σχεδιασμού και εφαρμογής των αναγκαίων μέτρων για τη μείωση του ΕτΓΚ, δεν διαπιστώνεται, επί του παρόντος, σημαντικός κίνδυνος εκδήλωσης χρηματοοικονομικής κρίσης στην ΕΕ-20. Στην τρέχουσα συγκυρία, παραμένει διαθέσιμη η προοπτική πραγματικής ή/και θεωρούμενης παρέμβασης της ΕΚΤ, η οποία δύναται να αποτρέψει διαταραχές στο χρηματοοικονομικό σύστημα της ΕΕ-20, ενδεικτικά στην περίπτωση μιας έντονης αύξησης του κόστους δανεισμού της Γαλλικής Κυβέρνησης. Σε μεταγενέστερο στάδιο, εφόσον οι πολίτες της Γαλλίας αντιληφθούν το αδιέξοδο που δημιουργείται από τη διατήρηση της υφιστάμενης δημοσιονομικής πορείας, εκτιμάται ότι η διάρθρωση ή/και οι προτεραιότητες του πολιτικού συστήματος θα υποστούν ουσιαστικές μεταβολές, κατά τρόπο ανάλογο με την εξέλιξη που παρατηρήθηκε στην Ελλάδα μετά τον Σεπτέμβριο 2015, και η Γαλλία θα επανέλθει σε δυναμικότερη αναπτυξιακή πορεία με πρωτογενή πλεονάσματα στη ΓΚ, αντί για τα σημερινά πρωτογενή ελλείμματα στη ΓΚ.

#### 4. Ανάπτυξη των χωρών προέλευσης των τουριστών στην Ελλάδα το 2010-2024 (ή 2014-2024) και προβλέψεις για το 2025-2027.

##### 4.1 Εισαγωγή

Στην παρούσα Έκθεση αναλύονται διεξοδικά: (1) οι οικονομίες που επηρεάζουν καταλυτικά την πορεία της παγκόσμιας ανάπτυξης, όπως οι Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής, η Κίνα, η Ιαπωνία, η Ζώνη του Ευρώ (ΕΕ-20), το Ηνωμένο Βασίλειο και η Ινδία, καθώς και ειδικότερα επιμέρους μεγάλες χώρες, όπως η Γερμανία, η Γαλλία, η Ιταλία, η Ολλανδία και άλλες, οι οποίες είτε αποτελούν σημαντικές χώρες προέλευσης εισερχόμενου τουρισμού για την Ελλάδα (όπως η Ζώνη του Ευρώ και ειδικότερα η Γερμανία, καθώς και οι ΗΠΑ, το Ηνωμένο Βασίλειο, η Γαλλία και η Ιταλία), είτε είναι λιγότερο σημαντικές ως χώρες προέλευσης (όπως η Κίνα και η Ινδία). (2) οι λοιπές μικρότερες οικονομίες στο παγκόσμιο σύστημα, οι οποίες, ωστόσο, αποτελούν σημαντικές χώρες προέλευσης ξένων τουριστών για την Ελλάδα, όπως η Ολλανδία, καθώς και οι γειτονικές χώρες, μεταξύ των οποίων η Κύπρος, η Βουλγαρία, η Βόρεια Μακεδονία, η Σερβία, η Ρουμανία, η Τουρκία κ.ά. (3) ορισμένες χώρες, όπως η Ιταλία και η Τουρκία, οι οποίες αποτελούν ταυτόχρονα χώρες προέλευσης τουριστών για την Ελλάδα αλλά και σημαντικές ανταγωνίστριες χώρες, καθώς και άλλες χώρες, όπως η Ισπανία, η Αίγυπτος, η Κροατία κ.ά., οι οποίες λειτουργούν κυρίως ως ανταγωνίστριες τουριστικές χώρες για την Ελλάδα.

Για την πλειονότητα των ανωτέρω χωρών παρουσιάζονται τα εξής: (i) η εξέλιξη του ΑΕΠ και της συνολικής οικονομικής δραστηριότητας κατά την περίοδο 2010-2024 ή, εναλλακτικά, 2014-2024, καθώς και στο εννεάμηνο του 2025, και οι προοπτικές ανάπτυξης κατά το 4ο τρίμηνο του 2025, καθώς και για τα έτη 2025, 2026 και 2027. (ii) για τις χώρες που αντιμετωπίζουν σοβαρές δημοσιονομικές προκλήσεις (όπως η Ιταλία, η Γαλλία, το Βέλγιο και, ιδίως, οι ΗΠΑ και η ΕΕ-20), εξετάζονται επιπλέον οι εξελίξεις στα δημόσια οικονομικά τους και η επίπτωση είτε της εφαρμοζόμενης δημοσιονομικής προσαρμογής είτε της συνεχιζόμενης δημοσιονομικής επέκτασης (όπως στις ΗΠΑ και, για πρώτη φορά, στη Γερμανία) στην αναπτυξιακή τους πορεία και στην παγκόσμια οικονομία.

Η επιβράδυνση της ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας και πολλών από τις βασικές χώρες προέλευσης ξένων τουριστών προς την Ελλάδα (με εξαίρεση τις ΗΠΑ) κατά τα έτη 2023 και 2024, ως αποτέλεσμα του ιδιαίτερα υψηλού πληθωρισμού και των αυξημένων επιτοκίων σε διεθνές επίπεδο, δεν ανέκοψε τη σημαντική αύξηση των αφίξεων ξένων τουριστών και των αντίστοιχων εισπράξεων από τον εισερχόμενο τουρισμό στην Ελλάδα κατά τη διετία αυτή. Παράλληλα, η αισθητή αποκλιμάκωση του πληθωρισμού στην Ευρώπη και στις ΗΠΑ και η έναρξη της διαδικασίας μείωσης των επιτοκίων από τις μεγάλες Κεντρικές Τράπεζες από τον Σεπτέμβριο του 2024 εκτιμάτο ότι θα συνέβαλλαν στη σταδιακή ανάκαμψη των ευρωπαϊκών οικονομιών και στη διατήρηση της εντυπωσιακής αναπτυξιακής δυναμικής της οικονομίας των ΗΠΑ, υποστηρίζοντας περαιτέρω τις αφίξεις και τις εισπράξεις από τον εισερχόμενο τουρισμό στην Ελλάδα.

Η ανατροπή, ωστόσο, του θεσμικού και οργανωτικού πλαισίου του διεθνούς εμπορίου από τις ΗΠΑ, από τις αρχές του 2025, φάνηκε αρχικά να υπονομεύει τις ανωτέρω θετικές προσδοκίες. Παρά ταύτα, η ανάπτυξη της οικονομίας των ΗΠΑ επιβραδύνθηκε μόνο οριακά και διατηρήθηκε σε υψηλά επίπεδα, αφενός λόγω της εξαιρετικά επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής που εφαρμόστηκε και αφετέρου λόγω των έντονων *wealth effects* που προέκυψαν από τη θεωρούμενη υπερδιόγκωση του πλούτου των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων στις ΗΠΑ, ως αποτέλεσμα της εκρηκτικής αύξησης των χρηματιστηριακών αξιών, η οποία αποδόθηκε στην εντυπωσιακή –πράγματι– ανάπτυξη της Τεχνητής Νοημοσύνης (Artificial Intelligence – AI).

Στο περιβάλλον αυτό, το οποίο διαμορφώθηκε από την ακραία αντιοικονομική εξωτερική εμπορική πολιτική των ΗΠΑ και από τη διατήρηση της ισχυρής δυναμικής της αμερικανικής οικονομίας και των αγορών της, η ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας και των λοιπών μεγάλων και μικρότερων χωρών το 2025 αποδείχθηκε μεν σαφώς υψηλότερη από τις εκτιμήσεις που διατυπώνονταν έως τον Ιούνιο του 2025 (υπό την επίδραση της έντονης αβεβαιότητας που προκαλούσαν οι συνεχείς ανακοινώσεις για τους δασμούς), ωστόσο παρέμεινε σημαντικά χαμηλότερη από το επίπεδο που θα μπορούσε να έχει επιτευχθεί εάν δεν είχε ανατραπεί το θεσμικό και οργανωτικό πλαίσιο του διεθνούς εμπορίου. Πλέον, το μείζον πρόβλημα δεν εντοπίζεται αποκλειστικά στους δασμούς, αλλά κυρίως στην εξωπραγματική αύξηση των χρηματιστηριακών αξιών στις ΗΠΑ και σε άλλες μεγάλες οικονομίες, η οποία, σε συνδυασμό με την ακραία επεκτατική δημοσιονομική πολιτική (και ενδεχομένως και τη νομισματική πολιτική) των ΗΠΑ, έχει αυξήσει αισθητά τους κινδύνους εκδήλωσης μιας νέας χρηματοοικονομικής και οικονομικής κρίσης παγκόσμιας εμβέλειας. Η κρίση αυτή ενδέχεται να μην εκδηλωθεί το 2026 ή ακόμη και το 2027, ωστόσο εκτιμάται ότι η πιθανότητά της αυξάνεται σημαντικά στα επόμενα έτη μετά το 2027, εφόσον οι πολιτικές και οι τάσεις που επικράτησαν το 2025 στην οικονομία των ΗΠΑ συνεχιστούν και το 2026, ενδεχομένως με την προσθήκη μιας ακόμη πιο επεκτατικής νομισματικής πολιτικής λόγω αλλαγών στη διοίκηση της FED.

Ειδικότερα, όσον αφορά την πορεία του εισερχόμενου τουρισμού στο ανωτέρω διεθνές οικονομικό περιβάλλον κατά τα τελευταία τέσσερα έτη, καταγράφονται τα εξής:

(1) Η εισερχόμενη ταξιδιωτική κίνηση αυξήθηκε κατά 89,3% το 2022, κατά 17,8% το 2023 και κατά 9,8% το 2024, ενώ στο εννεάμηνο του 2025 ήταν αυξημένη κατά 4,0% σε ετήσια βάση (yoγ). Ειδικότερα, στο εννεάμηνο του 2025 καταγράφεται αύξηση των αφίξεων από τη Γερμανία κατά 8,2% (σε 4,84 εκατ. τουρίστες), μικρή μείωση από τη Γαλλία κατά -0,6% (σε 1,71 εκατ. τουρίστες), αύξηση από το Ηνωμένο Βασίλειο κατά 4,3% (σε 4,06 εκατ. τουρίστες), αύξηση των αφίξεων από τη Ρωσία σε 20,5 χιλ. τουρίστες (έναντι 10,9 χιλ. στο εννεάμηνο 2024 και 34,0 χιλ. στο εννεάμηνο 2022), καθώς και αύξηση των αφίξεων από τις ΗΠΑ κατά 5,6% (εννεάμηνο 2024: +8,8% yoγ), σε 1,27 εκατ. τουρίστες.

(2) Οι εισπράξεις από τον εισερχόμενο τουρισμό αυξήθηκαν κατά 68,3% το 2022, κατά 16,5% το 2023 (σε € 20,59 δισ.) και κατά 5,4% το 2024 (σε € 21,7 δισ.), ενώ στο εννεάμηνο του 2025 ήταν αυξημένες κατά 9,0% σε ετήσια βάση. Ειδικότερα, στο εννεάμηνο του 2025 σημειώθηκε μικρή μείωση των εισπράξεων από τη Γερμανία κατά -0,8% (σε € 3,12 δισ.), αύξηση των εισπράξεων από τη Γαλλία κατά 7,3% (εννεάμηνο 2024: -14,9%) σε € 1,11 δισ., από το Ηνωμένο Βασίλειο κατά 11,9% (σε € 3,1 δισ.), από τις ΗΠΑ κατά 11,7% (εννεάμηνο 2024: +6,4% yoγ) σε € 1,4 δισ., καθώς και αύξηση των εισπράξεων από τη Ρωσία κατά 86,4%, σε € 22,6 εκατ., έναντι € 12,1 εκατ. στο εννεάμηνο του 2024 και € 29,5 εκατ. στο εννεάμηνο του 2023.

Για το σύνολο του έτους 2025, εκτιμάται πλέον αύξηση των εισπράξεων από τον εισερχόμενο τουρισμό κατά 7,9%, στα € 23,4 δισ., επίπεδο κατά 28,8% υψηλότερο σε σύγκριση με το 2019 (€ 18,18 δισ.).

Για το 2026 και ιδίως εφόσον επιβεβαιωθούν οι προβλέψεις για ανάκαμψη της ευρωπαϊκής οικονομίας και αποτροπή ύφεσης στην παγκόσμια οικονομία, όπως εκτιμάται από το ΔΝΤ, την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και το ΙΝΣΕΤΕ στην παρούσα Έκθεση, υπάρχει δυνατότητα για νέα αύξηση τόσο των αφίξεων όσο και των εισπράξεων από τον εισερχόμενο τουρισμό, υπό την επίδραση της συνεχώς ενισχυόμενης προσφοράς τουριστικών υπηρεσιών από την Ελλάδα, τόσο σε ποσοτικούς όσο και σε ποιοτικούς όρους. Σημειώνεται ότι η αύξηση της τουριστικής κίνησης στην Ελλάδα αποτελεί, σε πολύ μεγαλύτερο βαθμό, συνάρτηση της προσφοράς κατάλληλων και

ανταγωνιστικών τουριστικών υπηρεσιών από τη χώρα και σε πολύ μικρότερο βαθμό περιορισμό της ζήτησης από τις χώρες προέλευσης των τουριστών, η οποία παραμένει διαχρονικά υψηλή.

## 4.2 Η οικονομία των ΗΠΑ

### 4.2.1 Η ανάπτυξη στην περίοδο 2010-2024

Όπως προκύπτει από τον Πίνακα 4.1., ο μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής (ΜΕΡΜ) του ΑΕΠ των ΗΠΑ κατά την περίοδο 2010-2024 διαμορφώθηκε στο ιδιαίτερα υψηλό 2,41% (2014-2024: 2,49%). Η επίδοση αυτή οφείλεται κυρίως στη θετική συμβολή της εγχώριας τελικής ζήτησης (ΕΤΔ), η οποία συνέβαλε κατά 2,62 π.μ. ετησίως στην περίοδο 2010-2024 (2,79 π.μ. στην περίοδο 2014-2024). Αντίθετα, οι καθαρές εξαγωγές είχαν αρνητική συμβολή, αντανακλώντας τη διεύρυνση του ελλείμματος του Εξωτερικού Ισοζυγίου Αγαθών και Υπηρεσιών (ΕΙΑ&Υ), κατά -0,21 π.μ. ετησίως την περίοδο 2010-2024 και κατά -0,29 π.μ. ετησίως την περίοδο 2014-2024. Ενδεικτικά, η αρνητική αυτή επίπτωση ανήλθε σε -0,19 π.μ. το 2020, σε -1,33 π.μ. το 2021, σε -0,46 π.μ. το 2022 και σε -0,47 π.μ. το 2024, ενώ το 2023 καταγράφηκε πρόσκαιρα θετική συμβολή των καθαρών εξαγωγών κατά 0,45 π.μ.

Η αύξηση της ΕΤΔ, με ΜΕΡΜ 2,56% την περίοδο 2010-2024 και 2,74% την περίοδο 2014-2024, προσδιορίστηκε από τις ακόλουθες εξελίξεις:

- (i) την ιδιαίτερα ισχυρή αύξηση της Ιδιωτικής Κατανάλωσης (ΙΚ), με ΜΕΡΜ 2,49% και 2,79% αντίστοιχα, ρυθμούς που υπερέβησαν οριακά τον ΜΕΡΜ του ΑΕΠ (2,41% και 2,49% αντίστοιχα), επιβεβαιώνοντας τον κεντρικό ρόλο της κατανάλωσης στη μακροχρόνια αναπτυξιακή δυναμική της αμερικανικής οικονομίας·
- (ii) την εντυπωσιακή αύξηση των ιδιωτικών επενδύσεων παγίου κεφαλαίου (ΠΚ), με ΜΕΡΜ 4,57% την περίοδο 2010-2024 (επενδύσεις σε κατοικίες: 3,27%, επιχειρηματικές και λοιπές επενδύσεις ΠΚ: 4,90%) και 3,86% την περίοδο 2014-2024 (επενδύσεις σε κατοικίες: 2,56%, επιχειρηματικές και λοιπές επενδύσεις: 4,20%)·
- (iii) τη θετική, αν και σαφώς χαμηλότερη, συμβολή της Κατανάλωσης και των Επενδύσεων της Γενικής Κυβέρνησης (Κ&ΕτΓΚ), με ΜΕΡΜ 0,72% την περίοδο 2010-2024 και 1,71% την περίοδο 2014-2024, με ιδιαίτερη επιτάχυνση τα έτη 2023 και 2024 (3,5% και 3,8% αντίστοιχα)· και
- (iv) την αύξηση των ΕσΑ+ΣΔ κατά \$ 270,7 δισ. το 2024 σε σύγκριση με το 2009, αν και με σωρευτική μείωση κατά \$ 63,4 δισ. στην περίοδο 2024/2013.

Συνολικά, τα ανωτέρω στοιχεία καταδεικνύουν ότι η μακροχρόνια αναπτυξιακή επίδοση της οικονομίας των ΗΠΑ στηρίχθηκε σχεδόν αποκλειστικά στη δυναμική της εγχώριας ζήτησης –και ιδίως της ιδιωτικής κατανάλωσης και των ιδιωτικών επενδύσεων– ενώ οι καθαρές εξαγωγές λειτούργησαν διαχρονικά ως ανασταλτικός παράγοντας για τον ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ.

Πίνακας 4.1. ΑΕΠ των ΗΠΑ (Δισεκατομμύρια \$, σταθερές τιμές 2017)													
	2009	2013	2024	%Δ 2024/2009	ΜΕΡΜ 2010 2024	%Δ 2024/2013	ΜΕΡΜ 2014 2024	%Δ 2023	%Δ 2024	%Δ 2025*	%Δ 2026*	%Δ 2027*	
Ιδιωτική Κατανάλωση	11.123,6	11.889,9	16.088,5	44,6%	2,49%	35,31%	2,79%	2,6%	2,95%	2,6%	2,0%	1,8%	
Δημόσια κατανάλωση και επενδύσεις	3.542,7	3.275,6	3.945,3	11,4%	0,72%	20,45%	1,71%	3,5%	3,80%	1,1%	1,6%	1,2%	
Επενδύσεις ΠΚ	2.204,3	2.839,7	4.309,3	95,5%	4,57%	51,75%	3,86%	4,1%	2,98%	2,5%	1,8%	2,2%	
Επιχειρηματικές και άλλες Επενδύσεις σε κατοικίες	1.716,4	2.238,6	3.518,9	105,0%	4,90%	57,19%	4,20%	7,3%	2,93%	3,4%	2,6%	2,5%	
Επενδύσεις σε κατοικίες	487,9	601,1	790,4	62,0%	3,27%	31,49%	2,52%	-7,8%	3,17%	-1,7%	-1,7%	0,9%	
Μεταβολή Αποθεμάτων	-170,3	103,5	43,5	-125,5%	-191,30%	-57,97%	-7,58%	-67,4%	-8,23%	-35,6%	35,6%	15,8%	
Στατιστικές Διαφορές	-12,5	7,8	4,4	-135,2%	-193,28%	-43,59%	-5,07%	-144,2%	-137,61%	-303,4%	-33,0%	-141,7%	
Εγχώρια Τελική Δαπάνη (ΕΤΔ)	16.687,8	18.116,5	24.391,0	46,2%	2,56%	34,63%	2,74%	2,4%	3,14%	2,23%	2,0%	1,8%	
Εξαγωγές Αγαθών & Υπηρεσιών (X)	1.693,1	2.190,3	2.633,6	55,5%	2,99%	20,24%	1,69%	2,8%	3,64%	1,5%	1,6%	1,3%	
Εισαγωγές Αγαθών & υπηρεσιών (M)	2.031,8	2.494,6	3.666,2	80,4%	4,01%	46,97%	3,56%	-0,9%	5,77%	2,9%	2,2%	2,3%	
Εξ. Ισοζύγιο Αγαθών & Υπηρεσιών (ΕΙΑ&Υ)	-338,7	-304,3	-1.032,6	204,9%	7,71%	239,34%	11,75%	-9,7%	11,61%	6,6%	3,7%	4,7%	
ΑΕΠ, σταθερές τιμές αγοράς	16.349,1	17.812,2	23.358,4	42,9%	2,41%	31,14%	2,49%	2,93%	2,79%	2,0%	1,9%	1,7%	
Επίπτωση της Εγχώριας Τελικής Ζήτησης				47,12	2,62	35,23	2,79	2,49	3,27	2,32	2,07	1,92	
Επίπτωση των Καθαρών εξαγωγών				-4,24	-0,21	-4,09	-0,29	0,45	-0,47	-0,29	-0,17	-0,22	
%Δ(ΕΤΔ+X)				47,0%	2,60%				2,42%	3,19%	2,16%	1,94%	
ΔΜ				1634,4		443,3		-30,2	200,0	107,9	83,0	88,7	
Δ(ΕΤΔ+X)				8.643,7		6.717,8		617,6	834,7	582,6	536,1	501,9	
ΔΜ/Δ(ΕΤΔ+X)%=χ				18,9%		6,6%		-4,9%	24,0%	18,5%	15,5%	17,7%	

Πηγή: US Bureau of Economic Analysis, \*INSETE forecasts

Το έλλειμμα του Εξωτερικού Ισοζυγίου Αγαθών και Υπηρεσιών (ΕΙΑ&Υ) των ΗΠΑ διευρύνθηκε σημαντικά και ανήλθε στα -1,03 τρις \$ το 2024, ήτοι στο -4,42% του ΑΕΠ, έναντι -0,54 τρις \$ (-2,8% του ΑΕΠ) το 2017 και -0,34 τρις \$ (-2,07% του ΑΕΠ) το 2009. Σημειώνεται ότι το έλλειμμα του ΕΙΑ&Υ των ΗΠΑ αντιστοιχούσε το 2024 στο 28,2% των εισαγωγών Α&Υ, έναντι 12,2% το 2013 και 16,7% το 2009, καταδεικνύοντας τη διαχρονική και έντονη επιδείνωση της εξωτερικής ανισορροπίας της αμερικανικής οικονομίας.

Συγκριτικά, στην Ελλάδα, παρά το σημαντικό μέγεθός του, το έλλειμμα του ΕΙΑ&Υ διαμορφώθηκε σε πολύ χαμηλότερα επίπεδα, στο -19,2% των εισαγωγών Α&Υ το 2024 (και στο -16,1% του ΑΕΠ το 2023). Αντίθετα, στη Ζώνη του Ευρώ (ΕΕ-20) και ειδικότερα στη Γερμανία, καθώς και στην Κίνα, το ΕΙΑ&Υ είναι σαφώς πλεονασματικό, με το πλεόνασμα να αντιστοιχεί το 2023 στο 9,10%, 9,95% και 12,14% των εισαγωγών Α&Υ αντίστοιχα.

Με βάση τα ανωτέρω, οι ΗΠΑ χρηματοδοτούν περίπου το 28,2% των εισαγωγών Α&Υ τους μέσω καθαρών εισροών κεφαλαίων από το εξωτερικό, δηλαδή μέσω δανεισμού. Αντίθετα, η ΕΕ-20 και η Κίνα καλύπτουν τις εισαγωγές Α&Υ τους από τα έσοδα των εξαγωγών τους και, επιπλέον, δημιουργούν πλεόνασμα ισοδύναμο με περίπου 9,1% έως 12,1% των εισαγωγών Α&Υ, το οποίο διοχετεύεται σε επενδύσεις στο εξωτερικό, συμπεριλαμβανομένων και των ΗΠΑ, συμβάλλοντας κατ' αυτόν τον τρόπο στη χρηματοδότηση της δυνατότητας της αμερικανικής οικονομίας να απορροφά τις εξαγωγές τους.<sup>11</sup>

Το έλλειμμα του Εξωτερικού Ισοζυγίου Αγαθών και Υπηρεσιών (ΕΙΑ&Υ) αυξήθηκε με Μέσο Ετήσιο Ρυθμό Μεταβολής (ΜΕΡΜ) 7,71% στην περίοδο 2009–2023, παρά την εφαρμογή πολιτικών προστασίας από εισαγωγές κατά την προεδρική θητεία στις ΗΠΑ την περίοδο 2017–2021. Ειδικότερα, το έλλειμμα του ΕΙΑ&Υ αυξήθηκε κατά 41,2% το 2021, κατά 10,6% το 2022, μειώθηκε κατά -9,67% το 2023 και αυξήθηκε εκ νέου κατά 11,61% το 2024, γεγονός που καταδεικνύει τη διαχρονική τάση διεύρυνσης της εξωτερικής ανισορροπίας της αμερικανικής οικονομίας.

Τέλος, σημειώνεται ότι οι εξαγωγές Αγαθών και Υπηρεσιών των ΗΠΑ αντιστοιχούν σε σχετικά μικρό ποσοστό της Εγχώριας Τελικής Δαπάνης (ΕΤΔ), ήτοι στο 10,8%. Ως εκ τούτου, η αύξηση του αθροίσματος ΕΤΔ+X με ΜΕΡΜ 2,6% στην περίοδο 2010–2024 προσδιορίστηκε σε μεγάλο

<sup>11</sup> Αυτό είναι η κύρια συνιστώσα του “American exceptionalism”.

βαθμό από την αύξηση της ΕΤΔ με ΜΕΡΜ 2,56%, ενώ οι εξαγωγές Α&Υ αυξήθηκαν με ΜΕΡΜ 2,99%. Παράλληλα, οι εισαγωγές Α&Υ αυξήθηκαν με ΜΕΡΜ 4,01%, με αποτέλεσμα το import content ratio της αύξησης του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ να διαμορφώνεται στο  $\chi = 18,9\%$ , επίπεδο που θεωρείται συμβατό με τα διαρθρωτικά χαρακτηριστικά της οικονομίας των ΗΠΑ.<sup>12</sup>

Πίνακας 4.2. ΗΠΑ: Εξέλιξη του ΑΕΠ το 2023-2024 και στο 9μηνο 2025, και εκτίμηση του ΙΝΣΕΤΕ για το 4ο 3μηνο 2025 και το 2025 (Σταθερές τιμές 2017)																			
	9μηνο 2023		Q4 2023		2023		9μηνο 2024		Q4 2024		2024		9μηνο 2025		Q4 2025*		2025*		
	Δισ. \$	Δισ. \$	Δισ. \$	Δισ. \$	% Δ	Δισ. \$	% Δ	Δισ. \$	% Δ	Δισ. \$	% Δ	Δισ. \$	% Δ	Δισ. \$	% Δ	Δισ. \$	% Δ		
<b>Ιδιωτική Κατανάλωση</b>	15.573,8	15.789,7	15.627,8	16.011,0	2,8%	16.320,9	3,4%	16.088,5	<b>2,95%</b>	16.460,2	2,81%	16.663,6	2,10%	16.511,1	2,6%	16.511,1	2,6%	16.511,1	2,6%
<b>Δημόσια κατανάλωση και επενδύσεις</b>	3.779,2	3.865,1	3.800,7	3.925,9	3,9%	4.003,8	3,6%	3.945,4	<b>3,81%</b>	4.000,7	1,91%	3.951,8	-1,30%	3.988,4	1,1%	3.988,4	1,1%	3.988,4	1,1%
<b>Επενδύσεις</b>	4.158,4	4.263,6	4.184,7	4.310,7	3,7%	4.305,1	1,0%	4.309,3	<b>2,98%</b>	4.425,1	2,65%	4.386,1	1,88%	4.415,4	2,5%	4.415,4	2,5%	4.415,4	2,5%
<b>Επιχειρηματικές και άλλες Κατακίσεις</b>	3.397,2	3.483,0	3.418,6	3.520,4	3,6%	3.514,4	0,9%	3.518,9	<b>2,9%</b>	3.646,6	3,58%	3.612,8	2,80%	3.638,1	3,4%	3.638,1	3,4%	3.638,1	3,4%
<b>Μεταβολή Αποθεμάτων</b>	42,7	61,9	47,5	52,3	22,6%	17,1	-72,4%	43,5	<b>-8,4%</b>	41,4	-20,91%	-12,0	-170%	28,0	-35,6%	28,0	-35,6%	28,0	-35,6%
<b>Στατ. Διαφ.</b>	-11,6	-12,3	-11,8	3,0	-125,6%	8,5	-169,1%	4,4	<b>-137,0%</b>	-14,0	-570,8%	6,1	-28,2%	-8,9	-305,7%	-8,9	-305,7%	-8,9	-305,7%
<b>Εγχώρια Τελική Ζήτηση</b>	23.542,5	23.968,0	23.648,9	24.302,8	3,2%	24.655,4	2,9%	24.391,0	<b>3,14%</b>	24.913,4	2,51%	24.995,6	1,38%	24.933,9	2,2%	24.933,9	2,2%	24.933,9	2,2%
<b>Εξαγωγές Αγαθών &amp; Υπηρεσιών</b>	2.529,8	2.574,6	2.541,0	2.625,3	3,8%	2.658,5	3,3%	2.633,6	<b>3,64%</b>	2.670,2	1,71%	2.682,4	0,90%	2.673,2	1,5%	2.673,2	1,5%	2.673,2	1,5%
<b>Εισαγωγές Αγαθών &amp; υπηρεσιών</b>	3.452,0	3.508,8	3.466,2	3.645,7	5,6%	3.727,4	6,2%	3.666,2	<b>5,77%</b>	3.802,1	4,29%	3.690,1	-1,00%	3.774,1	2,9%	3.774,1	2,9%	3.774,1	2,9%
<b>Ισοζύγιο Αγαθών &amp; Υπηρεσιών</b>	<b>-922,2</b>	<b>-934,2</b>	<b>-925,2</b>	<b>-1.020,4</b>	10,66%	<b>-1.068,9</b>	14,42%	<b>-1.032,6</b>	<b>11,6%</b>	<b>-1.132,0</b>	10,93%	<b>-1.007,7</b>	-5,73%	<b>-1.100,9</b>	6,6%	<b>-1.100,9</b>	6,6%	<b>-1.100,9</b>	6,6%
<b>ΑΕΠ, σταθερές τιμές αγοράς</b>	<b>22.620,4</b>	<b>23.033,8</b>	<b>22.723,7</b>	<b>23.282,4</b>	2,93%	<b>23.586,5</b>	2,40%	<b>23.358,4</b>	<b>2,79%</b>	<b>23.781,4</b>	2,14%	<b>23.987,9</b>	1,70%	<b>23.833,0</b>	2,0%	<b>23.833,0</b>	2,0%	<b>23.833,0</b>	2,0%
<b>Συμβολή στη Μεταβολή του ΑΕΠ</b>																			
<b>Ιδιωτική Κατανάλωση</b>						1,93	2,31	2,03		1,93	1,45		1,81		1,45		1,81		1,81
<b>Δημόσια κατανάλωση και επενδύσεις</b>						0,65	0,60	0,64		0,32	-0,22		0,18		-0,22		0,18		0,18
<b>Επενδύσεις</b>						0,67	0,18	0,55		0,49	0,34		0,45		0,34		0,45		0,45
<b>Επιχειρηματικές και άλλες Κατακίσεις</b>						0,54	0,14	0,44		0,54	0,42		0,51		0,42		0,51		0,51
<b>Μεταβολή Αποθεμάτων</b>						0,13	0,04	0,11		-0,05	-0,07		-0,06		-0,07		-0,06		-0,06
<b>Στατ. Διαφ.</b>						0,04	-0,19	-0,02		-0,05	-0,12		-0,07		-0,12		-0,07		-0,07
<b>Εγχώρια Τελική Ζήτηση</b>						0,06	0,09	0,07		-0,07	-0,01		-0,06		-0,01		-0,06		-0,06
<b>Εξαγωγές Αγαθών &amp; Υπηρεσιών</b>						<b>3,36</b>	<b>2,98</b>	<b>3,27</b>		<b>2,62</b>	<b>1,44</b>		<b>2,32</b>		<b>1,44</b>		<b>2,32</b>		<b>2,32</b>
<b>Εισαγωγές Αγαθών &amp; Υπηρεσιών</b>						0,42	0,36	0,41		0,19	0,10		0,17		0,10		0,17		0,17
<b>Εισαγωγές Αγαθών &amp; υπηρεσιών</b>						-0,86	-0,95	-0,88		-0,67	-0,46		-0,46		-0,46		-0,46		-0,46
<b>Ισοζύγιο Αγαθών &amp; Υπηρεσιών</b>						<b>-0,43</b>	<b>-0,58</b>	<b>-0,47</b>		<b>-0,48</b>	<b>-0,29</b>		<b>-0,29</b>		<b>-0,29</b>		<b>-0,29</b>		<b>-0,29</b>
<b>ΑΕΠ, σταθερές τιμές αγοράς</b>						<b>2,93</b>	<b>2,40</b>	<b>2,79</b>		<b>2,14</b>	<b>1,70</b>		<b>2,03</b>		<b>1,70</b>		<b>2,03</b>		<b>2,03</b>

Πηγή: Eurostat, \* Εκτιμήσεις ΙΝΣΕΤΕ

Ειδικότερα, το 2024 (Πίνακας 4.2.), η αύξηση του ΑΕΠ των ΗΠΑ κατά 2,79% διαμορφώθηκε ως αποτέλεσμα των ακόλουθων παραγόντων.

Πρώτον, καταγράφηκε σημαντική αύξηση της Εγχώριας Τελικής Ζήτησης (ΕΤΔ) κατά 3,14%, η οποία συνέβαλε θετικά στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 3,27 ποσοστιαίες μονάδες. Η εξέλιξη αυτή προήλθε κυρίως από την ισχυρή άνοδο της Ιδιωτικής Κατανάλωσης (ΙΚ) κατά 2,95%, από την αύξηση της Κατανάλωσης και των Επενδύσεων της Γενικής Κυβέρνησης (Κ&ΕΓΚ) κατά 3,81%, καθώς και από την αύξηση των Επενδύσεων Παγίου Κεφαλαίου (ΠΚ) κατά 2,98%. Ειδικότερα, οι επενδύσεις σε κατοικίες αυξήθηκαν κατά 3,2%, ενώ οι επιχειρηματικές και λοιπές επενδύσεις ΠΚ αυξήθηκαν κατά 2,9%. Παράλληλα, τα Εισοδήματα από Αμοιβές και Συντάξεις Δημοσίου (Εσα+ΣΔ) αυξήθηκαν κατά \$12,1 δισ. το 2024, μετά τη σημαντική μείωσή τους κατά -138,3 δισ. \$ το 2023.

Δεύτερον, σημειώθηκε σημαντική αύξηση του ελλείμματος του Εξωτερικού Ισοζυγίου Αγαθών και Υπηρεσιών (ΕΙΑ&Υ) κατά +15,49%, γεγονός που είχε αρνητική συμβολή στην αύξηση του ΑΕΠ μέσω των καθαρών εξαγωγών, κατά -0,47 ποσοστιαίες μονάδες. Η εξέλιξη αυτή αντανακλά

<sup>12</sup> Σημειώνεται ότι το  $\chi$ -ratio είναι σχετικά χαμηλό στις ΗΠΑ και διότι οι εισαγωγές Α&Υ των ΗΠΑ αποτελούσαν το 2024 μόλις το 15,7% του ΑΕΠ και μόλις το 13,6% του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ. Στην Ελλάδα το  $\chi$ -ratio είναι υψηλότερο διότι το 2023 οι εισαγωγές Α&Υ ανέρχονταν στο 43,4% του ΑΕΠ και στο 30,3% του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ. Ωστόσο, τα δεδομένα αυτά δεν δικαιολογούν τη διαμόρφωση του  $\chi$ -ratio στην Ελλάδα το 2024/2013 στο 58,85%, όταν στις ΗΠΑ μόλις στο 6,6%.

την αύξηση των εξαγωγών Α&Υ κατά 1,28% και, κυρίως, την πολύ ισχυρότερη αύξηση των εισαγωγών Α&Υ κατά 5,26%.

Όπως προκύπτει επίσης από τον Πίνακα 4.2., το import content ratio ( $\chi$ ) της αύξησης του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ, το οποίο αυξήθηκε κατά 2,27% το 2024, διαμορφώθηκε στο 31,4%, λόγω της έντονης ανόδου των εισαγωγών Α&Υ κατά 5,26%. Σημειώνεται ότι το  $\chi$ -ratio είχε διαμορφωθεί στο -4,9% την περίοδο 2023/2022, στο 33,4% την περίοδο 2022/2021, στο 24,7% την περίοδο 2021/2020 και στο 38,7% την περίοδο 2020/2019.

Η ανωτέρω ιδιαίτερα ισχυρή αναπτυξιακή επίδοση της οικονομίας των ΗΠΑ στην περίοδο 2022-2024 συνιστά, αναμφίβολα, ένα από τα πλέον εντυπωσιακά παραδείγματα «ήπιας προσγείωσης» (soft landing) στην ιστορία της αμερικανικής οικονομίας, δεδομένης της μετάβασης από τα εξαιρετικά χαμηλά ή μηδενικά επιτόκια των αρχών του 2022 στα πολύ υψηλά επιτόκια και στη σημαντική μείωση του ενεργητικού της FED έως τον Σεπτέμβριο 2024.

Ωστόσο, η ανάπτυξη της οικονομίας το 2023 και το 2024 στηρίχθηκε σε μεγάλο βαθμό στην υπερβολικά επεκτατική δημοσιονομική πολιτική, η οποία, υπό κανονικές συνθήκες, αναμενόταν να αντιστραφεί από τις αρχές του 2025. Παρά ταύτα, η ακραία επεκτατική δημοσιονομική πολιτική συνεχίστηκε απρόσκοπτα και κατά το 2025. Ενδεικτικά, η κατανάλωση και οι επενδύσεις της Γενικής Κυβέρνησης αυξήθηκαν κατά 3,49% το 2023 και κατά 3,80% το 2024, ενώ στο 9μηνο του 2025 αυξήθηκαν περαιτέρω κατά 2,04%. Οι εξελίξεις αυτές είχαν θετική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 0,58 ποσοστιαίες μονάδες το 2023, κατά 0,64 ποσοστιαίες μονάδες το 2024 και κατά 0,34 ποσοστιαίες μονάδες στο 9μηνο του 2025.

Σε συνδυασμό με τα σημαντικά αυξημένα επιτόκια και τον επίσης αυξημένο δανεισμό της Ομοσπονδιακής Γενικής Κυβέρνησης (ΟΓΚ) των ΗΠΑ, οι ανωτέρω εξελίξεις συνέβαλαν στην αύξηση του ελλείμματος της ΟΓΚ (ΕτΟΓΚ) στο -7,7% του ΑΕΠ το 2023 και στο -8,0% του ΑΕΠ το 2024, από -3,7% του ΑΕΠ το 2022 (Πίνακας 3.1.). Στη συνέχεια, αντί της αναγκαίας και ουσιαστικής δημοσιονομικής προσαρμογής το 2025, το έλλειμμα της ΟΓΚ διαμορφώθηκε και πάλι σε ιδιαίτερα υψηλό επίπεδο, στο -7,5% του ΑΕΠ. Επιπλέον, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (Νοέμβριος 2025), το ΕτΟΓΚ εκτιμάται ότι θα αυξηθεί περαιτέρω στο -7,8% του ΑΕΠ τόσο το 2026 όσο και το 2027 (βλέπε και Υποδιαίρεση 3.2.2.). Ειδικότερα:

#### 4.2.2 Η ανάπτυξη το 2025

Η οικονομία των ΗΠΑ λειτούργησε το 2025 υπό την ταυτόχρονη επίδραση μιας σειράς ιδιαίτερα σημαντικών και αλληλοενισχυόμενων παραγόντων.

Πρώτον, καθοριστικό ρόλο διαδραμάτισε η εφαρμογή της ακραία αντιοικονομικής και αντισυμβατικής Εξωτερικής Εμπορικής Πολιτικής (ΕΕΠ), η οποία επιβλήθηκε από τη Νέα Κυβέρνηση των ΗΠΑ από τον Φεβρουάριο του 2025 και δημιούργησε σημαντικές στρεβλώσεις τόσο στο διεθνές εμπόριο όσο και στις προσδοκίες των οικονομικών παραγόντων.

Δεύτερον, η οικονομική δραστηριότητα επηρεάστηκε έντονα από τη συνέχιση, και κατά το 2025, της ακραία επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής, με προοπτική περαιτέρω εντατικοποίησής της το 2026 και το 2027. Από τον Δεκέμβριο 2025, η πολιτική αυτή ενισχύθηκε επιπλέον από τη στροφή της νομισματικής πολιτικής σε σημαντικά διευκολυντική κατεύθυνση, γεγονός που επέδρασε άμεσα στη χρηματοδότηση των αυξανόμενων δημοσιονομικών ελλειμμάτων.

Τρίτον, συνεχίστηκε η εκρηκτική αυξητική πορεία των χρηματιστηριακών αξιών των εισηγμένων επιχειρήσεων (Πίνακας 1.5.), από τα ήδη υπερδιογκωμένα επίπεδα του Δεκεμβρίου 2024, με

την πλειοψηφία των αναλυτών να διατυπώνει εκτιμήσεις για νέα σημαντική άνοδο και το 2026. Η εν λόγω εξωπραγματικά ανοδική πορεία των αγορών αποδίδεται από τους αναλυτές στις ιδιαίτερα ευνοϊκές προοπτικές που αποδίδονται στην οικονομία των ΗΠΑ και στην παγκόσμια οικονομία λόγω των εφαρμογών της Τεχνητής Νοημοσύνης (Artificial Intelligence – AI). Ωστόσο, ενώ οι προοπτικές της AI μπορούν να εξηγήσουν την εκρηκτική άνοδο των χρηματιστηριακών αγορών το 2022, το 2023 και ενδεχομένως και το 2024, το 2025 η δυναμική αυτή φαίνεται σε μεγάλο βαθμό να αυτοτροφοδοτείται, ενισχυόμενη περαιτέρω από την ενεργό στήριξη της FED, η οποία ανέλαβε εκ νέου ρόλο χρηματοδότησης των πολύ μεγάλων δημοσιονομικών ελλειμμάτων.

Τέταρτον, στους ανωτέρω παράγοντες προστέθηκε η ιδιαίτερα μεγάλη πτώση των τιμών του πετρελαίου, η οποία εκτιμάται στο -15,0% για το σύνολο του 2025 (9μηνο 2025: -15,43% σε ετήσια βάση). Η εξέλιξη αυτή συνέβαλε αποφασιστικά στη διατήρηση του πληθωρισμού των ΗΠΑ σε σχετικά χαμηλά επίπεδα, παρά την πληθωριστική επίδραση των δασμών και της ακραία επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής.

Οι ανωτέρω παράγοντες συνέβαλαν ώστε το ΑΕΠ των ΗΠΑ να αυξηθεί κατά 2,14% στο 9μηνο του 2025 (3ο τρίμηνο 2025: 2,33%), μετά την αύξησή του κατά 2,93% στο 9μηνο του 2024 (3ο τρίμηνο 2024: 2,79%) (Πίνακας 4.2.). Η εξέλιξη αυτή ήταν σαφώς καλύτερη των αρχικών εκτιμήσεων και ανέδειξε εκ των υστέρων τη σημασία της μείωσης των επιτοκίων από τη FED στις 10 Δεκεμβρίου 2025.

Η ανωτέρω αύξηση του ΑΕΠ στο 9μηνο του 2025 προσδιορίστηκε από τους ακόλουθους επιμέρους παράγοντες.

(α) Καταγράφηκε εκ νέου αξιοσημείωτη αύξηση της Ιδιωτικής Κατανάλωσης (ΙΚ) κατά 2,81% στο 9μηνο του 2025 (3ο τρίμηνο 2025: 2,62%), με τα νοικοκυριά των ΗΠΑ να συνεχίζουν να δαπανούν τον υπερδιογκωμένο και εκρηκτικά αυξημένο θεωρούμενο πλούτο τους, ο οποίος απορρέει από την άνοδο των χρηματιστηριακών αξιών.

(β) Σημαντική ήταν και η αύξηση της Κατανάλωσης και των Επενδύσεων της Γενικής Κυβέρνησης (Κ&ΕΤΓΚ) κατά 1,91% στο 9μηνο του 2025 (3ο τρίμηνο 2025: 1,1%), μετά την πολύ ισχυρή αύξησή τους κατά 3,88% στο 9μηνο του 2024 και κατά 3,2% στο 9μηνο του 2023. Η εξέλιξη αυτή κατέστη εφικτή χάρη στη συνεχιζόμενη ομαλή χρηματοδότηση των αυξανόμενων δημοσιονομικών ελλειμμάτων, τόσο από τη FED όσο και από τον διογκούμενο θεωρούμενο πλούτο των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων.

(γ) Ιδιαίτερα εντυπωσιακή ήταν η αύξηση των επιχειρηματικών επενδύσεων, συμπεριλαμβανομένων και των επενδύσεων σε υποδομές που συνδέονται με την AI, οι οποίες αυξήθηκαν κατά 3,58% στο 9μηνο του 2025 (3ο τρίμηνο 2025: 3,87%). Η αύξηση της ΙΚ και της Κ&ΕΤΓΚ σε περιβάλλον αυξημένων τιμών και περιθωρίων κέρδους ενίσχυσε τα κέρδη των επιχειρήσεων. Σε συνδυασμό με το χαμηλό κόστος χρηματοδότησης, τόσο για ίδια κεφάλαια (p/e του S&P 500 στο 29 το 2025) όσο και για δανειακά κεφάλαια μετά τις μειώσεις επιτοκίων της FED, οι εξελίξεις αυτές συνέβαλαν στη συνέχιση της ισχυρής επενδυτικής δραστηριότητας.

(δ) Αντίθετα, οι επενδύσεις σε κατοικίες παρουσίασαν αρνητική εξέλιξη, με πτώση κατά -1,49% στο 9μηνο του 2025 (3ο τρίμηνο 2025: -1,81%). Η εξέλιξη αυτή αποδίδεται στο γεγονός ότι η Κυβέρνηση και η FED δεν είναι σε θέση να ελέγξουν τα μακροπρόθεσμα επιτόκια. Με τα επιτόκια των 30ετών στεγαστικών δανείων να διαμορφώνονται ακόμη στο 6,2% και των 15ετών στο 5,43%, και με προοπτικές περαιτέρω ανόδου λόγω πιθανής αύξησης του πληθωρισμού το

2026, ο κλάδος της κατοικίας δεν ανταποκρίνεται θετικά, παρά την υπερδιόγκωση του θεωρούμενου πλούτου.

(ε) Τέλος, τα ΕΣΑ+ΣΔ μειώθηκαν κατά -27,9 δισ. \$ στο 9μηνο του 2025 (3ο τρίμηνο 2025: -151,6 δισ. \$).

Ως αποτέλεσμα των ανωτέρω, η αύξηση της Εγχώριας Τελικής Ζήτησης (ΕΤΔ) διαμορφώθηκε στο 2,51% στο 9μηνο του 2025 (3ο τρίμηνο 2025: 1,79%), με θετική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 2,62 ποσοστιαίες μονάδες (3ο τρίμηνο 2025: 1,87 ποσοστιαίες μονάδες).

Στον εξωτερικό τομέα, οι δασμοί συνέβαλαν τελικά σε θετική συμβολή των καθαρών εξαγωγών στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 0,46 ποσοστιαίες μονάδες στο 3ο τρίμηνο του 2025 (εξαγωγές Α&Υ: +1,48%, εισαγωγές Α&Υ: -1,83%). Ωστόσο, στο σύνολο του 9μήνου του 2025 η επίπτωση των καθαρών εξαγωγών παρέμεινε αρνητική, στις -0,48 ποσοστιαίες μονάδες (εξαγωγές Α&Υ: +1,71%, εισαγωγές Α&Υ: +4,29%).

Με βάση τα ανωτέρω, στο 4ο τρίμηνο του 2025 αναμένεται θετική συμβολή των καθαρών εξαγωγών κατά 0,26 ποσοστιαίες μονάδες (εξαγωγές Α&Υ: +0,9%, εισαγωγές Α&Υ: -1,0%), περιορίζοντας τη συνολική αρνητική επίπτωσή τους για το σύνολο του έτους στις -0,29 ποσοστιαίες μονάδες (εξαγωγές Α&Υ: +1,5%, εισαγωγές Α&Υ: +2,9%). Αντίθετα, η αύξηση της ΕΤΔ στο 4ο τρίμηνο του 2025 εκτιμάται ότι περιορίστηκε στο 1,38% (επίπτωση στο ΑΕΠ: 1,44 ποσοστιαίες μονάδες), μεταξύ άλλων και λόγω της διακοπής της λειτουργίας της Ομοσπονδιακής Κυβέρνησης των ΗΠΑ από την 1η Οκτωβρίου έως την 12η Νοεμβρίου 2025.

Υπό τις συνθήκες αυτές, η αύξηση του ΑΕΠ εκτιμάται στο χαμηλό 1,7% στο 4ο τρίμηνο του 2025, διαμορφώνοντας την αύξηση του ΑΕΠ για το σύνολο του 2025 στο υψηλότερο του αναμενομένου 2,0%. Ειδικότερα, εκτιμάται αύξηση της ΙΚ κατά 2,1% στο 4ο τρίμηνο του 2025 και κατά 2,6% στο σύνολο του έτους, μικρή πτώση της Κ&ΕτΓΚ κατά -1,3% στο 4ο τρίμηνο και αύξησή τους κατά 1,1% στο σύνολο του 2025, αύξηση των επιχειρηματικών επενδύσεων κατά 2,8% στο 4ο τρίμηνο και κατά 3,4% το 2025, καθώς και μείωση των ΕΣΑ+ΣΔ κατά -31,5 δισ. \$ στο 4ο τρίμηνο και κατά -28,8 δισ. \$ στο σύνολο του έτους.

Συνεπώς, στην περίοδο εφαρμογής της αντισυμβατικής και αντιοικονομικής δασμολογικής πολιτικής, της ακραία επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής και της υπερδιόγκωσης των χρηματιστηριακών αξιών, η αύξηση του ΑΕΠ των ΗΠΑ επιβραδύνθηκε στο 2,0% το 2025, από 2,79% το 2024.

Συμπερασματικά, πριν από το 2025, το ΑΕΠ των ΗΠΑ είχε αυξηθεί κατά 2,52% το 2022 (αναθεωρημένο από 1,9%), κατά 2,93% το 2023 (αναθεωρημένο από 2,89%) και κατά 2,79% το 2024 (Πίνακας 4.1.). Στο 9μηνο του 2025 η αύξηση του ΑΕΠ διαμορφώθηκε στο 2,14%, με αρνητική επίπτωση από τους δασμούς, η οποία δεν αντισταθμίστηκε πλήρως από τη θετική επίδραση της ακραία επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής και της εκρηκτικής ανόδου των χρηματιστηριακών αξιών με πρόσχημα την ΑΙ. Εκτιμάται δε αύξηση του ΑΕΠ κατά 1,7% στο 4ο τρίμηνο του 2025 και κατά 2,0% στο σύνολο του έτους, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του ΔΝΤ (Οκτώβριος 2025: 2,0%), της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (Νοέμβριος 2025: 1,6%) και της FED (Δεκέμβριος 2025: 1,7%).

## Η εξέλιξη της απασχόλησης και η FED.

Η υψηλή ανάπτυξη της οικονομίας των ΗΠΑ το 2023-2024 και στο 1ο τετράμηνο του 2025 συνοδεύτηκε από συνεχιζόμενη ισχυρή αύξηση της απασχόλησης στον μη αγροτικό τομέα, με μέση μηνιαία αύξηση κατά 195 χιλ. άτομα το 2023, 168 χιλ. το 2024 και 123 χιλ. στο 1ο τετράμηνο του 2025. Στη συνέχεια, στο τετράμηνο Μαΐου–Αυγούστου 2025, η μέση μηνιαία αύξηση της απασχόλησης περιορίστηκε στις 19 χιλ. θέσεις, για να αυξηθεί εκ νέου στις 119 χιλ. τον Σεπτέμβριο 2025, αυξάνοντας σημαντικά την αβεβαιότητα για την πραγματική πορεία της οικονομίας.

Με βάση την έντονη επιβράδυνση της απασχόλησης στο τετράμηνο Μαΐου–Αυγούστου 2025, η FED προχώρησε σε μείωση του επιτοκίου παρέμβασής της στο εύρος 3,75%–4,0% στις 29 Οκτωβρίου 2025. Ωστόσο, ενόψει της συνεδρίασης της FOMC της 10ης Δεκεμβρίου 2025, τα διαθέσιμα στοιχεία αφορούσαν κυρίως τη μεγάλη αύξηση της απασχόλησης τον Σεπτέμβριο 2025 (+119 χιλ., με ανεργία 4,4%) και ενδείξεις για πιθανή επιβράδυνση τον Οκτώβριο 2025, για τον οποίο δεν υπήρχαν πλήρη στοιχεία λόγω της αναστολής λειτουργίας της Κυβέρνησης. Για τον Νοέμβριο 2025 καταγράφηκε αύξηση της απασχόλησης κατά 64 χιλ. άτομα, με την ανεργία στο 4,6%, ενώ εκτιμάται μείωση της απασχόλησης κατά -105 χιλ. άτομα τον Οκτώβριο 2025 λόγω του κυβερνητικού «shutdown».

## Η εξέλιξη του πληθωρισμού και η FED.

Η υψηλή ανάπτυξη και η ισχυρή εγχώρια ζήτηση στις ΗΠΑ δεν απέτρεψαν τη σημαντική αποκλιμάκωση του πληθωρισμού με βάση τον ΔTK στο 2,95% το 2024, από 4,12% το 2023, 8,0% το 2022 και 4,7% το 2021 (Πίνακας 1.1.). Στο 9μηνο του 2025, ο μέσος πληθωρισμός με βάση τον ΔTK διαμορφώθηκε στο 2,69%, με την πληθωριστική επίδραση των δασμών και της επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής να αντισταθμίζεται σε μεγάλο βαθμό από την ισχυρότερη του αναμενομένου πτώση των τιμών του πετρελαίου.

Ωστόσο, ο πληθωρισμός αυξήθηκε στο 3,01% τον Σεπτέμβριο 2025, από 2,7% τον Ιούλιο και 2,35% τον Μάιο 2025. Η FED είχε μειώσει τα επιτόκια τον Σεπτέμβριο και τον Οκτώβριο 2025 με βάση τον μέσο πληθωρισμό του τετραμήνου Μαΐου–Αυγούστου 2025 (2,66%). Παρά το γεγονός ότι, ενόψει της συνεδρίασης της 10ης Δεκεμβρίου 2025, τα διαθέσιμα στοιχεία αφορούσαν πληθωρισμό 3,01% τον Σεπτέμβριο και 2,92% τον Αύγουστο 2025, η FED έκρινε ότι ο κίνδυνος αύξησης της ανεργίας υπερίσχυε του πληθωριστικού κινδύνου και προχώρησε σε νέα μείωση επιτοκίων. Τελικά, ο πληθωρισμός υποχώρησε στο 2,74% τον Νοέμβριο 2025, ενώ ο μέσος πληθωρισμός για το σύνολο του 2025 εκτιμάται στο 2,72%, σε πλήρη ευθυγράμμιση με τις εκτιμήσεις του INΣΕΤΕ ήδη από τον Δεκέμβριο 2024.

Αναφορικά με τον πληθωρισμό βάσει του αποπληθωριστή της Ιδιωτικής Κατανάλωσης (PCE), ο οποίος θεωρείται βασικός δείκτης για τη FED, αυτός είχε μειωθεί στο 2,4% στο 2ο τρίμηνο 2025 (δομικός PCE: 2,7%), από 2,6% στο 1ο τρίμηνο 2025 και από 2,6% στο 4ο τρίμηνο 2024. Ωστόσο, λίγο πριν τη συνεδρίαση της 10ης Δεκεμβρίου 2025 ανακοινώθηκε αύξηση του PCE στο 2,8% τον Σεπτέμβριο 2025 (δομικός PCE: 2,8%), χωρίς αυτό να αποτρέψει τη μείωση των επιτοκίων.

Συνολικά, η αβεβαιότητα για τις εξελίξεις στην οικονομία των ΗΠΑ αυξήθηκε σημαντικά στο 4ο τρίμηνο του 2025, καθώς δεν είχαν δημοσιευθεί έγκαιρα κρίσιμα στοιχεία για το ΑΕΠ, την απασχόληση και τον πληθωρισμό. Υπό κανονικές συνθήκες, η FED θα μπορούσε να αναβάλει τη μείωση των επιτοκίων για τον Ιανουάριο 2026. Παρά ταύτα, η πλειοψηφία των μελών της FOMC επέλεξε να προχωρήσει στη μείωση του επιτοκίου στο εύρος 3,5%–3,75% και, επιπλέον, να

ανακοινώσει την επανέναρξη καθαρών αγορών κρατικών τίτλων (treasury bills) ύψους \$40 δισ. μηνιαίως έως τον Απρίλιο 2026.

Για τον μετριασμό των εντυπώσεων περί στροφής σε έντονα διευκολυντική νομισματική πολιτική, ο Πρόεδρος της FED υπογράμμισε ότι, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της FOMC, τα επιτόκια βρίσκονται πλέον σε επίπεδο συμβατό με την επίτευξη πληθωρισμού 2,0% από το 2027 και τη διατήρηση χαμηλής ανεργίας, ένδειξη ότι δεν θα πρέπει να αναμένονται νέες μειώσεις επιτοκίων στο άμεσο μέλλον.<sup>13</sup>

#### 4.2.3 Οι εκτιμήσεις για την οικονομία των ΗΠΑ το 2026-2027

Μετά τις ανωτέρω εξελίξεις του 2025, το INΣΕΤΕ εκτιμά πλέον χαμηλότερη αύξηση του ΑΕΠ των ΗΠΑ κατά 1,9% το 2026 {ΔΝΤ (Οκτώβριος 2025): 2,0%, ΕΕ (Νοέμβριος 2025): 1,6%, FED (Δεκέμβριος 2025): 2,3%} και κατά 1,7% το 2027 (ΕΕ: 1,6%). Η εν λόγω εκτίμηση για το 2026 και το 2027 στηρίζεται στις ακόλουθες βασικές υποθέσεις.

- (i) Εκτιμάται ότι, σχετικά νωρίς εντός του 2026, θα υπάρξει κάποια εκλογίκευση του συστήματος δασμολογικής προστασίας των ΗΠΑ, πιθανότατα μετά από αναμενόμενη απόφαση του Ανωτάτου Δικαστηρίου των ΗΠΑ, με την οποία εκτιμάται ότι θα κρίνεται παράνομη η νομική βάση στην οποία στηρίχθηκε η επιβολή των δασμών. Μια τέτοια εξέλιξη θα λειτουργήσει ευνοϊκά για την αναπτυξιακή προοπτική της οικονομίας και, παράλληλα, θα ασκήσει πτωτική επίδραση στον πληθωρισμό.
- (ii) Επιπλέον, εκτιμάται ότι, επίσης σχετικά νωρίς εντός του 2026, θα καταγραφεί μια σημαντική αλλά ελεγχόμενη διόρθωση των χρηματιστηριακών αγορών, ώστε να περιοριστεί ο κίνδυνος που σήμερα αποδίδεται στις υπερδιογκωμένες αποτιμήσεις ως προς την εκδήλωση μιας επώδυνης χρηματοοικονομικής και οικονομικής κρίσης παγκοσμίου εμβέλειας στο ορατό μέλλον. Ως βασική αφορμή για τη διόρθωση αυτή δύναται να λειτουργήσει κυρίως η εμμονή του πληθωρισμού των ΗΠΑ σε σχετικά υψηλά επίπεδα (ενδεικτικά, άνω του 2,7% τον Ιούλιο 2026), παρά το ότι η FED προβλέπει τον μέσο πληθωρισμό του 2026 στο 2,5% (INΣΕΤΕ: 2,6%). Υπό αυτές τις συνθήκες, εκτιμάται ότι θα αποτραπεί η FED από τη λήψη απόφασης για νέα μείωση του επιτοκίου παρέμβασής της έως τον Σεπτέμβριο 2026, διαψεύδοντας τις τρέχουσες προσδοκίες των αγορών για πρόσθετη μείωση εντός του 1ου εξαμήνου 2026, ενώ τα μακροπρόθεσμα επιτόκια αναμένεται να διατηρηθούν σε υψηλά επίπεδα (10ετές Treasury: άνω του 4,1%).
- (iii) Ειδικότερα, εκτιμάται ότι ο πληθωρισμός του 2026 θα προσδιοριστεί από τους ακόλουθους παράγοντες:

(iii1) Την ευνοϊκή επίδραση από τη μη περαιτέρω αύξηση των δασμών ή/και από την ενδεχόμενη μείωση και εκλογίκευσή τους.

---

<sup>13</sup>Ωστόσο οι αγορές ενισχύονται με την προοπτική αλλαγής του Προέδρου της FED από τον Μάιο του 2026. Η μείωση του επιτοκίου της FED την 10<sup>η</sup> Δεκεμβρίου 2025 ήταν σημαντική ακόμη και αν ο σημερινός Πρόεδρος της FED άφηνε να εννοηθεί ότι δεν θα υπάρξουν άλλες μειώσεις επιτοκίων το 2026. Οι αναλυτές και οι αγορές θεωρούν ότι τις μειώσεις επιτοκίων το 2026 θα τις κάνει άλλος Πρόεδρος της FED που θα έχει διοριστεί από τον σημερινό Πρόεδρο των ΗΠΑ. Επομένως, η προσδοκώμενη εναρμόνιση της Νομισματικής Πολιτικής των ΗΠΑ με την ακραία επεκτατική Δημοσιονομική Πολιτική και η περαιτέρω υποτίμηση του δολαρίου είναι ο βασικός παράγοντας που επιτρέπει σε πολλούς μεγάλους αναλυτές και επενδυτικές τράπεζες να προβλέπουν τον χρηματιστηριακό δείκτη S&P 500 στις 8.000 μον. στο τέλος του 2026, από 6.840,81 μον. την 9<sup>η</sup> Δεκεμβρίου 2025, από 4.769,83 μον. την 29<sup>η</sup> Δεκ.2023 και από 3.839,50 την 30<sup>η</sup> Δεκ.2022.

(iii2) Την εκτίμηση του ΙΝΣΕΤΕ για μικρή αύξηση των τιμών του πετρελαίου το 2026 ( $\Delta NT$ : -4,5%) από τα ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα του 2025, όταν καταγράφηκε πτώση των τιμών κατά -15,0%.

(iii3) Τη συνέχιση της ακραία επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής, η οποία από τον Δεκέμβριο 2025 συνδυάζεται και με σημαντικά διευκολυντική νομισματική πολιτική (Υποδιαίρεση 3.3.2.). Η πολιτική αυτή εκτιμάται ότι θα συμβάλει τόσο στη συγκράτηση της αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού όσο και στην ανοδική επίδραση στις τιμές του πετρελαίου, διατηρώντας τον πληθωρισμό των ΗΠΑ σε σχετικά υψηλά επίπεδα και το 2026. Με βάση τα ανωτέρω, ο μέσος πληθωρισμός εκτιμάται από το ΙΝΣΕΤΕ στο 2,6% το 2026 και στο 2,4% το 2027 (FED: 2,5% και 2,1% αντίστοιχα).

(iv) Ανεξάρτητα από τις εκτιμήσεις των στελεχών της FOMC στις 10 Δεκεμβρίου 2025, το ΙΝΣΕΤΕ εκτιμά ότι η FED θα προχωρήσει σε νέα μείωση των επιτοκίων παρέμβασης τον Ιούνιο 2026 (κατά 0,25 π.μ.), κυρίως υπό την επίδραση της αλλαγής του Προέδρου της, και σε νέα μείωση τον Σεπτέμβριο 2026 (κατά 0,25 π.μ.), παρά το ότι ο πληθωρισμός εκτιμάται ότι θα κινείται ακόμη πάνω από το 2,5% τον Ιούλιο 2026 (Πίνακας 1.1.).

Συνολικά, επισημαίνεται ότι οι εκτιμήσεις για την ανάπτυξη των ΗΠΑ και για την εξέλιξη του πληθωρισμού και των επιτοκίων που παρουσιάζονται στον Πίνακα 1.6. συνιστούν το πλέον ευνοϊκό σενάριο για την οικονομία των ΗΠΑ και, κατ' επέκταση, για την Παγκόσμια Οικονομία.

Οι ανωτέρω υποθέσεις και εξελίξεις συνάδουν με περιορισμένη αύξηση του ΑΕΠ των ΗΠΑ τόσο το 2026 (1,9%) όσο και το 2027 (1,7%), όπως αποτυπώνεται στον Πίνακα 4.1. ( $\Delta NT$ : 2026: 2,1%, FED: 2026: 2,1%, 2027: 2,3%). Ειδικότερα, η αναμενόμενη συνέχιση της ακραία επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής και κατά το 2026 και το 2027, σε συνδυασμό με την ενδεχόμενα πιο διευκολυντική νομισματική πολιτική, συνεπάγεται ότι η ανάπτυξη και τα δύο έτη θα στηριχθεί κυρίως στην ενίσχυση της εγχώριας ζήτησης, ενώ η επίπτωση των καθαρών εξαγωγών στην αύξηση του ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα παραμείνει αρνητική, ανεξάρτητα από την εφαρμογή των δασμών.

Ως προς την εγχώρια ζήτηση, εκτιμάται:

(i) Αύξηση της ΕΤΔ κατά 2,0% το 2026 και κατά 1,8% το 2027, με αντίστοιχη επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 2,07 π.μ. το 2026 και κατά 1,92 π.μ. το 2027, ως ακολούθως:

(i1) Αύξηση της ΙΚ κατά 2,0% το 2026 και κατά 1,8% το 2027, με θετική επίπτωση από τις φορολογικές περικοπές τα έτη 2026-2027, αλλά με περιορισμένα wealth effects το 2026 και με μειωμένα wealth effects το 2027.

(i2) Αύξηση της κατανάλωσης και των επενδύσεων της ΓΚ κατά 1,6% το 2026 και κατά 1,2% το 2027, δεδομένου ότι οι φορολογικές περικοπές κανονικά θα απαιτούσαν περιορισμό της κατανάλωσης και των επενδύσεων της Ομοσπονδιακής ΓΚ από τα υψηλά επίπεδα του 2025.

(i3) Αύξηση των επιχειρηματικών και λοιπών επενδύσεων ΠΚ κατά 2,6% το 2026 και κατά 2,5% το 2027, από τα ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα του 2025. Η εξέλιξη αυτή αποδίδεται στα σχεδιαζόμενα μεγάλης κλίμακας επενδυτικά προγράμματα σε υποδομές ΑΙ, τα οποία υποστηρίζονται από το σχεδόν μηδενικό κόστος άντλησης κεφαλαίων από τα χρηματιστήρια

των ΗΠΑ, παρά τη διατήρηση των μεσο-μακροπρόθεσμων επιτοκίων σε σχετικά υψηλά επίπεδα.

(i4) Μείωση των επενδύσεων σε κατοικίες κατά -1,7% το 2026 και αύξησή τους κατά 0,9% το 2027, λόγω των πολύ υψηλών μεσο-μακροπρόθεσμων επιτοκίων (με το 30ετές σταθερό επιτόκιο στεγαστικών δανείων να διαμορφώνεται τον Δεκέμβριο 2025 στο 6,22% και χωρίς ουσιαστική προοπτική μείωσής του, παρά τη μείωση των επιτοκίων από τη FED).

(i5) Αύξηση των Εσα+ΣΔ κατά \$12,9 δισ. το 2026 και κατά \$14,8 δισ. το 2027.

(ii) Ως προς τον εξωτερικό τομέα, οι καθαρές εξαγωγές εκτιμάται ότι θα έχουν αρνητική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά -0,17 π.μ. το 2026 (εξαγωγές Α&Υ: +1,6%, εισαγωγές Α&Υ: +2,2%) και κατά -0,22 π.μ. το 2027 (εξαγωγές Α&Υ: +1,3%, εισαγωγές Α&Υ: +2,3%). Με βάση τα ανωτέρω, προκύπτει η εκτίμηση του ΙΝΣΕΤΕ για αύξηση του ΑΕΠ των ΗΠΑ κατά 1,9% το 2026 και κατά 1,7% το 2027.

Σημειώνεται ότι η εκτίμηση αυτή προκύπτει υπό την υπόθεση χαμηλού import content ratio ( $\chi$ -ratio) της αύξησης του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ, ήτοι  $\chi=15,5\%$  το 2026 και  $\chi=17,7\%$  το 2027, από  $\chi=18,5\%$  το 2025 και 24,0% το 2024.

Οι ανωτέρω εκτιμήσεις για τη σχετικά περιορισμένη αύξηση του ΑΕΠ των ΗΠΑ το 2026 και το 2027 εκτιμάται ότι θα συμβάλουν στη διαμόρφωση υποβαθμισμένης ανάπτυξης και για τις λοιπές μεγάλες οικονομίες και για την Παγκόσμια Οικονομία, η οποία εκτιμάται στο 2,9% το 2026 ( $\Delta$ ΝΤ: 3,1%) και στο 3,0% το 2027, από 3,2% το 2025.

Τέλος, επισημαίνεται ότι τον Δεκέμβριο 2024 το ΙΝΣΕΤΕ εκτιμούσε σημαντική επιβράδυνση της αύξησης του ΑΕΠ των ΗΠΑ στο 1,9% το 2025 και στο 2,0% το 2026 ( $\Delta$ ΝΤ (Οκτώβριος 2024): 2,2% το 2025, ΕΕ (Νοέμβριος 2024): +2,1% το 2025 και +2,2% το 2026}. Οι εκτιμήσεις αυτές στηρίζονταν: αφενός στις αναμενόμενες δυσμενείς επιπτώσεις των αντισυμβατικών και αντιοικονομικών πολιτικών στον τομέα της ΕΕΠ της νέας Κυβέρνησης των ΗΠΑ, και αφετέρου στην υπόθεση ότι η νέα Κυβέρνηση θα υποχρεωνόταν από τις αρχές του 2025 να εφαρμόσει πολιτικές δημοσιονομικής προσαρμογής για μείωση του ΕτοΓΚ.

Ωστόσο, αντί της αναμενόμενης προσαρμογής, το έλλειμμα της Ομοσπονδιακής ΓΚ διατηρήθηκε στο -7,5% του ΑΕΠ το 2025 (από -8,0% το 2024) και εκτιμάται από την ΕΕ (Νοέμβριος 2025) ότι θα ανέλθει στο -7,8% του ΑΕΠ τόσο το 2026 όσο και το 2027 (Πίνακας 3.1.). Συνεπώς, η άκρως επεκτατική δημοσιονομική πολιτική όχι μόνο συνεχίστηκε το 2025, αλλά σχεδιάζεται να εφαρμοστεί με μεγαλύτερη ένταση και το 2026 και το 2027. Η εκτιμώμενη αύξηση του ΑΕΠ το 2025 αποδίδεται σε μεγάλο βαθμό στη δημοσιονομική αυτή πολιτική και στη συνεπαγόμενη εκρηκτική ανοδική πορεία των χρηματιστηριακών αγορών. Αντίστοιχα, η εκτιμώμενη αύξηση του ΑΕΠ το 2026 (1,9%) και το 2027 (1,7%), όπως και το 2025 (2,0%), στηρίζεται πρωτίστως στην άκρως επεκτατική δημοσιονομική πολιτική, ενώ για το 2026 και το 2027 εκτιμάται ότι θα υπάρξει και πρόσθετη συμβολή από τη διευκολυντική νομισματική πολιτική.

Παρά τα ανωτέρω, επισημαίνεται ότι οι πολιτικές αυτές ενισχύουν περαιτέρω τις ήδη υπερδιογκωμένες μακροοικονομικές ανισορροπίες στην οικονομία των ΗΠΑ, αυξάνοντας σημαντικά τον κίνδυνο είτε εκδήλωσης μεγάλης χρηματοοικονομικής κρίσης είτε επιβολής ενός δραστικού προγράμματος προσαρμογής (μείωσης των δημοσιονομικών ελλειμμάτων), το οποίο

θα συνεπάγεται σημαντική επιβράδυνση της ανάπτυξης ή/και ύφεση. Η δυσμενέστερη εκδοχή αφορά την περίπτωση κατά την οποία ένα τέτοιο πρόγραμμα προσαρμογής επιβληθεί και εφαρμοστεί σε χρονική συγκυρία κατά την οποία η κρίση θα έχει ήδη αρχίσει να εκδηλώνεται.

#### 4.3 Ζώνη του Ευρώ (ΖτΕ, ή ΕΕ-20)

Όπως προκύπτει από τα στοιχεία του Πίνακα 4.3., ο Μέσος Ετήσιος Ρυθμός Μεταβολής (ΜΕΡΜ) του ΑΕΠ της ΕΕ-20 στην περίοδο 2010-2024 διαμορφώθηκε στο 1,26% (2014-2024: 1,48%). Η αύξηση αυτή προσδιορίστηκε από επίπτωση της Εγχώριας Τελικής Δαπάνης (ΕΤΔ) κατά 1,02 π.μ. (1,40 π.μ. αντίστοιχα), καθώς και από θετική επίπτωση των καθαρών εξαγωγών –μέσω της αύξησης του πλεονάσματος του Εξωτερικού Ισοζυγίου Αγαθών και Υπηρεσιών (ΕΙΑ&Υ)– κατά 0,24 π.μ. ετησίως στην περίοδο 2010-2024 και κατά 0,08 π.μ. ετησίως στην περίοδο 2014-2024 (2020: -0,59 π.μ., 2021: +1,42 π.μ., 2022: -0,09 π.μ., 2023: +0,29 π.μ. και 2024: +0,31 π.μ.).

Ειδικότερα, η αύξηση της ΕΤΔ με ΜΕΡΜ 1,04% στην περίοδο 2010-2024 και 1,47% στην περίοδο 2014-2024 προσδιορίστηκε από τους ακόλουθους παράγοντες:

(i) Την αύξηση της Ιδιωτικής Κατανάλωσης (ΙΚ) με ΜΕΡΜ 0,79% και 1,16% αντίστοιχα, ρυθμοί οι οποίοι –σε αντίθεση με τις ΗΠΑ– ήταν σημαντικά χαμηλότεροι από τον αντίστοιχο ΜΕΡΜ του ΑΕΠ της ΕΕ-20 (1,26% και 1,48%).

(ii) Την αύξηση των επενδύσεων Παγίου Κεφαλαίου (ΠΚ) με ΜΕΡΜ 1,31% στην περίοδο 2010-2024 και 2,41% στην περίοδο 2014-2024, με χαρακτηριστική τη σημαντική πτώση τους το 2024 (-1,98%), γεγονός που υπογραμμίζει τη διαρθρωτική αδυναμία της επενδυτικής δραστηριότητας στην ΕΕ-20.

(iii) Την αύξηση της Κατανάλωσης της Γενικής Κυβέρνησης (ΚτΓΚ) με ΜΕΡΜ 1,39% και 1,72% αντίστοιχα, με επιτάχυνση το 2023 (1,47%) και ιδιαίτερα το 2024 (2,24%), στο πλαίσιο της επεκτατικότερης δημοσιονομικής στάσης μετά την ενεργειακή κρίση.

(iv) Την εξέλιξη των ΕοΑ+ΣΔ, τα οποία αυξήθηκαν σωρευτικά κατά €43,1 δισ. στην περίοδο 2024/2009, αλλά παρουσίασαν πώση κατά -€33,1 δισ. στην περίοδο 2024/2013, αντανakλώντας τη μακροχρόνια αποδυνάμωση της δυναμικής τους σε σχέση με την προ-κρίσης περίοδο.

Συνολικά, τα ανωτέρω στοιχεία καταδεικνύουν ότι η σχετικά χαμηλή αναπτυξιακή επίδοση της ΕΕ-20 την περίοδο 2010-2024 οφείλεται κυρίως στη συγκρατημένη αύξηση της εγχώριας ζήτησης –και ειδικότερα της ιδιωτικής κατανάλωσης και των επενδύσεων– με τις καθарές εξαγωγές να λειτουργούν περισσότερο ως συμπληρωματικός και λιγότερο ως πρωταρχικός μοχλός ανάπτυξης.

Πίνακας 4.3. ΑΕΠ ΕΕ-20 (Δισεκατομμύρια €, σταθερές τιμές 2020)												
	2009	2013	2024	%Δ 2024/2009	MERM 2010-2024	%Δ 2024/2013	MERM 2014-2024	%Δ 2023	%Δ 2024	%Δ 2025*	%Δ 2026*	%Δ 2027*
Συνολική Κατανάλωση	8.368,5	8.330,1	9.625,2	15,0%	0,94%	15,55%	1,32%	0,79%	1,55%	1,3%	1,3%	1,4%
Ιδιωτική Κατανάλωση	6.006,0	5.952,8	6.758,6	12,5%	0,79%	13,54%	1,16%	0,50%	1,25%	1,2%	1,2%	1,4%
Δημόσια Κατανάλωση	2.362,5	2.377,3	2.866,5	21,3%	1,30%	20,58%	1,72%	1,47%	2,24%	1,7%	1,6%	1,5%
Επενδύσεις ΠΚ	2.216,4	2.121,5	2.694,1	21,5%	1,31%	26,99%	2,20%	2,41%	-1,98%	2,4%	2,2%	2,7%
Μεταβολή Αποθεμάτων	-44,5	18,5	15,5	60,0	-193,21%	-16,17%	-1,59%	-80,0%	-50,90%	264,0%	-52,1%	-14,8%
Στατιστικές Διαφορές	17,4	30,7	0,6	-16,8	-20,15%	-98,06%	-30,11%	-122%	-54,16%	-363,7%	-107,6%	233,3%
Εγχώρια Τελική Δαπάνη (ΕΤΔ)	10.557,9	10.500,7	12.335,3	16,8%	1,04%	17,47%	1,47%	0,16%	0,62%	1,9%	1,3%	1,7%
Εξαγωγές Αγαθών & Υπηρεσιών (X)	3.561,6	4.388,7	6.168,3	73,2%	3,73%	40,55%	3,14%	-1,20%	0,57%	1,8%	1,9%	1,6%
Εισαγωγές Αγαθών & υπηρεσιών (M)	3.361,9	3.845,9	5.521,5	64,2%	3,36%	43,57%	3,34%	-1,98%	-0,08%	3,1%	1,7%	2,0%
Ισοζύγιο Αγαθών & Υπηρεσιών	199,7	542,8	646,8	223,8%	8,15%	19,15%	1,61%	6,59%	6,50%	-9,3%	3,8%	-2,2%
<b>ΑΕΠ, σταθερές τιμές 2015</b>	<b>10.757,6</b>	<b>11.043,6</b>	<b>12.982,1</b>	<b>20,68%</b>	<b>1,26%</b>	<b>17,55%</b>	<b>1,48%</b>	<b>0,45%</b>	<b>0,89%</b>	<b>1,31%</b>	<b>1,40%</b>	<b>1,50%</b>
Επίπτωση της Εγχώριας Τελικής Ζήτησης				16,52	1,02	16,61	1,40	0,16	0,59	1,78	1,23	1,60
Επίπτωση των Καθαρών εξαγωγών				4,16	0,24	0,94	0,08	0,29	0,31	-0,46	0,17	-0,10
ΕΤΔ+Χ, %Δ	14.119,5	14.889,5	18.503,6	31,05%	1,82%	24,27%	2,00%	-0,30%	0,60%	1,84%	1,49%	1,65%
Δ(ΕΤΔ+Χ)				4384,13		3614,15		-54,42	110,39	340,29	280,96	316,05
ΔM				2159,63		1675,58		-111,88	-4,51	169,90	96,75	115,76
<b>(ΔM/Δ(ΕΤΔ+Χ))=χ</b>				<b>49,3%</b>		<b>46,4%</b>		<b>205,6%</b>	<b>-4,1%</b>	<b>49,9%</b>	<b>34,4%</b>	<b>36,6%</b>

Πηγή: Eurostat, \*INSETE Forecasts

Το πλεόνασμα του Εξωτερικού Ισοζυγίου Αγαθών και Υπηρεσιών (ΕΙΑ&Υ) της ΕΕ-20 αυξήθηκε στα €646,8 δισ. το 2024, που αντιστοιχεί στο 5,0% του ΑΕΠ, από €199,7 δισ. (1,9% του ΑΕΠ) το 2009 και από €542,8 δισ. (4,9% του ΑΕΠ) το 2013. Σημειώνεται ότι το πλεόνασμα του ΕΙΑ&Υ της ΕΕ-20 αντιστοιχούσε το 2024 στο 11,71% των εισαγωγών Α&Υ, ενώ, αντίθετα, στις ΗΠΑ το έλλειμμα του ΕΙΑ&Υ ανήλθε στο ιδιαίτερα υψηλό 28,2% των εισαγωγών Α&Υ.

Το πλεόνασμα του ΕΙΑ&Υ της ΕΕ-20 αυξήθηκε με ΜΕΡΜ 8,15% στην περίοδο 2024/2009 (2022: -1,9%, 2023: +6,59%, 2024: +6,5%). Παράλληλα, οι εξαγωγές και οι εισαγωγές Α&Υ της ΕΕ-20 ανήλθαν το 2024 στο ιδιαίτερα υψηλό 47,5% και 42,5% του ΑΕΠ αντίστοιχα, από 33,3% και 31,1% το 2009 και από 39,7% και 34,8% το 2013. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στο γεγονός ότι οι εξαγωγές και οι εισαγωγές αυξήθηκαν με ΜΕΡΜ 3,73% και 3,36% αντίστοιχα στην περίοδο 2010-2024 και με ΜΕΡΜ 3,14% και 3,34% στην περίοδο 2014-2024, δηλαδή με ρυθμούς σαφώς υψηλότερους από τον ΜΕΡΜ του ΑΕΠ της ΕΕ-20 (1,26% και 1,48% αντίστοιχα).

Όσον αφορά το import content ratio (χ-ratio) της αύξησης του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ με ΜΕΡΜ 1,82% στην περίοδο 2010-2024 και 2,0% στην περίοδο 2014-2024, αυτό διαμορφώθηκε στο ιδιαίτερα υψηλό 49,3% και 46,4% αντίστοιχα. Το υψηλό αυτό χ-ratio στην ΕΕ-20 σε σύγκριση με τις ΗΠΑ εξηγείται από το γεγονός ότι οι εξαγωγές και οι εισαγωγές Α&Υ αντιστοιχούν σε πολύ μεγαλύτερο ποσοστό του ΑΕΠ στην ΕΕ-20 (2024: 47,5% και 42,5%) σε σχέση με τις ΗΠΑ (2024: 11,27% και 15,70% αντίστοιχα).

Ειδικότερα, το 2023 και το 2024 (Πίνακας 4.4.), η αύξηση του ΑΕΠ της ΕΕ-20 περιορίστηκε σε μόλις 0,45% και 0,89% αντίστοιχα, κυρίως λόγω των καταλυτικών και ιδιαίτερα επώδυνων επιπτώσεων της εισβολής της Ρωσίας στην Ουκρανία και της μεγάλης ενεργειακής κρίσης που ακολούθησε. Οι επιπτώσεις αυτές επηρέασαν δυσανάλογα τις οικονομίες της ΕΕ-27 και του Ηνωμένου Βασιλείου, δεδομένου ότι η Ρωσία και η Ουκρανία αποτελούσαν τόσο σημαντικές αγορές εξαγωγών όσο και βασικούς προμηθευτές φυσικού αερίου, πετρελαίου και άλλων κρίσιμων πρώτων υλών.

Ως αποτέλεσμα, οι χώρες της ΕΕ-27 υποχρεώθηκαν να αναδιαρθρώσουν σε εξαιρετικά σύντομο χρονικό διάστημα τον ενεργειακό τους τομέα (2022-2024), αποκλείοντας τη Ρωσία ως βασικό προμηθευτή. Η κατακόρυφη αύξηση των τιμών της ενέργειας, η εκτίναξη του πληθωρισμού και η απότομη σύσφιξη της νομισματικής πολιτικής –με ταχεία αύξηση των επιτοκίων και δραστικό περιορισμό της ρευστότητας από την ΕΚΤ– συνέβαλαν αποφασιστικά στην επιβράδυνση της ανάπτυξης από το β' εξάμηνο του 2022 και ιδιαίτερα το 2023 και το 2024.

Παρά ταύτα, η επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας στην ΕΕ-20 αποδείχθηκε τελικά ηπιότερη των αρχικών εκτιμήσεων, παρά τη σημαντική οπισθοδρόμηση χωρών με υψηλή ενεργειακή εξάρτηση, όπως η Γερμανία, η Αυστρία και άλλες.

Σε αυτό το περιβάλλον υψηλού πληθωρισμού και ταχύτατης αύξησης των επιτοκίων, η αύξηση του ΑΕΠ της ΕΕ-20 το 2023 και το 2024 προσδιορίστηκε:

(i) Από την οριακή αύξηση της ΕΤΔ κατά 0,16% και 0,62% αντίστοιχα, με επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 0,16 π.μ. και 0,59 π.μ. Αν και η Ιδιωτική Κατανάλωση αυξήθηκε κατά 0,50% και 1,25% αντίστοιχα, ιδιαίτερα υποστηρικτική υπήρξε η αύξηση της Κατανάλωσης της ΓΚ (1,47% το 2023 και 2,24% το 2024). Οι επενδύσεις ΠΚ αυξήθηκαν σημαντικά το 2023 (+2,41%), αλλά μειώθηκαν έντονα το 2024 (-1,98%). Παράλληλα, οι ΕσΑ+ΣΔ μειώθηκαν σημαντικά κατά €118,9 δισ. το 2023 και κατά €16,8 δισ. το 2024, με αρνητική επίπτωση στο ΑΕΠ (-0,93 π.μ. και -0,13 π.μ. αντίστοιχα).

(ii) Από τη σημαντική αύξηση του πλεονάσματος του ΕΙΑ&Υ κατά 6,59% το 2023 και κατά 6,5% το 2024, η οποία οφείλεται κυρίως στη μείωση των εισαγωγών Α&Υ. Η εξέλιξη αυτή συνέβαλε θετικά στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 0,29 π.μ. το 2023 και 0,31 π.μ. το 2024. Το import content ratio της μεταβολής του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ διαμορφώθηκε σε ακραία επίπεδα ( $\chi=205,6\%$  το 2023 και  $\chi=-4,1\%$  το 2024), αντανakλώντας τη βίαιη προσαρμογή του εξωτερικού τομέα.

Συνολικά, η περίοδος 2022-2025 στην ΕΕ-20 χαρακτηρίστηκε από ένα εξαιρετικά επιτυχημένο soft landing σε νομισματικούς όρους, αλλά με ιδιαίτερα χαμηλό ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ, κυρίως λόγω της γεωπολιτικής και ενεργειακής κρίσης. Σε αντίθεση με τις ΗΠΑ, οι χώρες της ΕΕ-20 ακολούθησαν στην πλειοψηφία τους συνετή δημοσιονομική πολιτική, με το έλλειμμα της ΓΚ να μειώνεται στο -3,0% του ΑΕΠ το 2024 και στο -2,9% το 2025. Η Ευρώπη παραμένει καθαρός εξαγωγέας κεφαλαίων και διατηρεί μεγάλο πλεόνασμα στο ΕΙΑ&Υ, σε πλήρη αντίθεση με τις ΗΠΑ, όπου οι μεγάλες μακροοικονομικές ανισορροπίες συνεχίζουν να διογκώνονται.

Τέλος, μεγαλύτερη και πάλι του αναμενομένου ήταν η αύξηση του ΑΕΠ της ΕΕ-20 κατά 1,35% στο 9μηνο 2025 (Πίνακας 4.4.), σε ένα περιβάλλον όπου η δημοσιονομική πολιτική της Γερμανίας άρχισε, για πρώτη φορά μετά από αρκετά έτη, να γίνεται λιγότερο περιοριστική. Ως αποτέλεσμα, η ανάπτυξη της ΕΕ-20 στο 9μηνο 2025 στηρίχθηκε αποκλειστικά στην αύξηση της Εγχώριας Τελικής Δαπάνης (ΕΤΔ) κατά 2,03%, ενώ, αντίθετα, το πλεόνασμα του Εξωτερικού Ισοζυγίου Αγαθών και Υπηρεσιών (ΕΙΑ&Υ) μειώθηκε κατά -10,91%, με συνέπεια οι καθαρές εξαγωγές να έχουν αρνητική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά -0,57 π.μ.

Ειδικότερα, όσον αφορά την αύξηση της ΕΤΔ (2,03%), αξιοσημείωτη ήταν η αύξηση της Ιδιωτικής Κατανάλωσης (ΙΚ) κατά 1,25%, ενώ ακόμη μεγαλύτερη ήταν η αύξηση της Κατανάλωσης της Γενικής Κυβέρνησης (ΚτΓΚ) κατά 1,7%. Παράλληλα, σημαντική ήταν η αύξηση των επενδύσεων Παγίου Κεφαλαίου (ΠΚ) κατά 2,46%, εξέλιξη που αντανakλά αφενός την εντατικοποίηση των επενδυτικών προγραμμάτων που συγχρηματοδοτούνται από το RRF και αφετέρου την επιτάχυνση των προγραμμάτων ενίσχυσης της αμυντικής ικανότητας των χωρών της ΕΕ-20. Τέλος, σημαντική ήταν και η αύξηση των ΕσΑ+ΣΔ κατά €37,7 δισ. στο 9μηνο 2025.

Όσον αφορά τη μείωση του πλεονάσματος του ΕΙΑ&Υ κατά -10,91% και τη συνεπαγόμενη αρνητική επίπτωση των καθαρών εξαγωγών (-0,57 π.μ.), αυτή οφείλεται κυρίως στη μεγάλη αύξηση των εισαγωγών Α&Υ κατά 3,21% (9μηνο 2024: -0,5%), σε συνδυασμό με τη σαφώς μικρότερη αύξηση των εξαγωγών Α&Υ κατά 1,66% (9μηνο 2024: +0,6%). Ως αποτέλεσμα, το import content ratio ( $\chi$ -ratio) της αύξησης του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ κατά 1,91% διαμορφώθηκε

στο υψηλό 50,2% στο 9μηνο 2025, αντανακλώντας τη σχετικά μεγάλη αύξηση των εισαγωγών A&Y.

Ικανοποιητική ανάπτυξη της οικονομίας της ΕΕ-20 αναμένεται και στο 4ο τρίμηνο 2025, με αύξηση του ΑΕΠ κατά 1,2%, ενώ συνολικά για το έτος 2025 εκτιμάται αύξηση του ΑΕΠ κατά 1,31% (Πίνακας 4.4.). Περαιτέρω, το ΙΝΣΕΤΕ εκτιμά επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ της ΕΕ-20 στο 1,4% το 2026 και στο 1,5% το 2027 (Πίνακας 4.3.). Συγκριτικά, το ΔΝΤ (Οκτώβριος 2025) εκτιμά την αύξηση του ΑΕΠ της ΕΕ-20 στο 1,2% το 2025 και στο 1,1% το 2026, ενώ η Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Νοέμβριος 2025) την εκτιμά στο 1,3% το 2025, στο 1,2% το 2026 και στο 1,4% το 2027.

Οι εξελίξεις αυτές καταδεικνύουν ότι, αν και η προσγείωση της οικονομίας της ΕΕ-20 δεν ήταν τόσο ανώδυνη (soft) όσο εκείνη των ΗΠΑ –όπου ουσιαστικά δεν απαιτήθηκε καν διαδικασία προσγείωσης–, με δεδομένες τις εξαιρετικά δυσμενείς συνθήκες που αντιμετώπιζαν οι οικονομίες της ΕΕ-20 τον Σεπτέμβριο του 2022, η πραγματική πορεία τους στην περίοδο 2022-2025, ακόμη και της Γερμανίας, υπήρξε εντυπωσιακά ικανοποιητική. Η πορεία αυτή θέτει πλέον τις βάσεις για υψηλότερη και περισσότερο διατηρήσιμη ανάπτυξη στην ΕΕ-20 το 2026 και το 2027.

Πίνακας 4.4. Ζώνη του Ευρώ (ΕΕ-20): Εξέλιξη του ΑΕΠ το 2021-2024 και και το 9μηνο 2025 και εκτιμήσεις για το 4ο 3μηνο 2025 και για το 2025																
	9μηνο	4ο 3μηνο	2023		9μηνο 2024		4ο 3μηνο		2024		9μηνο 2025		4ο 3μηνο		2025*	
	2023	2023	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ
<b>Συνολική Κατανάλωση</b>	7.037,8	2.440,9	9.478,6	7.136,1	1,4%	2.489,0	1,97%	9.625,1	1,55%	7.234,9	1,38%	2.518,5	1,2%	9.753,4	1,33%	
<b>Ιδιωτική Κατανάλωση</b>	4.971,2	1.703,8	6.675,0	5.022,7	1,0%	1.735,9	1,88%	6.758,6	1,25%	5.085,5	1,25%	1.751,9	0,9%	6.837,4	1,17%	
<b>Δημόσια κατανάλωση</b>	2.066,6	737,0	2.803,6	2.113,4	2,3%	753,1	2,18%	2.866,5	2,24%	2.149,4	1,70%	766,7	1,8%	2.916,1	1,73%	
<b>Επενδύσεις</b>	2.025,9	722,5	2.748,4	1.985,6	-2,0%	708,5	-1,94%	2.694,1	-1,98%	2.034,5	2,46%	723,3	2,1%	2.757,8	2,37%	
<b>Μεταβολή Αποθεμάτων</b>	58,5	-26,9	31,6	25,3	-56,8%	-9,8	-63,7%	15,5	-50,9%	65,4	158,8%	-9,0	-8%	56,4	263,9%	
<b>Στατ. Διαφ.</b>	2,2	-0,9	1,3	2,1	-5%	-1,5	64,3%	0,6	-53,9%	-0,3	-112,7%	-1,3	-15%	-1,6	-362,1%	
<b>Εγχώρια Τελική Ζήτηση</b>	9.124,3	3.135,5	12.259,9	9.149,1	0,3%	3.186,2	1,61%	12.335,3	0,62%	9.334,5	2,03%	3.231,6	1,4%	12.566,1	1,87%	
<b>Εξαγωγές Αγαθών &amp; Υπηρεσιών</b>	4.579,1	1.554,3	6.133,3	4.606,2	0,6%	1.562,1	0,50%	6.168,3	0,57%	4.682,9	1,66%	1.594,9	2,1%	6.277,8	1,78%	
<b>Εισαγωγές Αγαθών &amp; υπηρεσιών</b>	4.122,5	1.403,5	5.526,0	4.102,8	-0,5%	1.418,7	1,08%	5.521,45	-0,08%	4.234,4	3,21%	1.457,0	2,7%	5.691,39	3,08%	
<b>Ισοζύγιο Αγαθών &amp; Υπηρεσιών</b>	456,6	150,8	607,4	503,4	10,3%	143,5	-4,86%	646,9	6,51%	448,5	-10,91%	138,0	-3,8%	586,4	-9,34%	
<b>ΑΕΠ, σταθερές τιμές αγοράς</b>	<b>9.580,9</b>	<b>3.286,3</b>	<b>12.867,2</b>	<b>9.652,6</b>	<b>0,75%</b>	<b>3.329,6</b>	<b>1,32%</b>	<b>12.982,2</b>	<b>0,89%</b>	<b>9.783,0</b>	<b>1,35%</b>	<b>3.369,5</b>	<b>1,20%</b>	<b>13.152,5</b>	<b>1,31%</b>	
<b>Συμβολή στη Μεταβολή του ΑΕΠ</b>																
<b>Ιδιωική κατανάλωση</b>						0,54	0,98		0,65		0,65		0,48		0,61	
<b>Δημόσια Κατανάλωση</b>						0,49	0,49		0,49		0,37		0,41		0,38	
<b>Επενδύσεις</b>						-0,42	-0,43		-0,42		0,51		0,45		0,49	
<b>Μεταβολή Αποθεμάτων</b>						-0,35	0,52		-0,12		0,42		0,02		0,32	
<b>Στατ. Διαφ.</b>						0,00	-0,02		-0,01		-0,02		0,01		-0,02	
<b>Καθαρές Εξαγωγές</b>						0,49	-0,22		0,31		-0,57		-0,17		-0,47	
<b>Εξαγωγές Αγαθών &amp; Υπηρεσιών</b>						0,28	0,24		0,27		0,79		0,99		0,84	
<b>Εισαγωγές Αγαθών &amp; υπηρεσιών</b>						0,21	-0,46		0,04		-1,36		-1,15		-1,31	
<b>ΑΕΠ, σταθερές τιμές αγοράς</b>						<b>0,75</b>	<b>1,32</b>		<b>0,89</b>		<b>1,35</b>		<b>1,20</b>		<b>1,31</b>	

Πηγή: Eurostat, \* Εκτιμήσεις ΙΝΣΕΤΕ

Η εκτίμηση του ΙΝΣΕΤΕ για αύξηση του ΑΕΠ της ΕΕ-20 κατά 1,2% στο 4ο τρίμηνο 2025 και κατά 1,31% το 2025, μετά την αύξησή του κατά 1,35% στο 9μηνο 2025, προσδιορίζεται από τα ακόλουθα:

(i) Η αύξηση της Εγχώριας Τελικής Δαπάνης (ΕΤΔ) εκτιμάται στο 1,4% στο 4ο τρίμηνο 2025 και στο 1,87% το 2025, με επίπτωση στη μεταβολή του ΑΕΠ κατά 1,36 π.μ. και 1,78 π.μ. αντίστοιχα. Η αύξηση αυτή προκύπτει από:

- (i1) αύξηση της Ιδιωτικής Κατανάλωσης (ΙΚ) κατά 0,9% (4ο τρίμηνο 2025) και 1,17% (2025),
- (i2) αύξηση της κατανάλωσης της Γενικής Κυβέρνησης (ΓΚ) κατά 1,8% και 1,73% αντίστοιχα,
- (i3) αύξηση των επενδύσεων Παγίου Κεφαλαίου (ΠΚ) κατά 2,1% και 2,37% αντίστοιχα,

- (i4) αύξηση των Εσα+ΣΔ κατά € 1,0 δισ. στο 4ο τρίμηνο 2025 – μετά την αύξησή τους κατά € 37,7 δισ. στο 9μηνο 2025 – και συνολική αύξησή τους κατά € 38,7 δισ. το 2025.

Σημειώνεται ότι η πτώση του πληθωρισμού και των βραχυχρόνιων και μακροχρόνιων επιτοκίων είχε προφανώς θετική επίπτωση στην ΕΤΔ στην ΕΕ-20 το 2025.

(ii) Οι καθαρές εξαγωγές εκτιμάται ότι θα έχουν αρνητική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά -0,17 π.μ. στο 4ο τρίμηνο 2025 (Εξαγωγές Α&Υ: +2,1%, Εισαγωγές Α&Υ: +2,7%) και κατά -0,46 π.μ. το 2025 (Εξαγωγές Α&Υ: +1,78%, Εισαγωγές Α&Υ: +3,08%).

(iii) Το import content ratio ( $\chi$ ) της αύξησης του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ κατά 1,65% στο 4ο τρίμηνο 2025 και κατά 1,84% το 2025, εκτιμάται στο  $\chi=49,0\%$  και  $\chi=49,9\%$  αντίστοιχα, με την αύξηση των εισαγωγών Α&Υ στο 2,7% στο 4ο τρίμηνο 2025 και στο 3,08% το 2025.

### Προοπτικές ανάπτυξης 2026–2027

Όσον αφορά τις προοπτικές ανάπτυξης της οικονομίας της ΕΕ-20 το 2026 και το 2027, το ΔΝΤ (Οκτώβριος 2025) και η Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Νοέμβριος 2025) εκτιμούν την αύξηση του ΑΕΠ της ΕΕ-20 το 2026 στο 1,2% και 1,1% αντίστοιχα (χαμηλότερα από το 2025), ενώ η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εκτιμά μεγαλύτερη αύξηση στο 1,4% το 2027.

Το ΙΝΣΕΤΕ, από την πλευρά του, θεωρεί ότι το 2026 η αύξηση του ΑΕΠ στην ΕΕ-20 θα προσδιοριστεί από τους ακόλουθους παράγοντες:

(i) Η οικονομία της ΕΕ-20 μπορεί να επιβαρυνθεί και πάλι από την ακραία αντιοικονομική Εξωτερική Εμπορική Πολιτική των ΗΠΑ (η οποία, ωστόσο, δεν εκτιμάται ότι θα επιδεινωθεί περαιτέρω το 2026, ενώ ενδέχεται να εκλογικευτεί σε κάποιο βαθμό). Από την άλλη πλευρά, αναμένεται θετική επίδραση από τη συνεχιζόμενη ακραία επεκτατική δημοσιονομική πολιτική των ΗΠΑ, καθώς και από τη σχετικά διευκολυντική νομισματική πολιτική της FED. Συνολικά, η καθαρή επίπτωση από την πολιτική των ΗΠΑ για την ΕΕ-20 εκτιμάται ως ελαφρά θετική.

(ii) Η ανάπτυξη στην ΕΕ-20 αναμένεται να ενισχυθεί από τη σχετικά επεκτατική δημοσιονομική πολιτική (ιδίως στη Γερμανία) και από τη περισσότερο διευκολυντική νομισματική πολιτική της ΕΚΤ, με σημαντικά χαμηλότερα επιτόκια (Πίνακας 1.7.) και με διακοπή του Quantitative Tightening (QT).

(iii) Οι επενδύσεις ΠΚ εκτιμάται ότι θα ενισχυθούν περαιτέρω λόγω της αναμενόμενης επιτάχυνσης υλοποίησης των συγχρηματοδοτούμενων επενδυτικών προγραμμάτων του RRF, πριν από τη λήξη του.

Με βάση τα ανωτέρω, η αύξηση του ΑΕΠ της ΕΕ-20 το 2026 εκτιμάται ότι θα είναι υψηλότερη από το 2025. Οι εξελίξεις αυτές αναμένεται να δώσουν μεγαλύτερη ώθηση στην ΙΚ και στις επενδύσεις ΠΚ, ενώ εκτιμάται συνέχιση των αυξήσεων και στην κατανάλωση της ΓΚ, αλλά με χαμηλότερο ρυθμό σε σχέση με τα προηγούμενα έτη. Κάποια προσπάθεια δημοσιονομικής προσαρμογής αναμένεται από χώρες όπως η Γαλλία και η Ιταλία, αλλά οι αρνητικές επιπτώσεις της στην ανάπτυξη της ΕΕ-20 εκτιμάται ότι θα αντισταθμιστούν από πιο επεκτατική δημοσιονομική πολιτική στη Γερμανία.

Στον εξωτερικό τομέα, εκτιμάται ότι θα διατηρηθεί ελάχιστη θετική επίπτωση των καθαρών εξαγωγών στην αύξηση του ΑΕΠ (με λίγο μεγαλύτερη αύξηση των εξαγωγών Α&Υ σε σχέση με τις εισαγωγές Α&Υ), παρά τα προβλήματα που μπορεί να προκύψουν για τις εξαγωγές της ΕΕ-

20 από την αντιοικονομική-αντισυμβατική δασμολογική πολιτική των ΗΠΑ και από την ενδεχόμενη σχετικά χαμηλή ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας το 2026 και το 2027.

### Ποσοτικές εκτιμήσεις ΙΝΣΕΤΕ (2026–2027)

Ειδικότερα, το ΙΝΣΕΤΕ εκτιμά τώρα αύξηση του ΑΕΠ της ΕΕ-20 στο 1,4% το 2026 και στο 1,5% το 2027, η οποία εκτιμάται ότι θα στηριχθεί:

(i) Στην αύξηση της ΕΤΔ

- κατά 1,29% το 2026 (ΙΚ: +1,2%, Κατανάλωση ΓΚ: +1,6%, Επενδύσεις ΠΚ: +2,2%, ΕΣΑ+ΣΔ: -€ 27,7 δισ.), με επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 1,23 π.μ.,
- και κατά 1,68% το 2027 (ΙΚ: +1,4%, Κατανάλωση ΓΚ: +1,5%, Επενδύσεις ΠΚ: +2,7%, ΕΣΑ+ΣΔ: -€ 3,7 δισ.), με επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 1,60 π.μ..

(ii) Στην επίπτωση των καθαρών εξαγωγών

- +0,17 π.μ. το 2026 (Εξαγωγές Α&Υ: +1,9%, Εισαγωγές Α&Υ: +1,7%),
- -0,10 π.μ. το 2027 (Εξαγωγές Α&Υ: +1,6%, Εισαγωγές Α&Υ: +2,0%).

Κατά συνέπεια, η αύξηση του ΑΕΠ κατά 1,4% το 2026 προκύπτει από αύξηση του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ κατά 1,40% με αύξηση των εισαγωγών Α&Υ κατά 1,7% ( $\chi$ -ratio=34,4%), ενώ η αύξηση του ΑΕΠ κατά 1,5% το 2027 προκύπτει από αύξηση του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ κατά 1,65% με αύξηση των εισαγωγών Α&Υ κατά 2,0% ( $\chi$ -ratio=36,6%).

#### 4.3.1 Η οικονομία της Γερμανίας

Η οικονομία της Γερμανίας επηρεάστηκε σημαντικά περισσότερο από την εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία και από τη μεγάλη ενεργειακή κρίση που ακολούθησε, σε σύγκριση τόσο με τις λοιπές χώρες της ΕΕ-20 όσο και με τις άλλες μεγάλες οικονομίες. Ειδικότερα, οι οικονομικές κυρώσεις της Δύσης κατά της Ρωσίας – η οποία αποτελούσε τον βασικό προμηθευτή φυσικού αερίου και πετρελαίου για τη Γερμανία, αλλά και σημαντική αγορά για τις εξαγωγές της – συνέβαλαν σε απότομη αύξηση του πληθωρισμού και του κόστους παραγωγής, ιδίως στους πλέον ενεργοβόρους κλάδους της γερμανικής βιομηχανίας.

Παράλληλα, η σημαντική επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομικής ανάπτυξης την περίοδο 2023–2025, σε συνδυασμό με τις μεγάλες απώλειες στις αγορές της Ρωσίας και της Ουκρανίας, επιδείνωσαν περαιτέρω τις προοπτικές των γερμανικών εξαγωγών, οι οποίες αποτελούν παραδοσιακά καταλυτικό παράγοντα της αναπτυξιακής δυναμικής της γερμανικής οικονομίας.

Ειδικότερα, η Γερμανία έχει αποδείξει στο παρελθόν ότι μπορεί να ξεπερνά επιτυχώς σοβαρές παγκόσμιες χρηματοοικονομικές και οικονομικές κρίσεις. Όπως φαίνεται στον Πίνακα 4.5., το ΑΕΠ της Γερμανίας αυξήθηκε στην περίοδο 2010–2024 με Μέσο Ετήσιο Ρυθμό Μεταβολής (ΜΕΡΜ) 1,31%, με την επίπτωση από την αύξηση της Εγχώριας Τελικής Δαπάνης (ΕΤΔ) – η οποία αυξήθηκε με ΜΕΡΜ 1,38% – να ανέρχεται σε 1,31 ποσοστιαίες μονάδες, ενώ η συμβολή των καθαρών εξαγωγών στη μεταβολή του ΑΕΠ ήταν μηδενική (0,00 π.μ.) σε ετήσια βάση. Το import content ratio ( $\chi$ -ratio) της περιόδου διαμορφώθηκε στο 45,3%.

Ο ΜΕΡΜ του ΑΕΠ της Γερμανίας κατά 1,31% την περίοδο 2010–2024 ήταν ελαφρώς υψηλότερος από τον αντίστοιχο μέσο ρυθμό της ΕΕ-20 (1,26%), αλλά σημαντικά χαμηλότερος από εκείνον της οικονομίας των ΗΠΑ (2,41%), γεγονός που αντανακλά τόσο τη διαφορετική δομή της

εγχώριας ζήτησης όσο και τη μεγαλύτερη εξάρτηση της γερμανικής οικονομίας από τις εξαγωγές και τις διεθνείς οικονομικές εξελίξεις.

Πίνακας 4.5. ΑΕΠ Γερμανίας (Δισεκατομμύρια €, σταθερές τιμές 2020)														
	2009	2018	2024	%Δ 2024/ 2009	MERM 2010-2024	%Δ 2018/ 2009	MERM 2010-2018	%Δ 2024/ 2018	MERM 2019-2024	%Δ 2023	%Δ 2024	%Δ 2025*	%Δ 2026*	%Δ 2027*
Συνολική Κατανάλωση	2.250,6	2.556,7	2.714,0	20,6%	1,26%	13,60%	1,43%	6,15%	1,00%	-0,52%	1,13%	1,3%	1,5%	1,5%
Ιδιωτική Κατανάλωση	1.647,3	1.844,6	1.897,2	15,2%	0,95%	11,97%	1,26%	2,85%	0,47%	-0,65%	0,53%	1,0%	1,0%	1,2%
Δημόσια Κατανάλωση	603,2	712,1	816,7	35,4%	2,04%	18,04%	1,86%	14,70%	2,31%	-0,20%	2,57%	2,2%	2,5%	2,3%
Επενδύσεις ΠΚ	570,6	743,8	702,0	23,0%	1,39%	30,36%	2,99%	-5,62%	-0,96%	-2,05%	-3,34%	-0,5%	2,8%	3,1%
Μεταβολή Αποθεμάτων	-20,3	28,8	43,2	63,4	-205,17%	-241,94%	-203,97%	50,03%	6,99%	0,24%	3,44%	59,9%	-11,6%	-4,1%
Στατιστικές Διαφορές	9,7	1,8	-4,9	-14,6	-195,52%	-81,55%	-17,12%	-372,64%		0,89%	53,65%	-6,3%	-73,8%	16,7%
Εγχώρια Τελική Δαπάνη (ΕΤΔ)	2.810,6	3.331,1	3.454,2	22,9%	1,38%	18,52%	1,91%	3,70%	0,61%	-0,84%	0,17%	1,7%	1,6%	1,8%
Εξαγωγές Αγαθών & Υπηρεσιών (X)	968,6	1.461,1	1.491,9	54,0%	2,92%	50,86%	4,67%	2,11%	0,35%	-1,42%	-2,06%	-0,6%	1,5%	1,8%
Εισαγωγές Αγαθών & υπηρεσιών (M)	816,4	1.227,6	1.345,3	64,8%	3,39%	50,36%	4,64%	9,59%	1,54%	-1,40%	-0,56%	3,2%	2,7%	2,7%
Ισοζύγιο Αγαθών & Υπηρεσιών	152,1	233,5	146,6	-3,7%	-0,25%	53,50%	4,88%	-37,23%	-7,47%	-1,51%	-14,00%	-35,6%	-16,1%	-14,4%
<b>ΑΕΠ, σταθερές τιμές 2015</b>	<b>2.962,8</b>	<b>3.564,6</b>	<b>3.600,8</b>	<b>21,54%</b>	<b>1,31%</b>	<b>20,31%</b>	<b>2,08%</b>	<b>1,02%</b>	<b>0,17%</b>	<b>-0,87%</b>	<b>-0,50%</b>	<b>0,20%</b>	<b>1,10%</b>	<b>1,40%</b>
Επίπτωση της Εγχώριας Τελικής Ζήτησης				21,72	1,31	17,56		3,46	0,57	-0,80	0,16	1,64	1,52	1,71
Επίπτωση των Καθαρών εξαγωγών				-0,19	0,00	2,75		-2,44	-0,40	-0,07	-0,66	-1,45	-0,42	-0,31
ΕΤΔ+X, %Δ	3.779,2	4.792,2	4.946,2	30,88%	1,81%	26,80%	2,67%	3,21%	0,53%	-1,02%	-0,51%	1,02%	1,55%	1,77%
Δ(ΕΤΔ+X)				1166,96		1012,99		153,96		-51,00	-25,53	50,48	77,23	89,56
ΔM				528,92		411,19		117,73		-19,25	-7,58	43,39	37,50	38,51
<b>(ΔM/Δ(ΕΤΔ+X))=χ</b>				<b>45,32%</b>		<b>40,59%</b>		<b>76,5%</b>		<b>37,8%</b>	<b>29,7%</b>	<b>86,0%</b>	<b>48,6%</b>	<b>43,0%</b>

Πηγή: Eurostat, \*INSET Forecasts

Επιπλέον, στην περίοδο 2014–2024 το ΑΕΠ της Γερμανίας αυξήθηκε με Μέσο Ετήσιο Ρυθμό Μεταβολής (ΜΕΡΜ) 1,00%, με την επίπτωση από την αύξηση της Εγχώριας Τελικής Δαπάνης (ΕΤΔ) – η οποία αυξήθηκε με ΜΕΡΜ 1,31% – να ανέρχεται σε 1,22 ποσοστιαίες μονάδες, ενώ η επίπτωση των καθαρών εξαγωγών ήταν αρνητική κατά -0,22 π.μ. ετησίως. Η αρνητική αυτή συμβολή προκύπτει από την ταχύτερη αύξηση των εισαγωγών Α&Υ (ΜΕΡΜ: 2,8%) σε σχέση με τις εξαγωγές Α&Υ (ΜΕΡΜ: 1,78%). Το import content ratio (χ-ratio) της περιόδου διαμορφώθηκε στο 48,7%.

Ο ΜΕΡΜ του ΑΕΠ κατά 1,00% στην περίοδο 2014–2024 ήταν σημαντικά χαμηλότερος τόσο από τον αντίστοιχο ΜΕΡΜ της ΕΕ-20 (1,48%), όσο και από εκείνον της οικονομίας των ΗΠΑ (2,49%), γεγονός που υποδηλώνει τη σταδιακή αποδυνάμωση της αναπτυξιακής δυναμικής της γερμανικής οικονομίας ήδη πριν από τις μεγάλες γεωπολιτικές και ενεργειακές αναταράξεις της περιόδου 2022–2024.

Η εικόνα αυτή γίνεται ακόμη πιο δυσμενής στην περίοδο 2019–2024, κατά την οποία το ΑΕΠ της Γερμανίας αυξήθηκε με ΜΕΡΜ μόλις 0,17%, με τις καθарές εξαγωγές να έχουν σημαντικά αρνητική επίπτωση κατά -0,40 π.μ. ετησίως. Ειδικότερα, η συμβολή των καθαρών εξαγωγών ήταν αρνητική σε όλα τα έτη της περιόδου 2018–2023, με μοναδική εξαίρεση το 2021, όταν καταγράφηκε θετική συμβολή +0,83 π.μ. λόγω της ισχυρής μεταπανδημικής ανάκαμψης του διεθνούς εμπορίου.

Το πλεόνασμα του Εξωτερικού Ισοζυγίου Α&Υ (ΕΙΑ&Υ) της Γερμανίας είχε αυξηθεί στα € 233,5 δις (6,55% του ΑΕΠ) το 2018, από € 152,1 δις (5,14% του ΑΕΠ) το 2009. Ωστόσο, στη συνέχεια ακολούθησε σαφή πτωτική πορεία, περιοριζόμενο στα € 146,6 δις (4,07% του ΑΕΠ) το 2024 (Πίνακας 4.5.).

Η εξέλιξη αυτή οφείλεται κυρίως στη σχετικά ταχύτερη αύξηση των εισαγωγών Α&Υ, οι οποίες αυξήθηκαν με ΜΕΡΜ 1,54% στην περίοδο 2019–2024, ενώ στην ίδια περίοδο οι εξαγωγές Α&Υ αυξήθηκαν μόλις με ΜΕΡΜ 0,35%. Παράλληλα, το άθροισμα ΕΤΔ+Χ αυξήθηκε με ΜΕΡΜ μόλις

0,53%, γεγονός που οδήγησε σε πολύ υψηλό import content ratio ( $\chi$ -ratio) 76,5% στην περίοδο 2024/2018, από 40,59% στην περίοδο 2018/2009.

Τα στοιχεία αυτά καταδεικνύουν ότι από το 2018–2019 και μετά η Γερμανία αντιμετωπίζει ουσιαστικές και διαρθρωτικές δυσκολίες στην αύξηση των εξαγωγών Α&Υ. Είναι χαρακτηριστικό ότι οι εξαγωγές Α&Υ μειώθηκαν κατά -1,42% το 2023 και κατά -2,06% το 2024, με αποτέλεσμα η συνολική αύξησή τους στην περίοδο 2024/2018 να περιοριστεί μόλις στο 2,11%, έναντι αύξησης των εισαγωγών Α&Υ κατά 9,59% στην ίδια περίοδο.

Μάλιστα, η αύξηση των εισαγωγών Α&Υ με ΜΕΡΜ 1,54% στην περίοδο 2019–2024 υπερβαίνει κατά πολύ την αύξηση της ΕΤΔ, η οποία περιορίστηκε σε ΜΕΡΜ μόλις 0,61%. Η ασθενής αυτή επίδοση της ΕΤΔ ήταν αποτέλεσμα:

- της πτώσης των επενδύσεων ΠΚ με ΜΕΡΜ -0,96%,
- της πολύ περιορισμένης αύξησης της Ιδιωτικής Κατανάλωσης με ΜΕΡΜ 0,47%,
- της σημαντικής αύξησης της κατανάλωσης της Γενικής Κυβέρνησης με ΜΕΡΜ 2,31%, και
- της μικρής αύξησης των ΕσΑ+ΣΔ κατά € 7,7 δις.

Συνολικά, στην περίοδο 2019–2024 ο δημόσιος τομέας επιχείρησε να στηρίξει την οικονομική δραστηριότητα στη Γερμανία κυρίως μέσω της αύξησης της κατανάλωσης της Γενικής Κυβέρνησης. Ωστόσο, η στήριξη αυτή χρηματοδοτήθηκε κυρίως από αυξημένα δημόσια έσοδα και όχι μέσω μιας πιο ενεργητικής δημοσιονομικής επέκτασης, καθώς το έλλειμμα της Γενικής Κυβέρνησης μειώθηκε στο -1,9% του ΑΕΠ το 2022 και στη συνέχεια διατηρήθηκε στο -2,5% και -2,7% του ΑΕΠ το 2023 και το 2024 αντίστοιχα, αντί να αυξηθεί περισσότερο, όπως θα μπορούσε να δικαιολογηθεί υπό τις συνθήκες αυτές (Πίνακας 3.1.).

Η ανωτέρω μεγάλη αύξηση των εισαγωγών Α&Υ οδήγησε, όπως προαναφέρθηκε, στη σημαντική μείωση του πλεονάσματος του Εξωτερικού Ισοζυγίου Α&Υ (ΕΙΑ&Υ) της Γερμανίας στην περίοδο 2018–2023. Κατά συνέπεια, το υπόδειγμα ανάπτυξης της Γερμανίας, το οποίο βασίζεται διαχρονικά στη υψηλή διεθνή ανταγωνιστικότητα της οικονομίας της και στη συνεχή αύξηση των εξαγωγών Α&Υ, αντιμετώπισε εμφανείς δυσκολίες, ιδιαίτερα μετά το 2017. Αρχικά, οι δυσκολίες αυτές συνδέθηκαν με την πολιτική προστασίας από εισαγωγές των ΗΠΑ, ενώ στη συνέχεια εντάθηκαν από τις πολύ σοβαρότερες διαταραχές της περιόδου 2020–2021 λόγω της πανδημίας του Covid-19 και της περιόδου 2022–2023 λόγω της απώλειας της αγοράς της Ρωσίας, της ενεργειακής κρίσης και της επιβράδυνσης της παγκόσμιας οικονομικής ανάπτυξης.

Υπό τις συνθήκες αυτές, η αύξηση του ΑΕΠ της Γερμανίας στην περίοδο 2018–2024 στηρίχθηκε σχεδόν αποκλειστικά στην αύξηση της Εγχώριας Τελικής Δαπάνης (ΕΤΔ). Ωστόσο, η στήριξη αυτή αποδείχθηκε ανεπαρκής, καθώς η συμβολή της ΕΤΔ στην αύξηση του ΑΕΠ περιορίστηκε σε μόλις 0,57 ποσοστιαίες μονάδες ετησίως στην περίοδο 2019–2024. Ταυτόχρονα, η αύξηση της ΕΤΔ συνοδεύτηκε από δυσανάλογα μεγάλη αύξηση των εισαγωγών Α&Υ, γεγονός που οδήγησε σε αρνητική επίπτωση των καθαρών εξαγωγών στην αύξηση του ΑΕΠ κατά -0,40 π.μ. ετησίως.

Η έντονη αυτή αύξηση των εισαγωγών Α&Υ συνδέεται σε σημαντικό βαθμό με ειδικούς και συγκυριακούς παράγοντες, όπως οι αυξημένες ανάγκες εισαγωγών υγειονομικού υλικού κατά την περίοδο της πανδημίας του Covid-19 και οι ιδιαίτερα αυξημένες εισαγωγές ενεργειακών προϊόντων στην περίοδο 2022–2024. Οι παράγοντες αυτοί συνέβαλαν στη διαμόρφωση ενός εξαιρετικά υψηλού import content ratio ( $\chi$ -ratio) 76,5% στην περίοδο 2019–2024, γεγονός που εξηγεί σε μεγάλο βαθμό την ελάχιστη αύξηση του ΑΕΠ της Γερμανίας με ΜΕΡΜ μόλις 0,17% στην περίοδο αυτή.

Τα ανωτέρω, ωστόσο, δεν συνεπάγονται ότι το παραδοσιακό γερμανικό υπόδειγμα ανάπτυξης – μέσω της διατήρησης υψηλού πλεονάσματος στο ΕΙΑ&Υ – έχει εγκαταλειφθεί ή έχει αλλάξει δομικά. Αντιθέτως, το υπόδειγμα αυτό φαίνεται να προσαρμόζεται στις συγκυριακές συνθήκες, όπως συνέβη στις περιόδους 2020–2021 και 2022–2024. Στις περιόδους αυτές, η Γερμανία διαθέτει τη δυνατότητα να στηρίξει την ανάπτυξη της οικονομίας της μέσω της εγχώριας ζήτησης, δεδομένου του σημαντικού δημοσιονομικού περιθωρίου που διαθέτει.

Πράγματι, αυτή η προσαρμογή άρχισε να υλοποιείται ήδη το 2025, καθώς το έλλειμμα της Γενικής Κυβέρνησης της Γερμανίας αυξήθηκε στο -3,1% του ΑΕΠ, από -2,7% του ΑΕΠ το 2024, και εκτιμάται ότι θα αυξηθεί περαιτέρω στο -4,0% του ΑΕΠ το 2026 και στο -3,8% του ΑΕΠ το 2027.

Έτσι, όπως φαίνεται στον Πίνακα 4.6., η αρνητική επίπτωση των καθαρών εξαγωγών στην αύξηση του ΑΕΠ της Γερμανίας εντάθηκε περαιτέρω στο 9μηνο 2025, όπου ανήλθε στις -1,69 π.μ., με αύξηση των εισαγωγών Α&Υ κατά 3,33%, παρά την πτώση των εξαγωγών Α&Υ κατά -1,07%. Για το σύνολο του 2025, η αρνητική αυτή επίπτωση εκτιμάται στις -1,45 π.μ., με την αύξηση του ΑΕΠ να περιορίζεται μόλις στο 0,2% (Πίνακας 4.5.).

Η αρνητική συμβολή των καθαρών εξαγωγών εκτιμάται ότι θα συνεχιστεί και το 2026 και το 2027, αν και με σαφώς μικρότερη ένταση: συγκεκριμένα, εκτιμάται σε -0,42 π.μ. το 2026 (εξαγωγές Α&Υ: +1,5%, εισαγωγές Α&Υ: +2,7%) και σε -0,31 π.μ. το 2027 (εξαγωγές Α&Υ: +1,8%, εισαγωγές Α&Υ: +2,7%), με την αύξηση του ΑΕΠ να εκτιμάται στο 1,1% και 1,4% αντίστοιχα.

Το γερμανικό υπόδειγμα ανάπτυξης αναμένεται να επανέλθει σταδιακά σε πλήρη εφαρμογή μετά το 2027, όταν θα έχει ολοκληρωθεί η αναγκαία αναδιάρθρωση του βιομηχανικού τομέα της χώρας και όταν θα έχουν πιθανότατα εκλογικευτεί οι συνθήκες λειτουργίας του διεθνούς εμπορίου. Στο μεταξύ, η δημοσιονομική πολιτική της Γερμανίας προσαρμόζεται στις αυξημένες ανάγκες ενίσχυσης της αμυντικής της ικανότητας και στη διατήρηση ενός επιπέδου εγχώριας ζήτησης ικανού να εξασφαλίζει ικανοποιητικούς ρυθμούς αύξησης του ΑΕΠ, παρά τη συνεχιζόμενη δυσκολία επίτευξης θετικής συμβολής από τις καθαρές εξαγωγές.

Ειδικότερα, η εκτιμώμενη αύξηση του ΑΕΠ κατά 1,1% το 2026 και 1,4% το 2027 αναμένεται να προσδιοριστεί από τα σημαντικά χαμηλότερα επιτόκια, τη σταθεροποίηση του πληθωρισμού γύρω στο 2,0%, την ενίσχυση των ιδιωτικών επενδύσεων και την ουσιαστική αύξηση των πρωτογενών δαπανών της Γενικής Κυβέρνησης.<sup>14</sup> Υπό αυτές τις συνθήκες, η συμβολή της αύξησης της ΕΤΔ στην αύξηση του ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα ενισχυθεί σε 1,52 π.μ. το 2026 και 1,71 π.μ. το 2027, από 1,64 π.μ. το 2025.

Η σταδιακή ανάκαμψη των εξαγωγών Α&Υ από το 2026 και μετά θα περιορίσει περαιτέρω την αρνητική επίπτωση των καθαρών εξαγωγών, ενώ η επάνοδος των γερμανικών εξαγωγών σε ικανοποιητικούς ρυθμούς θα εξαρτηθεί σε μεγάλο βαθμό από την ενίσχυση της παγκόσμιας οικονομικής ανάπτυξης και την εξομάλυνση των αντιαναπτυξιακών και αντιοικονομικών πολιτικών των ΗΠΑ, υπό την πίεση των διεθνών αγορών.

---

<sup>14</sup> Σημειώνεται ότι η ΕΕ(Νοέμβριος 2025) προβλέπει αύξηση του ΑΕΠ της Γερμανίας κατά 0,2% το 2025, 1,2% το 2026 και 1,2% το 2027, με αρνητική επίπτωση από τις καθαρές εξαγωγές κατά -1,39 π.μ. το 2025, -0,55 π.μ. το 2026 και κατά -0,32 π.μ. το 2027.

Στη συνέχεια, συνοψίζονται οι εξελίξεις στις βασικές συνιστώσες του ΑΕΠ της Γερμανίας το 2025 και αναλύονται αναλυτικά οι εκτιμήσεις για την πορεία της οικονομίας της το 2026 και το 2027. Ειδικότερα:

Πίνακας 4.6. Γερμανία: Εξέλιξη του ΑΕΠ το 2023-2024 και το 9μηνο 2025 και εκτιμήσεις για το 4ο 3μηνο 2025 και για το 2025															
	9μηνο 2023	4ο 3μηνο 2023	2023	9μηνο 2024		4ο 3μηνο 2024		2024		9μηνο 2025		4ο 3μηνο 2025*		2025*	
	Δισ. €	Δισ. €	Δισ. €	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ
<b>Συνολική Κατανάλωση</b>	1.997,5	686,0	2.683,6	2.016,1	0,9%	697,8	1,71%	2.713,9	<b>1,13%</b>	2.043,8	1,38%	706,6	1,3%	2.750,5	<b>1,35%</b>
<b>Ιδιωτική Κατανάλωση</b>	1.404,7	482,6	1.887,3	1.409,6	0,4%	487,5	1,02%	1.897,2	<b>0,52%</b>	1.423,2	0,96%	492,4	1,0%	1.915,6	<b>0,97%</b>
<b>Δημόσια κατανάλωση</b>	592,8	203,5	796,3	606,4	2,3%	210,3	3,34%	816,7	<b>2,56%</b>	620,7	2,34%	214,3	1,9%	834,9	<b>2,23%</b>
<b>Επενδύσεις</b>	540,5	185,8	726,2	521,9	-3,4%	180,0	-3,08%	702,0	<b>-3,34%</b>	516,9	-0,97%	181,7	0,9%	698,5	<b>-0,49%</b>
<b>Μεταβολή Αποθεμάτων</b>	45,9	-4,1	41,8	34,6	-24,6%	8,6	-309,4%	43,2	<b>3,4%</b>	59,4	71,7%	9,6	11%	69,0	<b>59,7%</b>
<b>Στατ. Διαφ.</b>	-1,9	-1,4	-3,3	-3,3	72%	-1,5	10,1%	-4,9	<b>45,9%</b>	-3,5	5,2%	-1,1	-29%	-4,6	<b>-5,7%</b>
<b>Εγχώρια Τελική Ζήτηση</b>	2.581,9	866,3	3.448,2	2.569,3	-0,5%	884,9	2,15%	3.454,2	<b>0,17%</b>	2.616,7	1,84%	896,8	1,3%	3.513,4	<b>1,72%</b>
<b>Εξαγωγές Αγαθών &amp; Υπηρεσιών</b>	1.136,0	387,4	1.523,4	1.123,4	-1,1%	368,6	-4,87%	1.491,9	<b>-2,07%</b>	1.111,3	-1,07%	371,9	0,9%	1.483,2	<b>-0,59%</b>
<b>Εισαγωγές Αγαθών &amp; υπηρεσιών</b>	1.013,0	340,0	1.353,0	1.002,1	-1,1%	343,3	0,99%	1.345,37	<b>-0,56%</b>	1.035,5	3,33%	353,3	2,9%	1.388,73	<b>3,22%</b>
<b>Ισοζύγιο Αγαθών &amp; Υπηρεσιών</b>	123,0	47,5	170,5	121,3	-1,4%	25,3	-46,80%	146,6	<b>-14,0%</b>	75,9	-37,47%	18,6	-26,3%	94,5	<b>-35,54%</b>
<b>ΑΕΠ, σταθερές τιμές αγοράς</b>	<b>2.704,9</b>	<b>913,8</b>	<b>3.618,7</b>	<b>2.690,6</b>	<b>-0,53%</b>	<b>910,1</b>	<b>-0,40%</b>	<b>3.600,7</b>	<b>-0,50%</b>	<b>2.692,5</b>	<b>0,07%</b>	<b>915,4</b>	<b>0,58%</b>	<b>3.607,9</b>	<b>0,20%</b>
<b>Συμβολή στη Μεταβολή του ΑΕΠ</b>															
<b>Ιδιωτική κατανάλωση</b>					0,18		0,54		0,27		0,50		0,54		0,51
<b>Δημόσια Κατανάλωση</b>					0,50		0,74		0,56		0,53		0,44		0,51
<b>Επενδύσεις</b>					-0,68		-0,63		-0,67		-0,19		0,18		-0,10
<b>Μεταβολή Αποθεμάτων</b>					-0,42		1,39		0,04		0,92		0,11		0,72
<b>Στατ. Διαφ.</b>					-0,05		-0,02		-0,04		-0,01		0,05		0,01
<b>Καθαρές Εξαγωγές</b>					-0,06		-2,43		-0,66		-0,73		-1,45		-1,45
<b>Εξαγωγές Αγαθών &amp; Υπηρεσιών</b>					-0,47		-2,06		-0,87		-0,45		0,36		-0,24
<b>Εισαγωγές Αγαθών &amp; υπηρεσιών</b>					0,40		-0,37		0,21		-1,24		-1,09		-1,20
<b>ΑΕΠ, σταθερές τιμές αγοράς</b>					<b>-0,53</b>		<b>-0,40</b>		<b>-0,50</b>		<b>0,07</b>		<b>0,58</b>		<b>0,20</b>

Πηγή: Eurostat, \* Εκτιμήσεις INZETE

Όπως φαίνεται στον Πίνακα 4.6., το 2024 η οικονομία της Γερμανίας συνέχισε να βρίσκεται σε ύφεση, με πτώση του ΑΕΠ κατά -0,50% (2023: -0,87%, 2022: +1,81%). Η εξέλιξη αυτή προσδιορίστηκε από σημαντική αρνητική επίπτωση των καθαρών εξαγωγών κατά -0,66 π.μ., η οποία οφείλεται κυρίως στη μεγάλη πτώση των εξαγωγών Α&Υ κατά -2,06%, σε συνδυασμό με πολύ μικρότερη πτώση των εισαγωγών Α&Υ κατά -0,56%.

Το άθροισμα ΕΤΔ+Χ μειώθηκε κατά -0,51% (Εξαγωγές Α&Υ: -2,06%, ΕΤΔ: +0,17%), ενώ το import content ratio (χ-ratio) διαμορφώθηκε στο σχετικά χαμηλό χ=29,7%. Η πτώση του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ κατά -0,51% συνεπάγεται μείωση του ΑΕΠ κατά -25,5 δισ. ευρώ, ενώ η πτώση των εισαγωγών Α&Υ κατά -0,56% συνεπάγεται αύξηση του ΑΕΠ κατά 7,6 δισ. ευρώ. Συνολικά, η καθαρή επίπτωση αυτών των εξελίξεων ήταν πτώση του ΑΕΠ κατά -17,9 δισ. ευρώ, ή -0,50% το 2024.

Στο 9μηνο του 2025 (Πίνακας 4.6.), το ΑΕΠ της Γερμανίας κατέγραψε οριακή αύξηση κατά 0,07%, με αύξησή του κατά 0,31% στο 3ο τρίμηνο 2025. Ιδιαίτερα σημαντική ήταν η αύξηση της ΕΤΔ κατά 1,84%, με θετική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 1,76 π.μ.. Ωστόσο, η πολύ μεγάλη αύξηση των εισαγωγών Α&Υ κατά 3,33%, σε συνδυασμό με τη νέα πτώση των εξαγωγών Α&Υ κατά -1,07%, οδήγησαν σε ισχυρά αρνητική επίπτωση των καθαρών εξαγωγών κατά -1,69 π.μ. στο 9μηνο 2025 (3ο τρίμηνο 2025: -1,30 π.μ.).

Υπό αυτές τις συνθήκες, η αύξηση του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ περιορίστηκε στο 0,96% (ΕΤΔ: +1,84%, Εξαγωγές Α&Υ: -1,07%). Η αύξηση του ΑΕΠ κατά 35,3 δισ. ευρώ λόγω της ανόδου του ΕΤΔ+Χ αντισταθμίστηκε σε μεγάλο βαθμό από τη μείωση του ΑΕΠ κατά -33,4 δισ. ευρώ λόγω της αύξησης των εισαγωγών Α&Υ. Έτσι, η τελική αύξηση του ΑΕΠ στο 9μηνο 2025 περιορίστηκε σε μόλις 1,9 δισ. ευρώ, ή 0,07%.

Ισοδύναμα, η θετική επίπτωση των +1,76 π.μ. από την αύξηση της ΕΤΔ κατά 1,84% (ΙΚ: +0,96%, Επενδύσεις ΠΚ: -0,97%, Κατανάλωση ΓΚ: +2,34%, Εσα+ΣΔ: +24,6 δισ. ευρώ) αντισταθμίστηκε

σχεδόν πλήρως από την αρνητική επίπτωση των καθαρών εξαγωγών κατά -1,69 π.μ., με αποτέλεσμα η συνολική αύξηση του ΑΕΠ να περιοριστεί στο 0,07%.

Συνολικά, η Κυβέρνηση της Γερμανίας επιχειρεί να στηρίξει την οικονομική δραστηριότητα μέσω της σημαντικής αύξησης της κατανάλωσης της Γενικής Κυβέρνησης και μέσω της ενίσχυσης της ιδιωτικής κατανάλωσης, κυρίως με την αξιοσημείωτη αύξηση των μισθών των εργαζομένων.<sup>15</sup> Ωστόσο, η πολιτική αυτή δεν αποδείχθηκε επαρκής για την επίτευξη υψηλότερου ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ στο 9μηνο 2025, λόγω της ιδιαίτερα μεγάλης αύξησης των εισαγωγών Α&Υ.

Όσον αφορά το 4ο τρίμηνο 2025, οι εξελίξεις στην οικονομία της Γερμανίας παραμένουν αρνητικές, αλλά εμφανώς βελτιωμένες σε σχέση με ένα έτος πριν. Οι δείκτες PMI διαμορφώθηκαν τον Νοέμβριο 2025 στο 48,2 στη βιομηχανία και στο 53,1 στις υπηρεσίες, έναντι 49,6 και 54,6 τον Οκτώβριο 2025 και έναντι 42,5 και 51,2 τον Δεκέμβριο 2024. Αντίστοιχα, ο δείκτης επιχειρηματικού κλίματος IFO κινείται σε υψηλότερα επίπεδα την περίοδο Σεπτεμβρίου–Νοεμβρίου 2025 (87,7, 88,4 και 88,1) σε σχέση με τον Σεπτέμβριο 2024 (85,4) και τον Δεκέμβριο 2024 (84,7). Παρά τη βελτίωση αυτή, οι δείκτες παραμένουν σε επίπεδα που δεν σηματοδοτούν ισχυρή ανάκαμψη της γερμανικής οικονομίας στο 4ο τρίμηνο 2025 ή στο 2026.

Οι υποτονικές αυτές εξελίξεις στο επιχειρηματικό κλίμα καταγράφονται παρά τη σημαντική μείωση των επιτοκίων από την ΕΚΤ μετά τον Ιούνιο 2025, καθώς τα μακροπρόθεσμα επιτόκια στη Γερμανία παραμένουν σε σχετικά υψηλά επίπεδα (10ετές: 2,66% τον Νοέμβριο 2025, από 2,31% τον Νοέμβριο 2024). Ο πληθωρισμός με βάση το ΔΤΚ μειώθηκε στο 1,6% τον Σεπτέμβριο 2024, αλλά στη συνέχεια ακολούθησε ανοδική πορεία, διαμορφούμενος στο 2,34% τον Νοέμβριο 2025, με τον μέσο πληθωρισμό να εκτιμάται στο 2,22% το 2025, από 2,26% το 2024.

Οι εξελίξεις αυτές στον πληθωρισμό και στα επιτόκια, σε συνδυασμό με τη σημαντική αύξηση των μισθών το 2024 και το 2025, στήριξαν την ιδιωτική κατανάλωση, η οποία αυξήθηκε κατά 0,52% το 2024 και κατά 0,96% στο 9μηνο 2025, και εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 1,0% στο 4ο τρίμηνο 2025 και κατά 0,97% το 2025. Παράλληλα, ιδιαίτερα υποστηρικτική αναμένεται να είναι και η νέα αύξηση της κατανάλωσης της Γενικής Κυβέρνησης κατά 1,9% στο 4ο τρίμηνο 2025 και κατά 2,23% το 2025.

Ανάκαμψη αναμένεται επίσης στις επενδύσεις ΠΚ, με αύξησή τους κατά 0,9% στο 4ο τρίμηνο 2025, χωρίς ωστόσο να αποτρέπεται νέα πτώση τους κατά -0,49% το 2025. Τέλος, αύξηση αναμένεται στις ΕσΑ+ΣΔ κατά 1,4 δισ. ευρώ στο 4ο τρίμηνο 2025 και κατά 26,1 δισ. ευρώ στο σύνολο του 2025.

Υπό τα ανωτέρω δεδομένα, η ΕΤΔ εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 1,3% στο 4ο τρίμηνο 2025 (επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ: +1,31 π.μ.) και κατά 1,72% το 2025 (επίπτωση: +1,65 π.μ.). Ωστόσο, η αρνητική επίπτωση των καθαρών εξαγωγών εκτιμάται ότι θα παραμείνει σημαντική, στις -0,73 π.μ. στο 4ο τρίμηνο 2025 και στις -1,45 π.μ. στο σύνολο του 2025. Έτσι, η αύξηση του ΑΕΠ εκτιμάται σε 0,58% στο 4ο τρίμηνο 2025 και μόλις Οι εξελίξεις αυτές δείχνουν ότι η οικονομία της Γερμανίας συνεχίζει να αντιμετωπίζει σημαντικές δυσκολίες, σε μια εξαιρετικά αντίξοχη – και ιδιαίτερα για την ίδια – γεωπολιτική και οικονομική συγκυρία. Μετά την πτώση του ΑΕΠ το 2023

---

<sup>15</sup> Οι μισθοί και τα ημερομίσθια στη Γερμανία (στη βιομηχανία, τις κατασκευές και τις υπηρεσίες) αυξήθηκαν κατά 3,8% γογ στο 2<sup>ο</sup> 3μηνο 2025, 2,9% γογ στο 1<sup>ο</sup> 3μηνο 2025 και κατά 4,5% γογ στο 4<sup>ο</sup> 3μηνο 2024, 4,4% γογ στο 3<sup>ο</sup> 3μηνο 2024, 5,1% γογ στο 2<sup>ο</sup> 3μηνο 2024 και 6,9% γογ στο 2<sup>ο</sup> 3μηνο 2024.

(-0,87%) και το 2024 (-0,50%), καθώς και την οριακή μείωσή του στο 1ο εξάμηνο 2025 (-0,05%), η ανάκαμψή του στο 3ο τρίμηνο 2025 (+0,31%) και η εκτιμώμενη αύξησή του στο 4ο τρίμηνο 2025 (+0,58%) στηρίζονται κυρίως στη σημαντική αύξηση της εγχώριας τελικής ζήτησης (ΕΤΔ), αλλά συνοδεύονται από σχετικά μεγάλη αύξηση των εισαγωγών Α&Υ.

Συνολικά, οι προκλήσεις που είχε να αντιμετωπίσει η Γερμανία την περίοδο 2023–2025 ήταν πράγματι πολύ μεγάλες – στην πλειονότητά τους εξωγενείς – και η οπισθοδρόμηση της αναπτυξιακής της επίδοσης το 2023, το 2024 και το 2025 ήταν σε μεγάλο βαθμό αναπόφευκτη και, κατά τα φαινόμενα, η μικρότερη δυνατή υπό τις επικρατούσες συνθήκες. Παράλληλα, οι συνθήκες που διαμορφώνονται στην παγκόσμια οικονομία το 2026 και το 2027 δεν προδιαγράφουν σημαντική ανάκαμψη της γερμανικής οικονομίας, παρά την αυξημένη συμβολή της δημοσιονομικής πολιτικής.

Όπως αποδείχθηκε το 2025, η πιο επεκτατική δημοσιονομική πολιτική συνδυάζεται – και στη Γερμανία, όπως και στην Ελλάδα – με μεγάλη αύξηση των εισαγωγών Α&Υ, με αποτέλεσμα να περιορίζεται η καθαρή συμβολή της στην αύξηση του ΑΕΠ. Η Γερμανία είναι εξαιρετικά ανοιχτή οικονομία, με πολύ υψηλά μερίδια στο ΑΕΠ των εξαγωγών Α&Υ (2024: 41,4%) και των εισαγωγών Α&Υ (2024: 37,4%, 2025: 38,5%). Επομένως, όταν οι εισαγωγές αυξάνονται (λόγω αύξησης της ΕΤΔ) χωρίς αντίστοιχη αύξηση των εξαγωγών (για τους λόγους που προαναφέρθηκαν), η αρνητική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ είναι σημαντική.

Τα ανωτέρω, ωστόσο, δεν επιβεβαιώνουν τις θεωρίες ότι η γερμανική οικονομία βρίσκεται σε μακροχρόνια κρίση ή «παρακμή». Η πτώση των εξαγωγών της Γερμανίας το 2023 (-1,42%), το 2024 (-2,06%) και το 2025 (-0,59%) ήταν εξαιρετικά επώδυνη, αλλά σημειώθηκε σε περίοδο κατά την οποία οι αντιξοότητες και τα εμπόδια στις βασικές αγορές των γερμανικών προϊόντων ήταν πρωτοφανή. Η ανασύνταξη του γερμανικού εξαγωγικού τομέα είναι απολύτως αναγκαία για την προσαρμογή του στις νέες πραγματικότητες. Παρά ταύτα, οι προοπτικές παραμένουν θετικές για σταδιακή ανάκαμψη των ιδιωτικών επενδύσεων (ΠΚ), από τα καταποντισμένα επίπεδά τους το 2025, καθώς και για επάνοδο των εξαγωγών και του ΑΕΠ σε ανοδική τροχιά: διστακτικά το 2026 και το 2027, και πιο δυναμικά από το 2028, όταν η «φούσκα» της αντανάπτυξιακής – αντιοικονομικής Εξωτερικής Εμπορικής Πολιτικής (ΕΕΠ) των ΗΠΑ θα έχει υποχωρήσει υπό την πίεση των αγορών, των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων των ΗΠΑ.

Ειδικότερα, οι εκτιμήσεις για την αύξηση του ΑΕΠ της Γερμανίας το 2026 και το 2027 προσδιορίζονται από τους ακόλουθους παράγοντες:

(i) Την εκτιμώμενη περαιτέρω πτώση του πληθωρισμού στην Ευρώπη και στη Γερμανία το 2026, τη διατήρηση των επιτοκίων της ΕΚΤ στα σημερινά – σχετικά χαμηλά – επίπεδα, και την αναμενόμενη μείωση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων (Πίνακας 1.7.).

(ii) Τη σχετικά επεκτατική δημοσιονομική πολιτική που εφαρμόζεται από τη νέα Κυβέρνηση από τον Μάρτιο 2025, με μεγαλύτερη αύξηση των πρωτογενών δαπανών της ΓΚ (κατανάλωση και κυρίως επενδύσεις) και εγκατάλειψη της εμμονής στη διαρκή συμπίεση των ήδη περιορισμένων ελλειμμάτων (Πίνακας 3.1.). Η αύξηση του ανώτατου επιπέδου του ΧτΓΚ της Γερμανίας συμβάλλει προς την ίδια κατεύθυνση. Η Γερμανία έχει τη δυνατότητα να ενισχύσει την οικονομία της δημοσιονομικά το 2026 και το 2027 και, ταυτόχρονα, να παραμείνει πλεονασματική χώρα (με σχετικά μεγάλο πλεόνασμα στο ΕΙΑ&Υ), σε αντίθεση με τις ΗΠΑ, οι οποίες αργά ή γρήγορα θα υποχρεωθούν να μειώσουν δραστικά τα μεγάλα και αυξανόμενα ελλείμματά τους τόσο στη ΓΚ όσο και στο εξωτερικό ισοζύγιο.

(iii) Τη μειούμενη αρνητική επίπτωση στις εξαγωγές και στην οικονομία της Γερμανίας από την αντισυμβατική και αντικοινομική πολιτική προστασίας από εισαγωγές των ΗΠΑ, η οποία, από το 2026, είναι πιθανό μόνο να εκλογικευτεί, ενώ η επίδρασή της θα έχει περιοριστεί σημαντικά έως το 2027. Επιπλέον, το 2025 κρίσιμος επιβαρυντικός παράγοντας για τη Γερμανία και τις άλλες χώρες της ΕΕ-20 ήταν η ανατίμηση του ευρώ (EUR), τόσο έναντι του δολαρίου όσο και έναντι άλλων νομισμάτων (Διαγράμματα 2.16 και 2.17). Η ανατίμηση αυτή επιβάρυνε περαιτέρω τις εξαγωγές της Γερμανίας και, ταυτόχρονα, κατέστησε τις εισαγωγές φθηνότερες και πιο ανταγωνιστικές στην εγχώρια αγορά. Έτσι, οι κλάδοι που επιβαρύνθηκαν από τους δασμούς των ΗΠΑ το 2025 αντιμετώπισαν πρόσθετη επιβάρυνση από την ανατίμηση του NEER του ευρώ κατά 4,33% κατά μέσο όρο το 2025. Επίσης, η ανατίμηση του ευρώ επιβάρυνε το σύνολο των εξαγωγών της Γερμανίας, ενώ ευνόησε συνολικά τις εισαγωγές της, εις βάρος της εγχώριας παραγωγής.

Στο ανωτέρω περιβάλλον, τον Νοέμβριο 2025 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εκτιμούσε την αύξηση του ΑΕΠ της Γερμανίας στο 1,2% το 2026 και στο 1,2% το 2027, ενώ το ΙΝΣΕΤΕ εκτιμά την αύξηση αυτή στο 1,1% και 1,4% αντίστοιχα (Πίνακας 4.5.).

Ειδικότερα, το ΙΝΣΕΤΕ εκτιμά αύξηση της ΕΤΔ κατά 1,56% το 2026 (ΙΚ: 1,0%, Επενδύσεις ΠΚ: 2,8%, Κατανάλωση ΓΚ: 2,5%, Εσα+ΣΔ: -4,6 δισ. ευρώ) και κατά 1,75% το 2027 (ΙΚ: 1,2%, Επενδύσεις ΠΚ: 3,1%, Κατανάλωση ΓΚ: 2,3%, Εσα+ΣΔ: -2,7 δισ. ευρώ), με επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 1,52 π.μ. και 1,71 π.μ. αντίστοιχα. Παράλληλα, εκτιμάται ότι οι καθαρές εξαγωγές θα έχουν αρνητική επίπτωση -0,42 π.μ. το 2026 (Εξαγωγές Α&Υ: 1,5%, Εισαγωγές Α&Υ: 2,7%) και -0,31 π.μ. το 2027 (Εξαγωγές Α&Υ: 1,8%, Εισαγωγές Α&Υ: 2,7%). Το import content ratio (χ-ratio) της αύξησης του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ κατά 1,56% το 2026 και κατά 1,77% το 2027 εκτιμάται στο 48,6% και 43,0% αντίστοιχα (2025: 86,0%).

#### 4.3.2 Η οικονομία της Γαλλίας

Η Γαλλία επηρεάστηκε επίσης σημαντικά αρνητικά από την εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία, τη μεγάλη ενεργειακή κρίση που ακολούθησε, καθώς και από την άνοδο του πληθωρισμού και την απότομη αύξηση των επιτοκίων από τις Κεντρικές Τράπεζες. Η αύξηση του πληθωρισμού στη Γαλλία ήταν σε γενικές γραμμές ανάλογη με εκείνη σε άλλες χώρες της ΕΕ-2016. Ωστόσο, βασικό χαρακτηριστικό της δημοσιονομικής πολιτικής της χώρας αποτέλεσε η διατήρηση του ελλείμματος της Γενικής Κυβέρνησης (ΕτΓΚ) σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα, στο -5,8% του ΑΕΠ το 2024 και στο -5,5% του ΑΕΠ το 2025, γεγονός που συνεπάγεται περαιτέρω αύξηση του λόγου Χρέους Γενικής Κυβέρνησης προς ΑΕΠ (ΧτΓΚ/ΑΕΠ) (Πίνακες 1.2 και 3.1.). Η εξέλιξη αυτή συνδέεται με τις πολιτικές ισορροπίες στη χώρα, καθώς το πολιτικό σύστημα απορρίπτει τις προσπάθειες των Κυβερνήσεων για ουσιαστική δημοσιονομική προσαρμογή. Ήδη το κόστος δανεισμού της Γαλλικής Κυβέρνησης έχει αυξηθεί σημαντικά, με το επιτόκιο των 10ετών

---

<sup>16</sup> Ο μέσος πληθωρισμός με βάση τον ΕΔΤΚ στη Γαλλία ήταν στο 5,91% το 2022 και στο 5,66% το 2023 (Δεκέμβριος 2023: 4,1%), αλλά μειώθηκε στο 2,2% τον Αύγουστο 2024, στο 1,76% τον Δεκέμβριο 2024, στο 0,9% τον Απρίλιο 2025, στο 1,1% τον Σεπτέμβριο 2025 και στο 0,9% τον Νοέμβριο 2025. Επίσης, ο πληθωρισμός με βάση Εθνικό ΔΤΚ μειώθηκε στο 0,9% τον Νοέμβριο 2025, από 1,0% τον Ιούλιο 2025, 1,32% τον Δεκέμβριο 2024, 1,83% τον Αύγουστο 2024 και από 3,71% τον Δεκέμβριο 2023.

κρατικών ομολόγων να διαμορφώνεται στο 3,44% τον Νοέμβριο 2025, από 3,01% τον Δεκέμβριο 2024, επιβαρύνοντας περαιτέρω το ΕτΓΚ.

Σε αυτό το περιβάλλον, η γαλλική οικονομία κατέγραψε ικανοποιητική ανάπτυξη το 2022, με αύξηση του ΑΕΠ κατά 2,72% (καθαρές εξαγωγές: -0,07 π.μ.), ενώ το 2023 και το 2024 η ανάπτυξη επιβραδύνθηκε σημαντικά, αλλά παρέμεινε υψηλότερη του αναμενομένου, με αύξηση του ΑΕΠ κατά 1,44% και 1,19% αντίστοιχα. Βασικός παράγοντας που διατήρησε την αύξηση του ΑΕΠ σε σχετικά ικανοποιητικά επίπεδα στο 2ο εξάμηνο 2023 και το 2024 ήταν η σημαντική πτώση των εισαγωγών Α&Υ, κατά -3,22% στο 2ο εξάμηνο 2023 (άθροισμα ΕΤΔ+Χ: +0,23%,  $\chi$ -ratio: -352,6%) και κατά -1,21% το 2024 (ΕΤΔ+Χ: +0,6%,  $\chi$ -ratio: -48,2%). Ως αποτέλεσμα, οι καθαρές εξαγωγές είχαν ιδιαίτερα ισχυρή θετική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ, κατά 1,62 π.μ. στο 2ο εξάμηνο 2023 (2023 συνολικά: +0,87 π.μ.) και κατά 1,19 π.μ. το 2024 – επίπτωση ίση με το σύνολο της ετήσιας αύξησης του ΑΕΠ.

Ωστόσο, το 2025 η εικόνα αυτή αντιστράφηκε. Η αύξηση του ΑΕΠ περιορίστηκε στο 0,52% στο 9μηνο 2025 και εκτιμάται στο 0,57% για το σύνολο του έτους, καθώς οι εξελίξεις στον εξωτερικό τομέα έγιναν εκ νέου δυσμενείς. Οι καθαρές εξαγωγές είχαν σημαντική αρνητική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ, κατά -0,71 π.μ. στο 9μηνο 2025 και κατά -0,62 π.μ. στο σύνολο του 2025, λόγω της ελάχιστης αύξησης των εξαγωγών Α&Υ στο 9μηνο (+0,37%) σε συνδυασμό με τη σχετικά έντονη αύξηση των εισαγωγών Α&Υ κατά 2,66%. Παρά την αύξηση της εγχώριας τελικής ζήτησης (ΕΤΔ) κατά 1,25% στο 9μηνο 2025, η αρνητική συμβολή των καθαρών εξαγωγών περιορίσε την αύξηση του ΑΕΠ στο 0,52%.

Πιο αναλυτικά, όπως φαίνεται στον Πίνακα 4.7., ο Μέσος Ετήσιος Ρυθμός Μεταβολής (ΜΕΡΜ) του ΑΕΠ της Γαλλίας στην περίοδο 2010-2024 διαμορφώθηκε στο 1,22% (έναντι 1,31% στη Γερμανία), με την επίπτωση από την αύξηση της ΕΤΔ στις 1,15 π.μ. και με οριακά θετική επίπτωση των καθαρών εξαγωγών στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 0,07 π.μ. ετησίως. Στην περίοδο 2014-2024, ο ΜΕΡΜ του ΑΕΠ μειώθηκε στο 1,17%, με την επίπτωση της ΕΤΔ στις 1,14 π.μ. και με τις καθαρές εξαγωγές να διατηρούν ελάχιστα θετική συμβολή, κατά 0,03 π.μ. ετησίως.

Η επίπτωση των καθαρών εξαγωγών (δηλαδή της μεταβολής του Εξωτερικού Ισοζυγίου Α&Υ – ΕΙΑ&Υ) στην αύξηση του ΑΕΠ διαμορφώθηκε σε -1,34 π.μ. το 2020, σε +0,73 π.μ. το 2021, σε -0,07 π.μ. το 2022, σε +0,87 π.μ. το 2023 και σε +1,19 π.μ. το 2024, όπως προαναφέρθηκε. Το ΕΙΑ&Υ της Γαλλίας ήταν οριακά πλεονασματικό το 2009 (€0,09 δισ.), αυξήθηκε στα €18,5 δισ. το 2013 και στα €28,1 δισ. το 2024 (1,1% του ΑΕΠ), ενώ ενδιάμεσα κατέγραψε ελλείμματα -€11,5 δισ. το 2017 (-0,48% του ΑΕΠ) και -€24,8 δισ. το 2022 (-1,0% του ΑΕΠ).

Πίνακας 4.7. ΑΕΠ Γαλλίας (Δισεκατομμύρια €, σταθερές τιμές 2020)												
	2009	2013	2024	%Δ 2024/2009	MERM 2010-2024	%Δ 2024/2013	MERM 2014-2024	%Δ 2023	%Δ 2024	%Δ 2025*	%Δ 2026*	%Δ 2027*
Συνολική Κατανάλωση	1.720,8	1.789,7	2.035,9	18,3%	1,13%	13,76%	1,18%	0,91%	1,19%	0,6%	0,9%	1,2%
Ιδιωτική Κατανάλωση	1.183,6	1.219,8	1.374,4	16,1%	1,00%	12,68%	1,09%	0,68%	1,06%	0,3%	0,7%	1,1%
Δημόσια Κατανάλωση	537,1	569,9	661,5	23,2%	1,40%	16,08%	1,36%	1,40%	1,44%	1,3%	1,4%	1,5%
Επενδύσεις ΠΚ	465,7	480,0	564,7	21,3%	1,29%	17,65%	1,49%	0,40%	-1,08%	-0,5%	1,2%	1,8%
Μεταβολή Αποθεμάτων	-15,2	5,2	-20,9	-5,7	2,15%	-503,76%	-213,53%	-112,8%	1945,2%	-108,9%	29,1%	-29,2%
Στατιστικές Διαφορές	6,1	4,7	4,7	-1,4	-1,76%	-0,52%	-0,05%	-563%	79,83%	-29,3%	-63,7%	8,3%
Εγχώρια Τελική Δαπάνη (ΕΤΔ)	2.177,4	2.279,5	2.584,5	18,7%	1,15%	13,38%	1,15%	0,57%	0,00%	1,2%	0,9%	1,3%
Εξαγωγές Αγαθών & Υπηρεσιών (X)	537,3	654,3	844,6	57,2%	3,06%	29,08%	2,35%	2,47%	2,53%	0,7%	1,5%	1,8%
Εισαγωγές Αγαθών & υπηρεσιών (M)	536,5	635,9	816,6	52,2%	2,84%	28,42%	2,30%	-0,27%	-1,21%	2,7%	1,9%	2,2%
Ισοζύγιο Αγαθών & Υπηρεσιών	0,9	18,5	28,1	3158,6%	26,14%	52,06%	3,88%	-88,94%	-1122%	-57,8%	-26,9%	-37,7%
<b>ΑΕΠ, σταθερές τιμές 2015</b>	<b>2.178,2</b>	<b>2.298,0</b>	<b>2.612,5</b>	<b>19,94%</b>	<b>1,22%</b>	<b>13,69%</b>	<b>1,17%</b>	<b>1,44%</b>	<b>1,19%</b>	<b>0,57%</b>	<b>0,80%</b>	<b>1,20%</b>
Επίπτωση της Εγχώριας Τελικής Ζήτησης				18,69	1,15	13,27	1,14	0,57	0,00	1,19	0,92	1,33
Επίπτωση των Καθαρών εξαγωγών				1,25	0,07	0,42	0,03	0,87	1,19	-0,62	-0,12	-0,12
ΕΤΔ+Χ, %Δ	2.714,7	2.933,8	3.429,1	26,31%	1,57%	16,88%	1,43%	1,02%	0,61%	1,08%	1,07%	1,45%
Δ(ΕΤΔ+Χ)				714,37		495,24		34,42	20,74	37,02	36,97	50,63
ΔM				280,08		180,69		-2,21	-10,00	22,25	15,94	18,80
<b>{ΔM/Δ(ΕΤΔ+Χ)}=χ</b>				<b>39,2%</b>		<b>36,5%</b>		<b>-6,4%</b>	<b>-48,2%</b>	<b>60,1%</b>	<b>43,1%</b>	<b>37,1%</b>

Πηγή: Eurostat, \*INSETE Forecasts

Από τα ανωτέρω προκύπτει ότι η ανάπτυξη της γαλλικής οικονομίας τόσο στην περίοδο 2010–2024 όσο και στην περίοδο 2014–2024 στηρίχθηκε αποκλειστικά στην αύξηση της εγχώριας ζήτησης (ΕΤΔ), χωρίς, ωστόσο, αυτό να επιβαρύνει δυσανάλογα το Εξωτερικό Ισοζύγιο Αγαθών και Υπηρεσιών (ΕΙΑ&Υ) της χώρας. Σημειώνεται η αξιοσημείωτη αύξηση των εξαγωγών Α&Υ με ΜΕΡΜ 3,06% στην περίοδο 2010–2024, η οποία ήταν ελαφρώς υψηλότερη από την αντίστοιχη αύξηση των εισαγωγών Α&Υ με ΜΕΡΜ 2,84%, εξέλιξη που οφείλεται κυρίως στην πτώση των εισαγωγών Α&Υ το 2023 (-0,27%) και το 2024 (-1,21%).

Βεβαίως, το ΕΙΑ&Υ επιδεινώθηκε σημαντικά το 2020 (λόγω της πανδημίας Covid-19) και εκ νέου το 2022 (λόγω της ενεργειακής κρίσης). Ωστόσο, το 2024 επανήλθε σε πλεόνασμα, στο 1,1% του ΑΕΠ. Συνολικά, η Γαλλία δεν αποτελεί πλεονασματική χώρα όπως η Γερμανία, αλλά ούτε ελλειμματική χώρα όπως οι ΗΠΑ και η Ελλάδα, καταλαμβάνοντας μια ενδιάμεση θέση στο ευρωπαϊκό και διεθνές μακροοικονομικό πλαίσιο.

Η Ιδιωτική Κατανάλωση (ΙΚ) στη Γαλλία διαμορφώθηκε στο 52,6% του ΑΕΠ το 2024, από 53,0% το 2019, 53,1% το 2022, 54,3% το 2009 και 53,1% το 2013, γεγονός που υποδηλώνει σχετική σταθερότητα της κατανάλωσης ως ποσοστό του ΑΕΠ σε μακροχρόνια βάση.

Οι επενδύσεις Παγίου Κεφαλαίου (ΠΚ) παρέμειναν σε σχετικά υψηλά επίπεδα, στο 21,6% του ΑΕΠ το 2024, από 23,0% το 2021, 21,4% το 2009 και 20,94% το 2013, επιβεβαιώνοντας τη διαχρονικά ισχυρή επενδυτική βάση της γαλλικής οικονομίας.

Ειδικότερα, το 2024 (Πίνακας 4.8.), η αύξηση του ΑΕΠ της Γαλλίας κατά 1,19% προσδιορίστηκε ως εξής:

(i) Από τη μηδενική μεταβολή της ΕΤΔ (0,0%), καθώς η αύξηση της Ιδιωτικής Κατανάλωσης κατά 1,06% και της Κατανάλωσης της Γενικής Κυβέρνησης κατά 1,44% αντισταθμίστηκε από τη μείωση των επενδύσεων ΠΚ κατά -1,08% και από τη σημαντική πτώση των Εσα+ΣΔ κατά -€17,8 δισ.. Ως αποτέλεσμα, η συνολική επίπτωση της ΕΤΔ στην αύξηση του ΑΕΠ ήταν μηδενική (0,00 π.μ.).

(ii) Από την πολύ σημαντική θετική επίπτωση των καθαρών εξαγωγών, κατά 1,19 π.μ., η οποία προήλθε από την αύξηση των εξαγωγών Α&Υ κατά 2,53% σε συνδυασμό με την πτώση των εισαγωγών Α&Υ κατά -1,21%.

Στο πλαίσιο αυτό, το import content ratio (χ) της αύξησης του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ κατά 0,61% διαμορφώθηκε στο -48,2%, λόγω της πτώσης των εισαγωγών Α&Υ παρά την αύξηση του ΕΤΔ+Χ.

Σημειώνεται ότι το χ-ratio είχε διαμορφωθεί στο -6,4% το 2023/2022, ενώ είχε ανέλθει στο 50,5% το 2022/2021, γεγονός που υπογραμμίζει τη μεγάλη διακύμανση της εξωτερικής συνιστώσας της ανάπτυξης της γαλλικής οικονομίας στα έτη της πανδημίας και της ενεργειακής κρίσης.

Πίνακας 4.8. Γαλλία: Εξέλιξη του ΑΕΠ το 2023-2024 και και το 9μηνο 2025 και εκτιμήσεις για το 4ο 3μηνο 2025 και για το 2025															
	9μηνο 2023	4ο 3μηνο 2023	2023	9μηνο 2024		4ο 3μηνο 2024		2024		9μηνο 2025		4ο 3μηνο 2025*		2025*	
	Δισ. €	Δισ. €	Δισ. €	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ
<b>Συνολική Κατανάλωση</b>	1.492,9	519,2	2.012,1	1.510,4	1,2%	525,5	1,22%	2.035,9	<b>1,19%</b>	1.520,4	0,66%	528,2	0,5%	2.048,7	<b>0,63%</b>
<i>Ιδιωτική Κατανάλωση</i>	1.008,7	351,2	1.359,9	1.018,6	1,0%	355,8	1,32%	1.374,4	<b>1,06%</b>	1.022,1	0,35%	356,4	0,2%	1.378,5	<b>0,30%</b>
<i>Δημόσια κατανάλωση</i>	484,2	168,0	652,1	491,8	1,6%	169,7	1,01%	661,5	<b>1,44%</b>	498,3	1,32%	171,9	1,3%	670,2	<b>1,31%</b>
<b>Επενδύσεις</b>	419,6	151,2	570,9	414,7	-1,2%	150,0	-0,84%	564,7	<b>-1,08%</b>	411,2	-0,85%	150,4	0,3%	561,6	<b>-0,55%</b>
<i>Μεταβολή Αποθεμάτων</i>	10,1	-11,1	-1,0	-7,9	-178,1%	-13,0	17,0%	-20,9	<b>1945,4%</b>	10,6	-234,8%	-8,8	-33%	1,9	<b>-108,9%</b>
<i>Στατ. Διαφ.</i>	0,9	1,7	2,6	3,4	267%	1,3	-23,1%	4,7	<b>79,8%</b>	2,3	-31,9%	1,0	-23%	3,3	<b>-29,3%</b>
<b>Εγχώρια Τελική Ζήτηση</b>	1.923,5	661,0	2.584,5	1.920,6	-0,1%	663,8	0,42%	2.584,5	<b>0,00%</b>	1.944,6	1,25%	670,9	1,1%	2.615,5	<b>1,20%</b>
<i>Εξαγωγές Αγαθών &amp; Υπηρεσιών</i>	611,9	212,0	823,8	628,2	2,7%	216,4	2,10%	844,6	<b>2,53%</b>	630,6	0,37%	220,1	1,7%	850,6	<b>0,71%</b>
<i>Εισαγωγές Αγαθών &amp; υπηρεσιών</i>	620,5	206,0	826,6	607,8	-2,1%	208,8	1,33%	816,57	<b>-1,21%</b>	624,0	2,66%	214,9	2,9%	838,82	<b>2,72%</b>
<i>Ισοζύγιο Αγαθών &amp; Υπηρεσιών</i>	-8,7	5,9	-2,7	20,4	-335,9%	7,6	28,61%	28,1	<b>-1122%</b>	6,6	-67,77%	5,2	-31,2%	11,8	<b>-57,84%</b>
<b>ΑΕΠ, σταθερές τιμές αγοράς</b>	<b>1.914,8</b>	<b>666,9</b>	<b>2.581,8</b>	<b>1.941,1</b>	<b>1,37%</b>	<b>671,4</b>	<b>0,67%</b>	<b>2.612,5</b>	<b>1,19%</b>	<b>1.951,2</b>	<b>0,52%</b>	<b>676,1</b>	<b>0,70%</b>	<b>2.627,3</b>	<b>0,57%</b>
<b>Συμβολή στη Μεταβολή του ΑΕΠ</b>															
<i>Ιδιωτική κατανάλωση</i>				0,51		0,69		0,56		0,18		0,08		0,16	
<i>Δημόσια Κατανάλωση</i>				0,40		0,26		0,36		0,33		0,33		0,33	
<i>Επενδύσεις</i>				-0,26		-0,19		-0,24		-0,18		0,06		-0,12	
<i>Μεταβολή Αποθεμάτων</i>				-0,94		-0,28		-0,77		0,95		0,63		0,87	
<i>Στατ. Διαφ.</i>				0,13		-0,06		0,08		-0,06		-0,04		-0,05	
<i>Καθαρές Εξαγωγές</i>				1,52		0,25		1,19		-0,71		-0,35		-0,62	
<i>Εξαγωγές Αγαθών &amp; Υπηρεσιών</i>				0,85		0,67		0,81		0,12		0,55		0,23	
<i>Εισαγωγές Αγαθών &amp; υπηρεσιών</i>				0,67		-0,41		0,39		-0,83		-0,90		-0,85	
<b>ΑΕΠ, σταθερές τιμές αγοράς</b>				<b>1,37</b>		<b>0,67</b>		<b>1,19</b>		<b>0,52</b>		<b>0,70</b>		<b>0,57</b>	

Πηγή: Eurostat, \* Εκτιμήσεις INSEE

Στο 9μηνο 2025 (Πίνακας 4.8.), οι εξελίξεις στον εξωτερικό τομέα της γαλλικής οικονομίας κινήθηκαν σε αντίθετη κατεύθυνση σε σχέση με το 2023 και το 2024. Η αύξηση του ΑΕΠ περιορίστηκε στο 0,52%, παρά τη σημαντική θετική επίπτωση από την εγχώρια τελική δαπάνη (ΕΤΔ).

Ειδικότερα, η ΕΤΔ αυξήθηκε κατά 1,25% (9μηνο 2024: 0,00%), με θετική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 1,23 π.μ.. Η εξέλιξη αυτή προσδιορίστηκε από την αύξηση της Ιδιωτικής Κατανάλωσης (ΙΚ) κατά 0,35% και της Κατανάλωσης της Γενικής Κυβέρνησης (ΚτΓΚ) κατά 1,32%, ενώ, αντίθετα, καταγράφηκε νέα πτώση των επενδύσεων Παγίου Κεφαλαίου (ΠΚ) κατά -0,85%. Παράλληλα, σημειώθηκε αύξηση των ΕσΑ+ΣΔ κατά € 17,4 δισ., η οποία είχε σημαντική αρνητική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά -0,89 π.μ..

Αντίθετα με τη θετική συμβολή της ΕΤΔ, ο εξωτερικός τομέας επιβάρυνε σημαντικά την ανάπτυξη. Όπως προαναφέρθηκε, στο 9μηνο 2025 καταγράφηκε μεγάλη αύξηση των εισαγωγών Α&Υ κατά 2,66%, ενώ οι εξαγωγές Α&Υ αυξήθηκαν μόλις κατά 0,37%. Ως αποτέλεσμα, οι καθαρές εξαγωγές είχαν σημαντική αρνητική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά -0,71 π.μ..

Στο πλαίσιο αυτό, το import content ratio (χ) διαμορφώθηκε στο εξαιρετικά υψηλό επίπεδο χ=61,7%, καθώς η αύξηση του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ κατά 1,03% συνοδεύτηκε από πολύ μεγαλύτερη αύξηση των εισαγωγών Α&Υ κατά 2,66%. Η εξέλιξη αυτή υποδηλώνει ότι, σε αντίθεση με τα δύο προηγούμενα έτη, η ενίσχυση της εγχώριας ζήτησης το 2025 συνδέθηκε με ισχυρή διαρροή προς τις εισαγωγές, περιορίζοντας ουσιαστικά τη δυναμική της οικονομικής μεγέθυνσης.

Όσον αφορά το 4ο τρίμηνο 2025, οι δείκτες PMI υποδηλώνουν και για τη γαλλική οικονομία μια οριακή ανάκαμψη της παραγωγικής δραστηριότητας. Ειδικότερα, ο PMI στη Βιομηχανία ανήλθε στις 50,6 μονάδες τον Δεκέμβριο 2025, από 47,8 τον Νοέμβριο 2025 και από 41,9 τον Δεκέμβριο 2024 (Νοέμβριος 2024: 43,1, Σεπτέμβριος 2024: 44,6). Αντίστοιχα, ο PMI στις Υπηρεσίες

διαμορφώθηκε στις 50,2 μονάδες τον Δεκέμβριο 2025, από 51,4 τον Νοέμβριο 2025 (Οκτώβριος 2025: 48,0) και από 49,3 τον Δεκέμβριο 2024 (Νοέμβριος 2024: 46,9, Οκτώβριος 2024: 46,9, Ιούλιος 2024: 50,1).

Με βάση τα ανωτέρω, εκτιμάται αύξηση του ΑΕΠ της Γαλλίας κατά 0,7% στο 4ο τρίμηνο 2025. Η εξέλιξη αυτή προσδιορίζεται από αύξηση της εγχώριας τελικής δαπάνης (ΕΤΔ) κατά 1,1%, η οποία προκύπτει από αύξηση της Ιδιωτικής Κατανάλωσης (ΙΚ) κατά 0,2%, της Κατανάλωσης της Γενικής Κυβέρνησης (ΚτΓΚ) κατά 1,35%, των επενδύσεων Παγίου Κεφαλαίου (ΠΚ) κατά 0,3%, καθώς και από αύξηση των Εσα+ΣΔ κατά € 3,9 δισ..

Αντίθετα, οι καθαρές εξαγωγές εκτιμάται ότι θα έχουν αρνητική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά -0,35 π.μ., με αύξηση των εξαγωγών Α&Υ κατά 1,7% και αύξηση των εισαγωγών Α&Υ κατά 2,9%. Στο πλαίσιο αυτό, το import content ratio ( $\chi$ ) της αύξησης του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ εκτιμάται στο υψηλό 56,2%.

Συνολικά, η αύξηση του ΑΕΠ της Γαλλίας εκτιμάται στο 0,57% το 2025, από 0,52% στο 9μηνο 2025, με τις καθαρές εξαγωγές να έχουν αρνητική επίπτωση κατά -0,62 π.μ.. Το ΔΝΤ (Οκτώβριος 2025) και η Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Νοέμβριος 2025) εκτιμούν την αύξηση του ΑΕΠ της Γαλλίας το 2025 στο 0,7%.

Η εκτίμηση του ΙΝΣΕΤΕ για αύξηση του ΑΕΠ κατά 0,57% το 2025 προσδιορίζεται: (i) από αύξηση της ΕΤΔ κατά 1,2% (ΙΚ: 0,30%, ΚτΓΚ: 1,31%, επενδύσεις ΠΚ: -0,55%, Εσα+ΣΔ: +€ 21,3 δισ.), με θετική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 1,19 π.μ., και (ii) από αρνητική επίπτωση των καθαρών εξαγωγών κατά -0,62 π.μ. (Εξαγωγές Α&Υ: +0,71%, Εισαγωγές Α&Υ: +2,72%).

Το import content ratio ( $\chi$ ) της αύξησης του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ κατά 1,08%, με αύξηση των εισαγωγών Α&Υ κατά 2,72%, εκτιμάται στο ιδιαίτερα υψηλό 60,1% το 2025/2024, από -48,2% το 2024/2023 και -6,4% το 2023/2022.

Όσον αφορά το 2026 και το 2027, το ΙΝΣΕΤΕ εκτιμά αύξηση του ΑΕΠ της Γαλλίας κατά 0,8% και 1,2% αντίστοιχα, έναντι των εκτιμήσεων του ΔΝΤ για αύξηση κατά 0,9% το 2026, και της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (Νοέμβριος 2025) για αύξηση κατά 0,9% το 2026 και 1,1% το 2027. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, για μία ακόμη φορά, υποθέτει την εφαρμογή ουσιαστικού προγράμματος δημοσιονομικής προσαρμογής το 2026, το οποίο, ωστόσο, δεν φαίνεται να προωθείται στην τρέχουσα περίοδο.

Ειδικότερα, η εκτίμηση του ΙΝΣΕΤΕ για αύξηση του ΑΕΠ της Γαλλίας κατά 0,8% το 2026 και 1,2% το 2027 προσδιορίζεται:

από αύξηση της ΕΤΔ κατά 0,93% το 2026 (ΙΚ: 0,7%, Κατανάλωση ΓΚ: 1,4%, επενδύσεις ΠΚ: 1,2%, Εσα+ΣΔ: -€ 1,6 δισ.), με θετική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 0,92 π.μ., και από αύξηση της ΕΤΔ κατά 1,33% το 2027 (ΙΚ: 1,1%, Κατανάλωση ΓΚ: 1,5%, επενδύσεις ΠΚ: 1,8%, Εσα+ΣΔ: -€ 0,6 δισ.), με θετική επίπτωση κατά 1,33 π.μ., και

από αρνητική επίπτωση των καθαρών εξαγωγών κατά -0,12 π.μ. το 2026 (Εξαγωγές Α&Υ: 1,5%, Εισαγωγές Α&Υ: 1,9%,  $\chi$ -ratio: 43,1%) και επίσης κατά -0,12 π.μ. το 2027 (Εξαγωγές Α&Υ: 1,8%, Εισαγωγές Α&Υ: 2,2%,  $\chi$ -ratio: 37,1%).

Οι ανωτέρω εκτιμήσεις του ΙΝΣΕΤΕ στηρίζονται στις εκτιμήσεις για την εξέλιξη των επιτοκίων (Πίνακας 1.7.) και στην παραδοχή ότι η Γαλλία είναι υποχρεωμένη να προχωρήσει σε ουσιαστική δημοσιονομική προσαρμογή, δεδομένου ότι το έλλειμμα της Γενικής Κυβέρνησης

(ΕτΓΚ) παρέμεινε στο -5,5% του ΑΕΠ το 2025 (Πίνακας 3.1.). Ωστόσο, η αναγκαία αυτή προσαρμογή δεν φαίνεται να αποτελεί προτεραιότητα του πολιτικού συστήματος της Χώρας, και είναι ιδιαίτερα πιθανό το ΕτΓΚ να αυξηθεί περαιτέρω το 2026, παρά την εκτίμηση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (Νοέμβριος 2025) για μείωσή του στο -4,9% του ΑΕΠ.

Ειδικότερα, στον Προϋπολογισμό του 2026, η Κυβέρνηση του Οκτωβρίου 2025 έχει ενσωματώσει μέτρα μείωσης των Πρωτογενών Δαπανών και αύξησης των εσόδων της ΓΚ ύψους 1,0% του ΑΕΠ, με στόχο το ΕτΓΚ να μην υπερβεί το 5,0% του ΑΕΠ το 2026. Παράλληλα, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ασκεί πιέσεις για μείωση του ΕτΓΚ κάτω του 3,0% του ΑΕΠ έως το 2029. Ωστόσο, ο Προϋπολογισμός του 2026 δεν είχε εγκριθεί από τη Βουλή έως τις 16 Δεκεμβρίου 2025, ενώ προωθούνται εναλλακτικά σενάρια που συνεπάγονται αύξηση του ΕτΓΚ άνω του 5,3% του ΑΕΠ το 2026. Συνολικά, η αβεβαιότητα γύρω από τη δημοσιονομική πολιτική της Γαλλίας παραμένει αυξημένη έως τα τέλη του 2026.

#### 4.3.3 Η οικονομία της Ιταλίας

Η οικονομία της Ιταλίας αντιμετώπιζε χρόνια μακροοικονομικά και, κυρίως, δημοσιονομικά προβλήματα ήδη από τη δεκαετία του 2010. Η αναπτυξιακή της επίδοση ήταν ιδιαίτερα ασθενής (Πίνακας 4.9.), ενώ το πολύ υψηλό χρέος της Γενικής Κυβέρνησης (ΧτΓΚ) (βλ. Πίνακα 1.2.) συνεπαγόταν υψηλές ετήσιες δανειακές ανάγκες και αυξημένο κόστος δανεισμού. Οι αδυναμίες αυτές κορυφώθηκαν στην κρίση δημοσίου χρέους της περιόδου 2012–2013, σε συνδυασμό και με το PSI της Ελλάδος, ενώ γενικότερα δεν διαφαίνονταν τότε σοβαρές προοπτικές αποτελεσματικής αντιμετώπισης των προβλημάτων αυτών από το πολιτικό σύστημα της χώρας.

Η πανδημία του Covid-19 επιδείνωσε αρχικά σημαντικά τη δημοσιονομική και αναπτυξιακή θέση της Ιταλίας. Πρώτον, το ΑΕΠ μειώθηκε κατά -8,87% το 2020 (οριακά χαμηλότερα από την Ελλάδα: -9,32%). Δεύτερον, το έλλειμμα της Γενικής Κυβέρνησης αυξήθηκε στο -9,4% του ΑΕΠ το 2020, στο -8,9% το 2021, στο -8,1% το 2022 και παρέμεινε υψηλό στο -7,2% του ΑΕΠ το 2023 (Πίνακας 3.1.). Παράλληλα, το χρέος της Γενικής Κυβέρνησης ανήλθε στο 154,4% του ΑΕΠ το 2020, μειώθηκε στο 145,8% το 2021, στο 138,3% το 2022, στο 134,6% το 2023, και αυξήθηκε εκ νέου στο 135,3% του ΑΕΠ το 2024.

Ωστόσο, οι ετήσιες δανειακές ανάγκες της Ιταλίας δεν αυξήθηκαν υπέρμετρα την περίοδο 2020–2022, λόγω των μηδενικών ή/και αρνητικών επιτοκίων που εφάρμοσε η ΕΚΤ, καθώς και της εκτεταμένης αγοράς ιταλικών κρατικών τίτλων από την Κεντρική Τράπεζα. Ως αποτέλεσμα, ο Covid-19 και η συνακόλουθη κρίση δεν επιδείνωσαν περαιτέρω το δημοσιονομικό πρόβλημα της Ιταλίας, αλλά, σε σημαντικό βαθμό, δημιούργησαν τον χώρο για την αντιμετώπισή του από τους θεσμούς της Ζώνης του Ευρώ και τις ιταλικές κυβερνήσεις, κυρίως μέσω της υπερδιόγκωσης του ενεργητικού της ΕΚΤ (Διάγραμμα 3.14.). Το αποτέλεσμα ήταν η υποχώρηση της αντίληψης –και ενδεχομένως της πραγματικής έντασης– των κινδύνων που συνδέονταν προ πανδημίας με μια νέα κρίση δημοσίου χρέους στην Ιταλία.

Στο πλαίσιο αυτό, και μετά από τρεις σημαντικές αυξητικές αναθεωρήσεις, ο Μέσος Ετήσιος Ρυθμός Μεταβολής (ΜΕΡΜ) του ΑΕΠ της Ιταλίας την περίοδο 2014–2024 διαμορφώθηκε στο 0,97% (Ελλάδα: 1,33%), παρά τη βαθιά ύφεση του 2020. Η ανάκαμψη του 2021 αναθεωρήθηκε ανοδικά δύο φορές και τελικά ανήλθε στο 8,93% (από αρχική εκτίμηση 6,99%), ενώ η αύξηση του ΑΕΠ το 2022 αναθεωρήθηκε τρεις φορές στο 4,82% (από αρχική εκτίμηση 3,67%).

Αντίστοιχα, η αύξηση του ΑΕΠ το 2023 αναθεωρήθηκε τελικά στο 0,98%, από 0,92% που ήταν η αρχική εκτίμηση<sup>17</sup>.

Συνολικά, μετά τις αυξητικές αναθεωρήσεις του ΑΕΠ κατά € 5,16 δισ. το 2020, € 36,22 δισ. το 2021 και € 57,27 δισ. το 2022, η σωρευτική ανάκαμψη της ιταλικής οικονομίας το 2021–2022 αποδείχθηκε εξίσου εντυπωσιακή με της Ελλάδος (Ιταλία: 8,93% και 4,82% · Ελλάδα: 8,65% και 5,52%).

Ωστόσο, το 2023 η αύξηση του ΑΕΠ περιορίστηκε στο 0,98%, παρά την πρόσθετη αναθεώρηση κατά € 31,54 δισ., και προσδιορίστηκε σε μεγάλο βαθμό από θετική επίπτωση των καθαρών εξαγωγών κατά 0,48 π.μ., λόγω πτώσης των εισαγωγών Α&Υ κατά -1,89% και μικρότερης πτώσης των εξαγωγών Α&Υ κατά -0,2%. Το import content ratio (χ) της αύξησης του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ κατά 0,33% διαμορφώθηκε στο -127,7%, αντανakλώντας τη μεγάλη πτώση των εισαγωγών.

Σημειώνεται ότι μετά το 2009 η Ιταλία κατέστη πλεονασματική χώρα στο εξωτερικό ισοζύγιο Α&Υ, ως αποτέλεσμα της εφαρμογής διαδοχικών προγραμμάτων δημοσιονομικής προσαρμογής, με το πλεόνασμα του ΕΙΑ&Υ να ανέρχεται στο 4,5% του ΑΕΠ το 2013, από 0,1% του ΑΕΠ το 2009. Στη συνέχεια, όμως, το πλεόνασμα αυτό ακολούθησε πτωτική πορεία, καθώς η χώρα επιδίωξε την ενίσχυση της ανάπτυξης μέσω της εγχώριας ζήτησης, με αύξηση της ΕΤΔ (ΜΕΡΜ 2014–2024: 1,09%), της Ιδιωτικής Κατανάλωσης (ΜΕΡΜ: 0,48%) και, κυρίως, των επενδύσεων Παγίου Κεφαλαίου (ΜΕΡΜ: 3,78%).

Ως αποτέλεσμα, το πλεόνασμα του ΕΙΑ&Υ περιορίστηκε στο 3,2% του ΑΕΠ το 2024, εκτιμάται στο 2,7% του ΑΕΠ το 2025, και αναμένεται να υποχωρήσει περαιτέρω στο 2,3% του ΑΕΠ το 2027.

Πίνακας 4.9. ΑΕΠ Ιταλίας (Δισεκατομμύρια €, σταθερές τιμές 2020)												
	2009	2013	2024	%Δ 2024/2009	MERM 2010-2024	%Δ 2024/2013	MERM 2014-2024	%Δ 2023	%Δ 2024	%Δ 2025*	%Δ 2026*	%Δ 2027*
Συνολική Κατανάλωση	1.448,4	1.375,9	1.452,9	0,3%	0,02%	5,59%	0,50%	0,69%	0,65%	0,8%	0,8%	0,8%
Ιδιωτική Κατανάλωση	1.082,7	1.032,2	1.088,5	0,5%	0,04%	5,45%	0,48%	0,56%	0,55%	0,9%	0,8%	0,9%
Δημόσια Κατανάλωση	365,7	343,8	364,4	-0,3%	-0,02%	6,02%	0,53%	1,08%	0,95%	0,6%	0,9%	0,4%
Επενδύσεις ΠΚ	352,3	291,6	438,6	24,5%	1,47%	50,42%	3,78%	10,07%	0,47%	2,7%	2,6%	1,7%
Μεταβολή Αποθεμάτων	-10,0	-4,7	-16,0	-6,0	3,17%	241,30%	11,81%	-154,3%	5,3%	18,6%	4,1%	-9,6%
Στατιστικές Διαφορές	0,6	3,5	1,5	0,9	5,88%	-56,65%	-7,32%	-181%	27,88%	-67,9%	-110,3%	-300,0%
Εγχώρια Τελική Δαπάνη (ΕΤΔ)	1.791,3	1.666,4	1.877,1	4,8%	0,31%	12,64%	1,09%	0,51%	0,59%	1,0%	1,2%	1,1%
Εξαγωγές Αγαθών & Υπηρεσιών (X)	391,4	467,7	600,4	53,4%	2,89%	28,37%	2,30%	-0,20%	0,05%	0,9%	1,1%	1,6%
Εισαγωγές Αγαθών & υπηρεσιών (M)	389,2	390,1	538,6	38,4%	2,19%	38,08%	2,98%	-1,89%	-0,38%	2,7%	2,0%	2,0%
Ισοζύγιο Αγαθών & Υπηρεσιών	2,2	77,6	61,7	2721,0%	24,94%	-20,46%	-2,06%	18,35%	4%	-15,0%	-8,4%	-3,1%
<b>ΑΕΠ, σταθερές τιμές 2015</b>	<b>1.793,5</b>	<b>1.744,0</b>	<b>1.938,8</b>	<b>8,10%</b>	<b>0,52%</b>	<b>11,17%</b>	<b>0,97%</b>	<b>0,98%</b>	<b>0,69%</b>	<b>0,53%</b>	<b>0,91%</b>	<b>1,00%</b>
Επίπτωση της Εγχώριας Τελικής Ζήτησης				4,78	0,31	12,08	1,04	0,49	0,57	1,01	1,13	1,07
Επίπτωση των Καθαρών εξαγωγών				3,32	0,21	-0,91	-0,07	0,48	0,12	-0,48	-0,23	-0,08
ΕΤΔ+Χ, %Δ	2.182,7	2.134,1	2.477,5	13,50%	0,85%	16,09%	1,37%	0,33%	0,46%	1,01%	1,15%	1,22%
Δ(ΕΤΔ+Χ)				294,74		343,37		8,17	11,29	25,05	28,79	30,93
ΔM				149,44		148,56		-10,43	-2,04	14,70	11,07	11,29
<b>(ΔM/Δ(ΕΤΔ+Χ))=χ</b>				<b>50,7%</b>		<b>43,3%</b>		<b>-127,7%</b>	<b>-18,1%</b>	<b>58,7%</b>	<b>38,4%</b>	<b>36,5%</b>

Πηγή: Eurostat, \*INSETE Forecasts

<sup>17</sup> Στην Ιταλία η αναθεώρηση του ΑΕΠ τον Οκτώβριο 2023 πρόσθεσε στο ΑΕΠ € 21 δισ το 2021 και η αύξησή του εκτινάχθηκε από το 6,99% στο 8,31%, και € 27 δισ το 2022 (επιπλέον € 6,0 δισ) και η αύξησή του αυξήθηκε στο 3,99%, από 3,67%. Στη συνέχεια, με νέα αναθεώρηση το 2024 το ΑΕΠ της Ιταλίας σε σταθερές τιμές 2015 αυξήθηκε κατά επιπλέον € 15,3 δισ το 2021 και η αύξησή του αυξήθηκε στο 8,93% (από 8,31%), και επιπλέον € 27,5 δισ το 2022 και η αύξησή του αυξήθηκε περαιτέρω στο 4,66% (από 3,99%) και κατά € 23,8 δισ το 2023 και η αύξησή του μειώθηκε στο 0,7% (από 0,92%). Τέλος, με νέα αναθεώρηση το 2025 το ΑΕΠ της Ιταλίας σε σταθερές τιμές 2015 αυξήθηκε κατά επιπλέον € 2,74 δισ το 2022 και η αύξησή του αυξήθηκε στο 4,82% (από 4,66%), και επιπλέον € 7,77 δισ το 2023 και η αύξησή του αυξήθηκε περαιτέρω στο 0,98% (από 0,70%).

Η Ιδιωτική Κατανάλωση (ΙΚ) στην Ιταλία διαμορφωνόταν στο 56,14% του ΑΕΠ το 2024, από 56,45% του ΑΕΠ το 2022 και 59,42% του ΑΕΠ το 2017, καταγράφοντας σταδιακή υποχώρηση ως ποσοστό του ΑΕΠ. Συγκριτικά, στη Γαλλία η ΙΚ ανήλθε στο 52,61% του ΑΕΠ το 2024, από 53,51% το 2017, ενώ στην Ελλάδα παρέμεινε σε εξαιρετικά υψηλά επίπεδα, στο 71,5% του ΑΕΠ το 2024, από 68,43% του ΑΕΠ το 2017<sup>18</sup>.

Οι επενδύσεις Παγίου Κεφαλαίου (ΠΚ) στην Ιταλία ενισχύθηκαν σημαντικά την τελευταία δεκαετία, διαμορφούμενες στο 22,62% του ΑΕΠ το 2024, από 20,8% του ΑΕΠ το 2022 και μόλις 17,23% του ΑΕΠ το 2017. Αντίστοιχα, στη Γαλλία οι επενδύσεις ΠΚ διαμορφώθηκαν στο 21,62% του ΑΕΠ το 2024, από 22,34% το 2022 και 21,22% το 2017, ενώ στην Ελλάδα ανήλθαν στο 17,01% του ΑΕΠ το 2024, από 15,94% το 2022 και 12,12% το 2017. Τα στοιχεία αυτά υποδεικνύουν ότι, σε αντίθεση με την Ελλάδα, η Ιταλία κατόρθωσε να αυξήσει ουσιαστικά το επενδυτικό της ποσοστό στο ΑΕΠ.

Στην περίοδο 2014–2024, η αύξηση του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ στην Ιταλία, με ΜΕΡΜ 1,37%, συνδυάστηκε με ταχύτερη αύξηση των εισαγωγών Α&Υ, με ΜΕΡΜ 2,98%. Ως αποτέλεσμα, το import content ratio ( $\chi$ ) της αύξησης του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ διαμορφώθηκε στο 43,3%, επίπεδο σχετικά υψηλό, αλλά σαφώς χαμηλότερο από την Ελλάδα, όπου το αντίστοιχο μέγεθος το 2024/2013 ανερχόταν στο 58,85%, παρά τις στατιστικές προσαρμογές που επιχειρήθηκαν χωρίς αντίστοιχη ενίσχυση της αύξησης του ΑΕΠ.

Το 2024 (Πίνακας 4.9.), το ΑΕΠ της Ιταλίας αυξήθηκε κατά 0,69%, εξέλιξη που προσδιορίστηκε: (i) από την αύξηση της ΕΤΔ κατά 0,59% (Ιδιωτική Κατανάλωση: +0,55%, Κατανάλωση της ΓΚ: +0,95%, επενδύσεις ΠΚ: +0,47%, και πτώση των ΕσΑ+ΣΔ κατά -€0,5 δισ.), με θετική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 0,57 π.μ., και

(ii) από τη θετική επίπτωση των καθαρών εξαγωγών κατά 0,12 π.μ., με οριακή αύξηση των εξαγωγών Α&Υ κατά +0,05% και πτώση των εισαγωγών Α&Υ κατά -0,38%.

Υπό τις συνθήκες αυτές, το import content ratio ( $\chi$ ) της αύξησης του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ κατά 0,46% διαμορφώθηκε στο -18,1%, λόγω της πτώσης των εισαγωγών Α&Υ, παρά την αύξηση του ΕΤΔ+Χ. Σημειώνεται ότι το  $\chi$ -ratio ήταν ακόμη χαμηλότερο, στο -27,7% το 2023/2022, ενώ είχε ανέλθει στο 41,8% το 2022/2021.

Στο 9μηνο του 2025 (Πίνακας 4.10.), οι εξελίξεις στον εξωτερικό τομέα της Ιταλίας κινήθηκαν, όπως και στη Γαλλία, στην αντίθετη κατεύθυνση σε σχέση με το 2023 και το 2024. Το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά μόλις 0,41%, παρά τη θετική επίπτωση κατά 0,99 π.μ. από την αύξηση της ΕΤΔ κατά 1,03% (9μηνο 2024: -0,04%). Η αύξηση της ΕΤΔ προήλθε από την άνοδο της ΙΚ κατά 0,86%, της Κατανάλωσης της ΓΚ κατά 0,40%, και από τη σημαντική αύξηση των επενδύσεων ΠΚ κατά 2,69%, ενώ καταγράφηκε μικρή πτώση των ΕσΑ+ΣΔ κατά -€2,5 δισ..

Αντίθετα, η ισχυρή αύξηση των εισαγωγών Α&Υ κατά 2,74% (εξαγωγές Α&Υ: +0,58%) οδήγησε σε σημαντική αρνητική επίπτωση των καθαρών εξαγωγών κατά -0,58 π.μ., περιορίζοντας την

---

<sup>18</sup> Στην Ελλάδα η ΕΛΣΤΑΤ τα τελευταία χρόνια αναθεωρεί πτωτικά το ΑΕΠ (με δραστηκή περικοπή των ΕσΑ+ΣΔ κατά -6,7 δισ το 2024) και σημαντικά αυξητικά την ΙΚ. Το ΑΕΠ είναι σημαντικά υποεκτιμημένο και αυτό συνεπάγεται το υψηλό ποσοστό ΙΚ/ΑΕΠ.

τελική αύξηση του ΑΕΠ. Παράλληλα, καταγράφηκε πολύ υψηλό import content ratio, με  $\chi = 64,9\%$ , καθώς η αύξηση του ΕΤΔ+Χ κατά 0,92% συνοδεύτηκε από υπερδιπλάσια αύξηση των εισαγωγών Α&Υ.

Πίνακας 4.10. Ιταλία: Εξέλιξη του ΑΕΠ το 2022-2024 και στο 9μηνο 2025 και εκτιμήσεις για το 4ο 3μηνο 2025 και για το 2025																
	9μηνο 2023	4ο 3μηνο 2023	2023		9μηνο 2024		4ο 3μηνο 2024		2024		9μηνο 2025		4ο 3μηνο 2025*		2025*	
	Δισ. €	Δισ. €	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ
<b>Συνολική Κατανάλωση</b>	1.074,9	368,6	1.443,4	0,33%	1.078,4	0,33%	374,5	1,6%	1.452,9	<b>0,65%</b>	1.086,5	0,75%	377,9	0,9%	1.464,4	<b>0,80%</b>
<b>Ιδιωτική Κατανάλωση</b>	813,1	269,3	1.082,5	0,10%	814,0	0,10%	274,5	1,9%	1.088,5	<b>0,55%</b>	821,0	0,86%	277,0	0,9%	1.098,0	<b>0,87%</b>
<b>Δημόσια κατανάλωση</b>	261,7	99,2	361,0	0,44%	264,5	0,44%	100,0	0,7%	364,4	<b>0,95%</b>	265,5	0,40%	101,0	1,0%	366,5	<b>0,56%</b>
<b>Επενδύσεις ΠΚ</b>	322,4	114,2	436,6	0,44%	323,8	0,44%	114,8	0,5%	438,6	<b>0,47%</b>	332,5	2,69%	118,1	2,9%	450,7	<b>2,75%</b>
<b>Μεταβολή Αποθεμάτων (ΕσΑ)</b>	-4,3	-10,9	-15,2	160,55%	-11,1	160,55%	-4,9	-55,4%	-16,0	<b>5%</b>	-12,9	16%	-6,0	23,4%	-18,9	<b>19%</b>
<b>Στατ. Διαφ. (ΣΔ)</b>	0,5	0,7	1,2	274,75%	1,8	274,75%	-0,2	-133%	1,5	<b>28%</b>	1,1	-38%	-0,6	152%	0,5	<b>-68%</b>
<b>Εγχώρια Τελική Δαπάνη (ΕΤΔ)</b>	1.393,5	472,6	1.866,1	-0,04%	1.392,9	-0,04%	484,2	2,4%	1.877,1	<b>0,59%</b>	1.407,2	1,03%	489,5	1,1%	1.896,7	<b>1,04%</b>
<b>Εξαγωγές Αγαθών &amp; Υπηρεσιών</b>	447,3	152,8	600,1	0,63%	450,1	0,63%	150,3	-1,7%	600,4	<b>0,05%</b>	452,7	0,58%	153,1	1,9%	605,8	<b>0,91%</b>
<b>Εισαγωγές Αγαθών &amp; υπηρεσιών</b>	406,6	134,0	540,7	-1,60%	400,1	-1,60%	138,5	3,3%	538,65	<b>-0,38%</b>	411,1	2,74%	142,3	2,7%	553,35	<b>2,73%</b>
<b>Ισοζύγιο Αγαθών &amp; Υπηρεσιών</b>	40,6	18,8	59,4	22,94%	50,0	22,94%	11,8	-37,3%	61,7	<b>3,9%</b>	41,6	-16,8%	10,9	-8%	52,5	<b>-15,0%</b>
<b>ΑΕΠ, σταθερές τιμές αγοράς</b>	<b>1.434,1</b>	<b>491,4</b>	<b>1.925,5</b>	<b>0,61%</b>	<b>1.442,9</b>	<b>0,61%</b>	<b>495,9</b>	<b>0,93%</b>	<b>1.938,8</b>	<b>0,69%</b>	<b>1.448,8</b>	<b>0,41%</b>	<b>500,4</b>	<b>0,89%</b>	<b>1.949,2</b>	<b>0,53%</b>
<b>Συμβολή στη Μεταβολή του ΑΕΠ</b>																
<b>Ιδιωτική κατανάλωση</b>				0,06		1,05		0,31		0,49		0,50		0,49		0,49
<b>Δημόσια Κατανάλωση</b>				0,19		0,15		0,18		0,07		0,20		0,11		0,11
<b>Επενδύσεις</b>				0,10		0,12		0,11		0,60		0,67		0,62		0,62
<b>Μεταβολή Αποθεμάτων</b>				-0,48		1,23		-0,04		-0,13		-0,23		-0,15		-0,15
<b>Στατ. Διαφ.</b>				0,09		-0,19		0,02		-0,05		-0,07		-0,05		-0,05
<b>Εγχώρια Τελική Δαπάνη (ΕΤΔ)</b>				-0,04		2,35		0,57		0,99		1,07		1,01		1,01
<b>Εξαγωγές Αγαθών &amp; Υπηρεσιών</b>				0,20		-0,52		0,01		0,18		0,58		0,28		0,28
<b>Εισαγωγές Αγαθών &amp; υπηρεσιών</b>				-0,45		0,91		-0,11		0,76		0,75		0,76		0,76
<b>Καθαρές Εξαγωγές</b>				0,65		-1,42		0,12		-0,58		-0,18		-0,48		-0,48
<b>ΑΕΠ, σταθερές τιμές αγοράς</b>				<b>0,61</b>		<b>0,93</b>		<b>0,69</b>		<b>0,41</b>		<b>0,89</b>		<b>0,53</b>		<b>0,53</b>

Πηγή: Eurostat, \* Εκτιμήσεις ΙΝΣΕΤΕ

Όσον αφορά το 4ο τρίμηνο του 2025, οι δείκτες PMI καταγράφουν και για την Ιταλία σαφή σημάδια ανάκαμψης της παραγωγικής δραστηριότητας. Ειδικότερα, ο δείκτης PMI στη Βιομηχανία διαμορφώθηκε στο 50,6 τον Νοέμβριο 2025, από 49,9 τον Οκτώβριο 2025 και 49,8 τον Ιούλιο 2025, υπερβαίνοντας το όριο των 50 μονάδων που διαχωρίζει τη συρρίκνωση από την επέκταση της δραστηριότητας. Παράλληλα, ο δείκτης PMI στις Υπηρεσίες ανήλθε στο 55,0 τον Νοέμβριο 2025, από 54,0 τον Οκτώβριο 2025 και 51,5 τον Αύγουστο 2025, υποδηλώνοντας σαφώς ενισχυμένη δυναμική στον τριτογενή τομέα.

Οι εξελίξεις αυτές είναι απολύτως συμβατές με την εκτίμηση του ΙΝΣΕΤΕ για μικρή επιτάχυνση της αύξησης του ΑΕΠ της Ιταλίας κατά 0,9% στο 4ο τρίμηνο 2025. Η αύξηση αυτή εκτιμάται ότι θα προσδιοριστεί από την άνοδο της ΕΤΔ κατά 1,1%, με αύξηση της Ιδιωτικής Κατανάλωσης (ΙΚ) κατά 0,9%, της Κατανάλωσης της Γενικής Κυβέρνησης (ΚτΓΚ) κατά 1,0%, καθώς και από σημαντική αύξηση των επενδύσεων Παγίου Κεφαλαίου (ΠΚ) κατά 2,9%, ενώ καταγράφεται μείωση των ΕσΑ+ΣΔ κατά € 1,5 δισ.. Από την άλλη πλευρά, εκτιμάται μικρή αρνητική επίπτωση των καθαρών εξαγωγών στην αύξηση του ΑΕΠ κατά -0,18 π.μ., με αύξηση των εξαγωγών Α&Υ κατά 1,9% και των εισαγωγών Α&Υ κατά 2,7%. Υπό τις συνθήκες αυτές, το import content ratio ( $\chi$ ) της αύξησης του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ διαμορφώνεται στο 45,9%.

Τα ανωτέρω συνεπάγονται ότι η αύξηση του ΑΕΠ της Ιταλίας εκτιμάται στο 0,53% το 2025, έναντι πρόβλεψης της ΕΕ (Νοέμβριος 2025) για αύξηση 0,4%. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του ΙΝΣΕΤΕ, η ΕΤΔ αυξάνεται κατά 1,04% το 2025, με αύξηση της ΙΚ κατά 0,87%, της ΚτΓΚ κατά 0,56%, ιδιαίτερα ισχυρή αύξηση των επενδύσεων ΠΚ κατά 2,75%, και μείωση των ΕσΑ+ΣΔ κατά € 4,0 δισ.. Αντίθετα, εκτιμάται σημαντική αρνητική επίπτωση των καθαρών εξαγωγών στην αύξηση του ΑΕΠ κατά -0,48 π.μ., με αύξηση των εξαγωγών Α&Υ κατά 0,91% και των εισαγωγών Α&Υ κατά 2,73%. Το  $\chi$ -ratio της αύξησης του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ εκτιμάται στο σχετικά υψηλό 58,7% το 2025, από -18,1% το 2024 και -127,7% το 2023, αντανακλώντας την έντονη εισαγωγική επιβάρυνση της αναπτυξιακής δυναμικής.

Όσον αφορά τις προοπτικές της Ιταλικής οικονομίας το 2026 και το 2027, εκτιμάται ότι θα ενισχυθούν ουσιαστικά από τη σημαντική μείωση των επιτοκίων κύριας αναχρηματοδότησης των τραπεζών από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, στο 2,15% από τον Ιούνιο 2025, από 4,5% έως την 12η Ιουνίου 2024 (Πίνακας 1.7.). Η εκτιμώμενη αυτή μείωση τόσο των βραχυχρόνιων όσο και των μακροχρόνιων επιτοκίων στην ΕΕ-20 ευνοεί δυσανάλογα την Ιταλία, κυρίως μέσω της σημαντικής μείωσης του κόστους δανεισμού της Γενικής Κυβέρνησης, αλλά και του ιδιωτικού τομέα, διευκολύνοντας παράλληλα τη σταδιακή μείωση των υψηλών δημοσιονομικών ελλειμμάτων.

Ωστόσο, η ανάγκη περαιτέρω εντατικοποίησης της δημοσιονομικής προσαρμογής παραμένει. Παρά τη μείωση του ελλείμματος της ΓΚ στο 3,4% του ΑΕΠ το 2024, την εκτιμώμενη μείωσή του στο -3,0% του ΑΕΠ το 2025 και στο 2,8% το 2026, σε σημαντικό βαθμό λόγω του ευνοϊκότερου χρηματοοικονομικού και μακροοικονομικού περιβάλλοντος, η περαιτέρω μείωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων είναι αναγκαία προκειμένου να επιτευχθεί και η αναγκαία μείωση του λόγου Χρέους ΓΚ προς ΑΕΠ. Με τα σημερινά δεδομένα, το ΧτΓΚ της Ιταλίας εξακολουθεί να εκτιμάται σε εξαιρετικά υψηλά επίπεδα, περί το 137% του ΑΕΠ το 2030, από 136,3% του ΑΕΠ το 2025.

Τέλος, σε σχέση με τα ανωτέρω, σημειώνεται ότι ο υψηλός πληθωρισμός και η μεγάλη αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ στην περίοδο 2021–2024 συνέβαλαν ουσιαστικά στη συγκράτηση τόσο των ελλειμμάτων της Γενικής Κυβέρνησης (ΕτΓΚ) όσο και του Χρέους της Γενικής Κυβέρνησης (ΧτΓΚ) της Ιταλίας<sup>19</sup>, σε σχετικά «αποδεκτά» επίπεδα ως ποσοστό του ΑΕΠ. Από το 2024 και μετά, ο πληθωρισμός και οι αυξητικές αναθεωρήσεις του ΑΕΠ παύουν, προφανώς, να λειτουργούν ως παράγοντες αυτόματης μείωσης των λόγων ΕτΓΚ/ΑΕΠ και ΧτΓΚ/ΑΕΠ. Υπό τις συνθήκες αυτές, καθίσταται αναγκαία η εντατικοποίηση της προσπάθειας ουσιαστικής μείωσης τόσο των ελλειμμάτων της ΓΚ όσο και των Πρωτογενών Πλεονασμάτων της ΓΚ (ΠΠΓΚ).

Σημειώνεται ότι στην περίοδο 2023–2027, η Ιταλία λαμβάνει σημαντικές ενισχύσεις από την ΕΕ-27, μέσω του Recovery and Resilience Facility (RRF) και των διαρθρωτικών ταμείων. Η σημασία του RRF για την Ιταλική οικονομία είναι ιδιαίτερα εμφανής από τη μεγάλη αύξηση των επενδύσεων Παγίου Κεφαλαίου (ΠΚ) κατά 21,5% το 2021, 7,4% το 2022, 10,07% το 2023, 0,47% το 2024 και 2,69% στο 9μηνο 2025. Επιπλέον, εκτιμάται ότι οι επενδύσεις ΠΚ θα συμβάλουν στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 0,6 π.μ. το 2026 και κατά 0,4 π.μ. το 2027.

Από την άλλη πλευρά, η Ιταλία αναμένεται να αντιμετωπίσει σημαντικά μεγαλύτερο πρόβλημα από την Ελλάδα σε περίπτωση που το RRF λήξει πράγματι το 2027. Η Ελλάδα διαθέτει τα απαραίτητα δημοσιονομικά πλεονάσματα ώστε να συνεχίσει την υψηλή αύξηση των δημοσίων επενδύσεων και την ενίσχυση των επενδύσεων του ιδιωτικού τομέα ακόμη και χωρίς το RRF. Αντίθετα, η Ιταλία δεν φαίνεται να διαθέτει αντιστοιχα δημοσιονομικά περιθώρια. Για τον λόγο αυτό, το RRF – ή άλλα παρόμοια ευρωπαϊκά επενδυτικά εργαλεία – θα πρέπει να συνεχιστούν και μετά το 2027, τουλάχιστον προκειμένου να διατηρηθεί η προσπάθεια της Ιταλίας για αυτοδύναμη και ικανοποιητική αναπτυξιακή πορεία. Σημειώνεται ότι ό,τι ωφελεί την Ιταλία, ωφελεί τελικά και την Ελλάδα, στο πλαίσιο της συνολικής σταθερότητας και ανάπτυξης της Ζώνης του Ευρώ.

---

<sup>19</sup> Ο πληθωρισμός με βάση τον ΕΔΤΚ διαμορφωνόταν στο 1,14% τον Νοέμβριο 2025, από 1,72% τον Ιούλιο 2025, 1,40% τον Δεκ.2024, 0,74% τον Σεπτ.2024, 0,58% τον Δεκ.2023 και από 5,54% τον Αύγουστο 2023, 10,67% τον Ιαν.2023 και από 12,6% τον Οκτ.2022 και τον Νοέμ.2022.

Σε κάθε περίπτωση, το 2026 και το 2027, η αύξηση του ΑΕΠ της Ιταλίας εκτιμάται ότι θα είναι υψηλότερη από τις εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (Νοέμβριος 2025) για αύξηση 0,8% και 0,8% αντίστοιχα. Το ΙΝΣΕΤΕ εκτιμά την ανάπτυξη στο 0,9% το 2026 και στο 1,0% το 2027, ως ακολούθως:

Για το 2026, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (Οκτώβριος 2025) και η Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Νοέμβριος 2025) εκτιμούν την αύξηση του ΑΕΠ της Ιταλίας στο 0,8%. Το ΙΝΣΕΤΕ, από την πλευρά του, εκτιμά αύξηση 0,9%, η οποία προσδιορίζεται από αύξηση της ΕΤΔ κατά 1,17%, με αύξηση της ΙΚ κατά 0,8%, της Κατανάλωσης της ΓΚ κατά 0,9%, των επενδύσεων ΠΚ κατά 2,6%, και με μείωση των ΕσΑ+ΣΔ κατά € 1,3 δισ.. Οι επενδύσεις ΠΚ αποτελούν τον κυριότερο ενισχυτικό παράγοντα της ανάπτυξης της Ιταλικής οικονομίας τόσο το 2026 όσο και το 2027, ενώ και η ΙΚ εκτιμάται ότι θα αυξηθεί με ρυθμό ανάλογο του 2025. Από την άλλη πλευρά, η επίπτωση των καθαρών εξαγωγών εκτιμάται ότι θα είναι αρνητική κατά -0,23 π.μ., λόγω της περιορισμένης αύξησης των εξαγωγών Α&Υ (1,1%) και της αναπόφευκτης αύξησης των εισαγωγών Α&Υ κατά 2,0%, με το import content ratio ( $\chi$ ) να διαμορφώνεται στο σχετικά χαμηλό 38,4%.

Για το 2027, το ΙΝΣΕΤΕ εκτιμά αύξηση του ΑΕΠ της Ιταλίας κατά 1,0%, με αύξηση της ΕΤΔ κατά 1,1% (ΙΚ: 0,9%, Κατανάλωση ΓΚ: 0,4%, επενδύσεις ΠΚ: 1,7%, ΕσΑ+ΣΔ: +€ 2,1 δισ.), με θετική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 1,07 π.μ.. Η επίπτωση των καθαρών εξαγωγών εκτιμάται ότι θα είναι ελάχιστα αρνητική (-0,08 π.μ.), με αύξηση των εξαγωγών Α&Υ κατά 1,6%, των εισαγωγών Α&Υ κατά 2,0%, και με το  $\chi$ -ratio να διαμορφώνεται στο επίσης χαμηλό 36,5%.

Οι ανωτέρω εκτιμήσεις του ΙΝΣΕΤΕ βασίζονται στις προβλέψεις για την εξέλιξη των επιτοκίων στην ΕΕ-20 (Πίνακας 1.7., Κεφάλαιο 1) και προϋποθέτουν ότι και το 2026 θα είναι έτος λελογισμένης δημοσιονομικής περιστολής στην Ιταλία, με στόχο τη διατήρηση των ελλειμμάτων της ΓΚ σε «αποδεκτά» επίπεδα, πέραν της αυτόματης μείωσής τους λόγω της υποχώρησης των πληρωμών τόκων και της αύξησης του ΑΕΠ. Το ΙΝΣΕΤΕ εκτιμά ότι η προσπάθεια περαιτέρω μείωσης του ΕτΓΚ θα συνεχιστεί και το 2026–2027, χωρίς όμως να είναι τόσο έντονη ώστε να ασκήσει ουσιαστικά περιοριστικές επιπτώσεις στην ανάπτυξη.

Αντίθετα, μια δημοσιονομική προσαρμογή με επίτευξη ΠΠΓΚ άνω του 1,5% του ΑΕΠ στην περίοδο 2026–2030 θα μπορούσε να συμβάλει σε σημαντική μείωση του κόστους χρήματος τόσο για τον δημόσιο όσο και για τον ιδιωτικό τομέα της Ιταλίας. Η εξέλιξη αυτή θα παρείχε πρόσθετη ώθηση στις επενδύσεις ΠΚ, θα ενίσχυε τη διεθνή ανταγωνιστικότητα της χώρας και θα συνέβαλλε στη βιώσιμη συνέχιση της ανοδικής πορείας των εξαγωγών Α&Υ.

#### 4.3.4 Η Οικονομία της Ολλανδίας

Όπως φαίνεται στον Πίνακα 4.11., το ΑΕΠ της Ολλανδίας αυξήθηκε κατά 25,74% στην περίοδο 2010–2024 (ΜΕΡΜ: 1,54%) και με ΜΕΡΜ 1,91% στην περίοδο 2014–2024, επίδοση σημαντικά υψηλότερη από την αντίστοιχη αύξηση του ΑΕΠ στην ίδια περίοδο στην Ιταλία (ΜΕΡΜ: 0,52% και 0,97% αντίστοιχα) και στη Γαλλία (ΜΕΡΜ: 1,22% και 1,17% αντίστοιχα).

Η Εγχώρια Τελική Ζήτηση (ΕΤΔ) αυξήθηκε με ΜΕΡΜ 1,28% στην περίοδο 2010–2024, με επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 1,19 π.μ., ενώ σημαντική θετική επίπτωση στην αύξηση

του ΑΕΠ είχαν και οι καθαρές εξαγωγές, κατά 0,35 π.μ. ετησίως<sup>20</sup>. Στη συνέχεια, στην περίοδο 2014–2024, το ΑΕΠ αυξήθηκε με ΜΕΡΜ 1,91%, με την επίπτωση από την αύξηση της ΕΤΔ (ΜΕΡΜ: 1,91%) να ανέρχεται στις 1,71 π.μ., και την επίπτωση από τις καθαρές εξαγωγές στις 0,21 π.μ. ετησίως.

Το πλεόνασμα του Εξωτερικού Ισοζυγίου Α&Υ (ΕΙΑ&Υ) της Ολλανδίας ήταν ήδη εξαιρετικά υψηλό το 2013, στο 10,5% του ΑΕΠ, αλλά συνέχισε να αυξάνεται δυναμικά με ΜΕΡΜ 1,97%, για να ανέλθει στα € 97,1 δισ. (10,6% του ΑΕΠ) το 2024. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στο γεγονός ότι οι εξαγωγές Α&Υ, οι οποίες αποτελούσαν το 69,28% του ΑΕΠ το 2013, αυξήθηκαν με ΜΕΡΜ 3,05% στην περίοδο 2014–2024, με αποτέλεσμα να φθάσουν το 2024 στο 78,3% του ΑΕΠ.

Παρά το πολύ υψηλό import content ratio (χ) των εξαγωγών Α&Υ, οι εισαγωγές Α&Υ της Ολλανδίας – που αντιστοιχούσαν στο 58,7% του ΑΕΠ το 2013 – αυξήθηκαν με ΜΕΡΜ 3,24% στην περίοδο 2014–2024, φθάνοντας το 67,7% του ΑΕΠ το 2024. Δεδομένου ότι οι εξαγωγές Α&Υ παραμένουν σημαντικά υψηλότερες από τις εισαγωγές Α&Υ, η ελαφρώς χαμηλότερη αύξησή τους δεν εμπόδισε τη συνεχιζόμενη αύξηση του πλεονάσματος του ΕΙΑ&Υ της χώρας με ΜΕΡΜ 1,97%, όπως προαναφέρθηκε.

Από τα ανωτέρω προκύπτει ότι η Ολλανδία είναι μια χώρα πολύ πιο έντονα και επίμονα πλεονασματική ακόμη και από τη Γερμανία, με το πλεόνασμα του ΕΙΑ&Υ να διαμορφώνεται στο 10,6% του ΑΕΠ το 2024 και με σαφή τάση περαιτέρω αύξησής του, ενώ τα ποσοστά των εξαγωγών και των εισαγωγών Α&Υ στο ΑΕΠ είναι σημαντικά υψηλότερα από τα αντίστοιχα της Γερμανίας.

Ιδιαίτερα χαρακτηριστικό είναι το γεγονός ότι ο ΜΕΡΜ της Ιδιωτικής Κατανάλωσης στην Ολλανδία στην περίοδο 2014–2024 ήταν στο 1,50%, δηλαδή χαμηλότερος από τον ΜΕΡΜ του ΑΕΠ (1,91%), γεγονός που συνεπάγεται σημαντική αύξηση του ποσοστού αποταμίευσης των νοικοκυριών. Πράγματι, το ποσοστό της Ιδιωτικής Κατανάλωσης στο ΑΕΠ μειώθηκε στο 43,34% το 2024, από 44,23% το 2017 και από 45,33% το 2013.

Παράλληλα, οι επενδύσεις Παγίου Κεφαλαίου (ΠΚ), οι οποίες αυξήθηκαν με ΜΕΡΜ 3,12% στην περίοδο 2014–2024, ανήλθαν στο 20,3% του ΑΕΠ το 2024, από 17,84% του ΑΕΠ το 2013, επιβεβαιώνοντας ότι το αναπτυξιακό υπόδειγμα της Ολλανδίας στηρίζεται σε υψηλή αποταμίευση, ισχυρή επενδυτική δραστηριότητα και διαρκή εξαγωγικό προσανατολισμό.

---

<sup>20</sup> Σημειώνεται ότι στην περίοδο 2010-2013 το ΑΕΠ της Ολλανδίας αυξήθηκε μόνο 2,08%, με αρνητική επίπτωση από την πτώση της ΕΤΔ κατά -1,50 π.μ. και με μεγάλη θετική επίπτωση από τις καθαρές εξαγωγές κατά 3,57 π.μ. Στην περίοδο αυτή το πλεόνασμα του ΕΙΑ&Υ της Ολλανδίας αυξήθηκε από τα € 52,3 δισ (7,2% του ΑΕΠ) το 2009, στα € 78,3 δισ (10,5% του ΑΕΠ) το 2013.

Ειδικότερα:

Πίνακας 4.11. ΑΕΠ Ολλανδίας (Δισεκατομμύρια €, σταθερές τιμές 2020)												
	2009	2013	2024	%Δ 2024/2009	MERM 2010-2024	%Δ 2024/2013	MERM 2014-2024	%Δ 2023	%Δ 2024	%Δ 2025*	%Δ 2026*	%Δ 2027*
Συνολική Κατανάλωση	532,0	528,0	633,5	19,1%	1,17%	19,98%	1,67%	1,48%	2,03%	1,8%	1,6%	1,8%
Ιδιωτική Κατανάλωση	339,8	336,9	396,8	16,8%	1,04%	17,79%	1,50%	0,74%	1,13%	1,4%	1,3%	1,5%
Δημόσια Κατανάλωση	192,1	191,2	236,7	23,2%	1,40%	23,82%	1,96%	2,79%	3,58%	2,6%	2,2%	2,3%
Επενδύσεις ΠΚ	146,9	132,6	185,9	26,6%	1,58%	40,23%	3,12%	1,48%	-0,45%	0,8%	0,9%	1,4%
Μεταβολή Αποθεμάτων	-4,3	1,3	-2,7	1,6	-3,10%	-298,54%	-206,43%	-112,2%	11,8%	-10,9%	9,6%	-23,1%
Στατιστικές Διαφορές	1,2	2,9	1,6	0,4	1,98%	-44,87%	-5,27%	977%	-3,15%	3,6%	-16,4%	-7,1%
Εγχώρια Τελική Δαπάνη (ΕΤΔ)	675,8	664,9	818,4	21,1%	1,28%	23,09%	1,91%	-1,05%	1,42%	1,7%	1,4%	1,8%
Εξαγωγές Αγαθών & Υπηρεσιών (X)	415,8	514,9	716,8	72,4%	3,70%	39,21%	3,05%	-2,99%	-0,16%	2,0%	1,7%	2,2%
Εισαγωγές Αγαθών & υπηρεσιών (M)	363,4	436,6	619,7	70,5%	3,62%	41,94%	3,24%	-3,92%	0,09%	2,1%	1,9%	2,8%
Ισοζύγιο Αγαθών & Υπηρεσιών	52,3	78,3	97,1	85,6%	4,21%	23,98%	1,97%	3,24%	-2%	1,2%	0,4%	-1,7%
<b>ΑΕΠ, σταθερές τιμές 2015</b>	<b>728,1</b>	<b>743,2</b>	<b>915,5</b>	<b>25,74%</b>	1,54%	23,18%	1,91%	<b>-0,60%</b>	<b>1,08%</b>	<b>1,61%</b>	<b>1,31%</b>	<b>1,41%</b>
Επίπτωση της Εγχώριας Τελικής Ζήτησης				19,59	1,19	20,65	1,71	-0,94	1,27	1,48	1,26	1,59
Επίπτωση των Καθαρών εξαγωγών				6,15	0,35	2,53	0,21	0,34	-0,18	0,13	0,04	-0,18
ΕΤΔ+Χ, %Δ	1.091,5	1.179,8	1.535,2	40,65%	2,30%	30,12%	2,42%	-1,97%	0,68%	1,80%	1,55%	1,97%
Δ(ΕΤΔ+Χ)		88,3	443,67			355,40		-30,69	10,34	27,57	24,18	31,32
ΔM		73,1	256,26			183,11		-25,24	0,55	12,85	12,02	18,05
<b>{ΔM/Δ(ΕΤΔ+Χ)}=χ</b>		<b>82,9%</b>		<b>57,8%</b>		<b>51,5%</b>		<b>82,2%</b>	<b>5,3%</b>	<b>46,6%</b>	<b>49,7%</b>	<b>57,6%</b>

Πηγή: Eurostat, \*INSETE Forecasts

Το 2023 (Πίνακας 4.11.), η οικονομία της Ολλανδίας επηρεάστηκε ιδιαίτερα αρνητικά από την ενεργειακή κρίση και τον πόλεμο στην Ουκρανία, με αποτέλεσμα πτώση του ΑΕΠ κατά -0,60%. Η εξέλιξη αυτή σημειώθηκε παρά τη θετική επίπτωση των καθαρών εξαγωγών στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 0,34 π.μ., καθώς υπεραντισταθμίστηκε από την ισχυρά αρνητική επίπτωση της πτώσης της Εγχώριας Τελικής Ζήτησης (ΕΤΔ) κατά -1,05%, με επίπτωση -0,94 π.μ..

Όπως παρατηρείται γενικά στις οικονομίες με υψηλό βαθμό εξωστρέφειας, όταν μειώνεται το άθροισμα ΕΤΔ+Χ, οι εισαγωγές Α&Υ μειώνονται συνήθως με μεγαλύτερο ρυθμό. Στην Ολλανδία, το άθροισμα ΕΤΔ+Χ μειώθηκε κατά -1,97% το 2023 (ή κατά -30,7 δισ. €), ενώ οι εισαγωγές Α&Υ μειώθηκαν σημαντικά περισσότερο, κατά -3,92% (ή -25,24 δισ. €). Ως αποτέλεσμα, η καθαρή επίπτωση στην οικονομική δραστηριότητα περιορίστηκε σε μικρή μείωση του ΑΕΠ κατά -5,46 δισ. €, δηλαδή -0,60%.

Η πτώση της ΕΤΔ κατά -1,05% το 2023 προήλθε αποκλειστικά από τη μεγάλη μείωση των ΕσΑ+ΣΔ κατά -20,4 δισ. €, με ιδιαίτερα ισχυρή αρνητική επίπτωση στη μεταβολή του ΑΕΠ, της τάξης των -2,23 π.μ.. Αντίθετα, το ίδιο έτος καταγράφηκε:

- (i) αύξηση της Ιδιωτικής Κατανάλωσης (ΙΚ) κατά 0,74%,
- (ii) αύξηση των επενδύσεων Παγίου Κεφαλαίου (ΠΚ) κατά 1,48%, και
- (iii) σημαντική αύξηση της Κατανάλωσης της Γενικής Κυβέρνησης (ΚτΓΚ) κατά 2,79%.

Η αύξηση του πλεονάσματος του Εξωτερικού Ισοζυγίου Α&Υ (ΕΙΑ&Υ) κατά 3,24% το 2023 προέκυψε από τη συνδυασμένη πτώση των εξαγωγών Α&Υ κατά -2,99% και των εισαγωγών Α&Υ κατά -3,92%, με τη δεύτερη να είναι σαφώς εντονότερη.

Το 2024, η οικονομία της Ολλανδίας επανήλθε σε θετικό ρυθμό ανάπτυξης, με αύξηση του ΑΕΠ κατά 1,08%. Η αύξηση αυτή προσδιορίστηκε από:

- (i) μικρή αρνητική επίπτωση των καθαρών εξαγωγών κατά -0,18 π.μ., και
- (ii) ισχυρή θετική επίπτωση από την αύξηση της ΕΤΔ κατά 1,42%, η οποία συνέβαλε στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 1,27 π.μ..

Ιδιαίτερη σημασία είχε το 2024 η νέα αύξηση της Ιδιωτικής Κατανάλωσης κατά 1,13%, καθώς και η πολύ ισχυρή αύξηση της Κατανάλωσης της ΓΚ κατά 3,58%, η οποία είχε επίπτωση στην

αύξηση του ΑΕΠ κατά 0,90 π.μ.. Αντίθετα, οι επενδύσεις ΠΚ ήταν μειωμένες κατά -0,45%, ενώ οι Εσα+ΣΔ μειώθηκαν οριακά κατά -0,3 δισ. €, μετά τη δραστική πτώση τους κατά -20,4 δισ. € το 2023.

Η αύξηση του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ κατά 0,68% το 2024 συνδυάστηκε και πάλι με πολύ περιορισμένη αύξηση των εισαγωγών Α&Υ κατά μόλις 0,09%, γεγονός που συνέβαλε καθοριστικά στη θετική μεταβολή του ΑΕΠ το έτος αυτό.

Είναι προφανές ότι η ενεργειακή κρίση, οι γεωπολιτικές αναταραχές και η επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας επηρεάζουν ιδιαίτερα αρνητικά τις κατ' εξοχήν εξαγωγικές οικονομίες, όπως η Ολλανδία, η Ιρλανδία, η Γερμανία, η Κίνα κ.ά. Αντίθετα, οι εξελίξεις αυτές δεν επηρέασαν ουσιαστικά τις ΗΠΑ, όπου η ισχυρή ενίσχυση της εγχώριας ζήτησης μέσω της δημοσιονομικής πολιτικής συνέβαλε στη διατήρηση της ανάπτυξης σε υψηλά επίπεδα.

Στην περίπτωση της Ολλανδίας, η μεγαλύτερη αρνητική επίπτωση εντοπίζεται κυρίως στις επενδύσεις (σε πάγια και αποθέματα) και στις εξαγωγές Α&Υ. Ωστόσο, τόσο το 2023 όσο και το 2024, η αρνητική αυτή επίπτωση αντισταθμίστηκε σε μεγάλο βαθμό από τη σημαντική πτώση των εισαγωγών Α&Υ, περιορίζοντας έτσι την ύφεση το 2023 και επιτρέποντας την επιστροφή σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης το 2024.

Πίνακας 4.12. Ολλανδία: Εξέλιξη του ΑΕΠ το 2022-2024 και στο 9μηνο 2025 και εκτιμήσεις για το 4ο 3μηνο 2025 και για το 2025															
	9μηνο 2023	4ο 3μηνο 2023	2023	9μηνο 2024		4ο 3μηνο 2024		2024		9μηνο 2025		4ο 3μηνο 2025*		2025*	
	Δισ. €	Δισ. €	Δισ. €	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ
<b>Συνολική Κατανάλωση</b>	463,1	157,8	620,9	472,7	2,08%	160,8	1,9%	633,5	<b>2,03%</b>	481,7	1,90%	163,5	1,7%	645,2	<b>1,84%</b>
<b>Ιδιωτική Κατανάλωση</b>	295,4	97,0	392,4	298,7	1,13%	98,1	1,1%	396,8	<b>1,13%</b>	303,1	1,48%	99,3	1,2%	402,4	<b>1,41%</b>
<b>Δημόσια κατανάλωση</b>	167,7	60,8	228,5	174,0	3,75%	62,7	3,1%	236,7	<b>3,58%</b>	178,6	2,62%	64,2	2,4%	242,8	<b>2,56%</b>
<b>Επενδύσεις ΠΚ</b>	141,5	45,3	186,7	137,9	-2,49%	48,0	6,0%	185,9	<b>-0,44%</b>	139,9	1,40%	47,6	-0,8%	187,5	<b>0,84%</b>
<b>Μεταβολή Αποθεμάτων (Εσα)</b>	-1,0	-1,4	-2,4	0,0	-100,9%	-2,7	95,6%	-2,7	<b>12%</b>	0,1	1353%	-2,5	-6,7%	-2,4	<b>-11%</b>
<b>Στατ. Διαφ. (ΣΔ)</b>	0,7	1,0	1,8	0,8	4,49%	0,9	-9%	1,7	<b>-4%</b>	0,8	6%	0,9	-8%	1,7	<b>-2%</b>
<b>Εγχώρια Τελική Δαπάνη (ΕΤΔ)</b>	604,3	202,7	807,0	611,4	1,18%	207,0	2,1%	818,4	<b>1,42%</b>	622,5	1,81%	209,4	1,2%	831,9	<b>1,65%</b>
<b>Εξαγωγές Αγαθών &amp; Υπηρεσιών</b>	537,1	180,9	718,0	532,8	-0,81%	184,0	1,7%	716,7	<b>-0,17%</b>	543,5	2,03%	187,3	1,8%	730,8	<b>1,97%</b>
<b>Εισαγωγές Αγαθών &amp; υπηρεσιών</b>	466,7	152,6	619,3	464,2	-0,53%	155,5	1,9%	619,71	<b>0,07%</b>	473,8	2,06%	158,8	2,1%	632,55	<b>2,07%</b>
<b>Ισοζύγιο Αγαθών &amp; Υπηρεσιών</b>	70,4	28,3	98,7	68,5	-2,67%	28,5	0,8%	97,0	<b>-1,7%</b>	69,8	1,8%	28,5	0%	98,3	<b>1,3%</b>
<b>ΑΕΠ, σταθερές τιμές αγοράς</b>	<b>674,7</b>	<b>231,0</b>	<b>905,7</b>	<b>680,0</b>	<b>0,78%</b>	<b>235,5</b>	<b>1,95%</b>	<b>915,5</b>	<b>1,08%</b>	<b>692,3</b>	<b>1,81%</b>	<b>237,9</b>	<b>1,04%</b>	<b>930,2</b>	<b>1,61%</b>
<b>Συμβολή στη Μεταβολή του ΑΕΠ</b>															
<b>Ιδιωτική κατανάλωση</b>				0,49	0,48	0,49	0,65	0,50	0,61						
<b>Δημόσια Κατανάλωση</b>				0,93	0,82	0,90	0,67	0,64	0,66						
<b>Επενδύσεις</b>				-0,52	1,17	-0,09	0,28	-0,16	0,17						
<b>Μεταβολή Αποθεμάτων</b>				0,15	-0,57	-0,03	0,02	0,08	0,03						
<b>Στατ. Διαφ.</b>				0,00	-0,04	-0,01	0,01	-0,03	0,00						
<b>Εγχώρια Τελική Δαπάνη (ΕΤΔ)</b>				1,06	1,86	1,26	1,63	1,02	1,47						
<b>Εξαγωγές Αγαθών &amp; Υπηρεσιών</b>				-0,64	1,35	-0,14	1,59	1,41	1,54						
<b>Εισαγωγές Αγαθών &amp; υπηρεσιών</b>				-0,36	1,25	0,05	1,41	1,39	1,40						
<b>Καθαρές Εξαγωγές</b>				-0,28	0,09	-0,18	0,18	0,02	0,14						
<b>ΑΕΠ, σταθερές τιμές αγοράς</b>				<b>0,78</b>	<b>1,95</b>	<b>1,08</b>	<b>1,81</b>	<b>1,04</b>	<b>1,61</b>						

Πηγή: Eurostat, \* Εκτιμήσεις ΙΝΣΕΤΕ

Στο 9μηνο 2025 (Πίνακας 4.12), το ΑΕΠ της Ολλανδίας κατέγραψε σημαντική επιτάχυνση, με αύξηση κατά 1,81%, έναντι 0,78% στο 9μηνο 2024. Η εξέλιξη αυτή προσδιορίστηκε από την ισόποση αύξηση της Εγχώριας Τελικής Ζήτησης (ΕΤΔ) κατά 1,81% (9μηνο 2024: 1,18%), η οποία προήλθε από:

- (i) αύξηση της Ιδιωτικής Κατανάλωσης (ΙΚ) κατά 1,48%,
- (ii) σημαντική αύξηση της Κατανάλωσης της Γενικής Κυβέρνησης (ΚτΓΚ) κατά 2,62%,
- (iii) αύξηση των επενδύσεων Παγίου Κεφαλαίου (ΠΚ) κατά 1,40%, και
- (iv) οριακή αύξηση των Εσα+ΣΔ κατά € 0,2 δισ..

Παράλληλα, η επίπτωση των καθαρών εξαγωγών στην αύξηση του ΑΕΠ ήταν θετική, κατά 0,18 π.μ., με τις εξαγωγές Α&Υ να αυξάνονται κατά 2,03% και τις εισαγωγές Α&Υ κατά 2,06%. Το import content ratio ( $\chi$ ) διαμορφώθηκε στο 43,8%, δεδομένου ότι η αύξηση του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ κατά 1,91% συνοδεύτηκε από σχεδόν ισόποση αύξηση των εισαγωγών Α&Υ.

Όσον αφορά το 4ο τρίμηνο 2025, το ΙΝΣΕΤΕ εκτιμά αύξηση του ΑΕΠ κατά 1,2%, με αύξηση της ΕΤΔ κατά 1,4%. Η αύξηση αυτή εκτιμάται ότι θα προκύψει από:

- (i) ισχυρή αύξηση της ΙΚ κατά 1,6%,
- (ii) σημαντική αύξηση της ΚτΓΚ κατά 2,5%,
- (iii) πτώση των επενδύσεων ΠΚ κατά -0,8%, μετά την εξαιρετικά υψηλή αύξησή τους κατά 6,0% στο 4ο τρίμηνο 2024, και
- (iv) οριακή αύξηση των ΕσΑ+ΣΔ κατά € 0,1 δισ..

Οι καθарές εξαγωγές εκτιμάται ότι θα έχουν οριακά θετική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ, κατά 0,02 π.μ., με αύξηση των εξαγωγών Α&Υ κατά 1,8% και των εισαγωγών Α&Υ κατά 2,1%, ενώ το  $\chi$ -ratio εκτιμάται στο 52,9%.

Με βάση τα ανωτέρω, το ΑΕΠ της Ολλανδίας εκτιμάται ότι θα αυξηθεί συνολικά κατά 1,66% το 2025, έναντι πρόβλεψης της ΕΕ (Νοέμβριος 2025) για αύξηση κατά 1,7%. Η ΕΤΔ εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 1,7% το 2025, με:

- (i) αύξηση της ΙΚ κατά 1,51%,
- (ii) αύξηση της ΚτΓΚ κατά 2,59%,
- (iii) αύξηση των επενδύσεων ΠΚ κατά 0,84%, και
- (iv) αύξηση των ΕσΑ+ΣΔ κατά € 0,3 δισ..

Η επίπτωση των καθαρών εξαγωγών στην αύξηση του ΑΕΠ το 2025 εκτιμάται σε +0,14 π.μ., με αύξηση των εξαγωγών Α&Υ κατά 1,97% και των εισαγωγών Α&Υ κατά 2,07%. Το  $\chi$ -ratio εκτιμάται στο 45,8% το 2025, από 5,3% το 2024 και 82,2% το 2023, όπου είχε καταγραφεί έντονη πτώση των εισαγωγών Α&Υ.

Για το 2026 και το 2027, η οικονομία της Ολλανδίας αναμένεται να ενισχυθεί περαιτέρω από:

- (i) τη μείωση των επιτοκίων από την ΕΚΤ,
- (ii) τη συνεχιζόμενη επεκτατική δημοσιονομική και νομισματική πολιτική των ΗΠΑ, και
- (iii) την ενδεχόμενη μερική εκλογίκευση της Εξωτερικής Εμπορικής Πολιτικής (ΕΕΠ) των ΗΠΑ.

Ειδικότερα, το ΙΝΣΕΤΕ εκτιμά ότι το ΑΕΠ της Ολλανδίας θα αυξηθεί κατά 1,4% το 2026 και κατά 1,5% το 2027 (ΕΕ – Νοέμβριος 2024: 1,3% και 1,7% αντίστοιχα). Η αύξηση αυτή εκτιμάται ότι θα στηριχθεί στην:

- αύξηση της ΕΤΔ κατά 1,4% το 2026 και 1,8% το 2027, με επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 1,26 π.μ. και 1,60 π.μ. αντίστοιχα,
- αύξηση των επενδύσεων ΠΚ κατά 0,9% και 1,4%,
- αύξηση της ΙΚ κατά 1,3% και 1,5%, και
- αύξηση της ΚτΓΚ κατά 2,2% και 2,3% αντίστοιχα.

Οι ΕσΑ+ΣΔ εκτιμάται ότι θα μειωθούν οριακά κατά -€ 0,5 δισ. το 2026 και κατά -€ 0,6 δισ. το 2027. Οι καθарές εξαγωγές αναμένεται να έχουν μικρή θετική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 0,14 π.μ. το 2026, αλλά αρνητική επίπτωση κατά -0,10 π.μ. το 2027, με αύξηση των εξαγωγών Α&Υ κατά 2,0% και 2,3% και των εισαγωγών Α&Υ κατά 2,1% και 2,8% αντίστοιχα. Το

χ-ratio της αύξησης του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ (κατά 1,69% το 2026 και 2,03% το 2027) εκτιμάται στο 50,4% και 56,1% αντίστοιχα.

Στον δημοσιονομικό τομέα, η Ολλανδία κατέγραψε έλλειμμα ΓΚ (ΕτΓΚ) -0,4% του ΑΕΠ το 2023 και -0,9% το 2024, ενώ εκτιμάται στο -1,9% το 2025, από -3,7% του ΑΕΠ το 2020, -2,2% το 2021 και 0,0% το 2022. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της ΕΕ (Νοέμβριος 2025), το ΕτΓΚ αναμένεται να αυξηθεί στο -2,7% του ΑΕΠ το 2026 και στο -2,1% το 2027, κυρίως λόγω φορολογικών περικοπών και μεγαλύτερης αύξησης των Πρωτογενών Δαπανών της ΓΚ.

Δεδομένου ότι το Χρέος της ΓΚ της Ολλανδίας δεν υπερέβαινε το 43,7% του ΑΕΠ το 2024 και το 45,2% το 2025 (2023: 45,8%, 2022: 48,4%), τα ανωτέρω επίπεδα ελλειμμάτων θεωρούνται απολύτως διαχειρίσιμα, με το ΧτΓΚ να εκτιμάται στο 47,1% του ΑΕΠ το 2026 και στο 48,1% το 2027.

#### 4.3.5 Η Οικονομία της Κύπρου

Όπως φαίνεται στον Πίνακα 4.13., το ΑΕΠ της Κύπρου μειώθηκε σωρευτικά κατά -9,01% στην περίοδο 2014/2009, κατά τη διάρκεια της δημοσιονομικής, χρηματοοικονομικής και οικονομικής κρίσης στην Ελλάδα (2010–2013) και στην Κύπρο (2012–2014). Η πτώση αυτή του ΑΕΠ προέκυψε από τη μεγάλη συρρίκνωση της Εγχώριας Τελικής Ζήτησης (ΕΤΔ) κατά -15,08%, με εξαιρετικά έντονη πτώση των επενδύσεων Παγίου Κεφαλαίου (ΠΚ) κατά -45,4% και της Ιδιωτικής Κατανάλωσης (ΙΚ) κατά -6,1%, με συνολική αρνητική επίπτωση στην μεταβολή του ΑΕΠ κατά -15,87 π.μ..

Αντίθετα, οι καθαρές εξαγωγές είχαν σημαντική θετική επίπτωση στη μεταβολή του ΑΕΠ, κατά +6,86 π.μ., καθώς οι εξαγωγές Α&Υ αυξήθηκαν κατά +21,6% και οι εισαγωγές Α&Υ κατά +6,9%. Παρά τη σημαντική αύξηση τόσο των εξαγωγών όσο και των εισαγωγών Α&Υ, το άθροισμα ΕΤΔ+Χ ήταν μειωμένο το 2014 κατά -3,4% έναντι του 2009, λόγω της μεγάλης πτώσης της ΕΤΔ. Η αύξηση των εισαγωγών Α&Υ (+6,9%) σε συνθήκες μείωσης του ΕΤΔ+Χ (-3,4%) είχε ως αποτέλεσμα τη διαμόρφωση αρνητικού import content ratio, στο  $\chi = -72,2\%$ .

Από το 2015 και μετά, ξεκίνησε μια ταχεία και διατηρήσιμη ανάκαμψη της οικονομίας της Κύπρου. Στην περίοδο 2015–2024, το ΑΕΠ αυξήθηκε εντυπωσιακά κατά 64,88% (ΜΕΡΜ: 5,13%). Η επίδοση αυτή οφείλεται σχεδόν αποκλειστικά στη θετική συμβολή της ΕΤΔ, η οποία προσέθεσε +65,26 π.μ. στην αύξηση του ΑΕΠ, ενώ η συμβολή των καθαρών εξαγωγών ήταν ελάχιστα αρνητική, κατά -0,39 π.μ..

Ειδικότερα, η αύξηση της ΕΤΔ με ΜΕΡΜ 5,23% στην περίοδο 2015–2024 οφείλεται στη:

- πολύ μεγάλη αύξηση των επενδύσεων ΠΚ, με ΜΕΡΜ 9,46%,
- ισχυρή αύξηση της ΙΚ, με ΜΕΡΜ 4,20%, και
- αύξηση της Κατανάλωσης της Γενικής Κυβέρνησης (ΚτΓΚ) με ΜΕΡΜ 4,70%, ενώ οι ΕσΑ+ΣΔ αυξήθηκαν σωρευτικά κατά μόλις € 0,1 δισ.

Η ελάχιστα αρνητική επίπτωση των καθαρών εξαγωγών οφείλεται στο γεγονός ότι η πολύ υψηλή αύξηση των εξαγωγών Α&Υ, με ΜΕΡΜ 10,02% στην περίοδο 2015–2024, συνοδεύτηκε από αντίστοιχα υψηλή αύξηση των εισαγωγών Α&Υ, με ΜΕΡΜ 10,23%. Η αύξηση του

αθροίσματος ΕΤΔ+Χ με ΜΕΡΜ 7,38% είχε ως αποτέλεσμα τη διαμόρφωση του import content ratio στο σχετικά υψηλό 61,9%, εξέλιξη απολύτως αναμενόμενη για μια οικονομία στην οποία οι εισαγωγές Α&Υ ανήλθαν στο 102,9% του ΑΕΠ το 2024, από 64,1% του ΑΕΠ το 2014. Παρά το εξαιρετικά υψηλό αυτό ποσοστό εξωστρέφειας, το Εξωτερικό Ισοζύγιο Α&Υ (ΕΙΑ&Υ) της Κύπρου ήταν πλεονασματικό, στο 0,8% του ΑΕΠ το 2024.

Ειδικότερα, το 2023 (Πίνακες 4.13. και 4.14.), το ΑΕΠ της Κύπρου αυξήθηκε κατά 3,62%, εξέλιξη που προσδιορίστηκε:

(i) από την πολύ ισχυρή αύξηση της ΕΤΔ κατά 6,74%, με θετική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 6,56 π.μ., κυρίως λόγω της εκρηκτικής αύξησης των επενδύσεων ΠΚ κατά 15,35% (2022: +12,5%) και της αύξησης της ΙΚ κατά 6,07%. Παράλληλα, η ΚτΓΚ αυξήθηκε κατά 3,59%, ενώ οι Εσα+ΣΔ μειώθηκαν κατά -193 εκατ. €.

(ii) από τη σημαντική αρνητική επίπτωση των καθαρών εξαγωγών στην αύξηση του ΑΕΠ, κατά -2,94 π.μ., με πτώση των εξαγωγών Α&Υ κατά -1,63% και αύξηση των εισαγωγών Α&Υ κατά 1,14%.

Στο πλαίσιο αυτό, το import content ratio (χ) της αύξησης του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ κατά 2,36% διαμορφώθηκε στο 24,8% το 2023/2022, έναντι 75,9% το 2022/2021, αντανακλώντας τη σαφή μεταβολή της δυναμικής μεταξύ εγχώριας ζήτησης και εξωτερικού τομέα.

Πίνακας 4.13. ΑΕΠ Κύπρου (Δισεκατομμύρια €, σταθερές τιμές 2020)												
	2009	2014	2024	%Δ 2024/2009	MERM 2010-2024	%Δ 2024/2014	MERM 2015-2024	%Δ 2023	%Δ 2024	%Δ 2025*	%Δ 2026*	%Δ 2027*
Συνολική Κατανάλωση	16,1	14,9	22,7	41,2%	2,33%	52,54%	4,31%	5,49%	3,45%	3,4%	3,5%	3,5%
Ιδιωτική Κατανάλωση	12,4	11,6	17,6	41,7%	2,35%	50,91%	4,20%	6,07%	3,99%	3,5%	3,8%	3,9%
Δημόσια Κατανάλωση	3,7	3,3	5,2	39,4%	2,24%	58,35%	4,70%	3,59%	1,63%	2,9%	2,6%	2,3%
Επενδύσεις ΠΚ	4,5	2,4	6,0	34,9%	2,01%	146,83%	9,46%	15,35%	-2,21%	2,8%	3,7%	4,1%
Μεταβολή Αποθεμάτων	-0,2	0,0	0,0	0,2	-189,35%	-229,91%		-324,5%	-120,1%	25,4%	64,4%	-10,0%
Στατιστικές Διαφορές	0,0	0,0	0,0	0,1	-211,20%	2558,82%	38,83%	45%	-17,82%	11,7%	-50,5%	220,0%
Εγχώρια Τελική Δαπάνη (ΕΤΔ)	20,4	17,3	28,8	41,3%	2,33%	66,43%	5,23%	6,74%	2,80%	3,3%	3,5%	3,8%
Εξαγωγές Αγαθών & Υπηρεσιών (Χ)	9,5	11,6	30,1	215,9%	7,97%	159,78%	10,02%	-1,63%	6,08%	5,4%	3,9%	3,5%
Εισαγωγές Αγαθών & υπηρεσιών (Μ)	10,6	11,3	29,9	183,1%	7,18%	164,77%	10,23%	1,14%	4,95%	5,0%	4,5%	3,6%
Ισοζύγιο Αγαθών & Υπηρεσιών	-1,0	0,3	0,2	-123,7%	-190,85%	-21,94%	-2,45%	-110,4%	-424%	52,2%	-47,2%	-13,4%
<b>ΑΕΠ, σταθερές τιμές 2015</b>	<b>19,4</b>	<b>17,6</b>	<b>29,1</b>	<b>50,02%</b>	<b>2,74%</b>	<b>64,88%</b>	<b>5,13%</b>	<b>3,62%</b>	<b>3,94%</b>	<b>3,70%</b>	<b>2,90%</b>	<b>3,70%</b>
Επίπτωση της Εγχώριας Τελικής Ζήτησης				43,51	2,46	65,26	5,13	6,56	2,81	3,27	3,47	3,78
Επίπτωση των Καθαρών εξαγωγών				6,51	0,28	-0,39	-0,01	-2,94	1,13	0,43	-0,58	-0,08
ΕΤΔ+Χ, %Δ	29,9	28,9	59,0	96,98%	4,62%	103,88%	7,38%	2,36%	4,45%	4,36%	3,71%	3,65%
Δ(ΕΤΔ+Χ)		-1,0		29,03		30,05		1,30	2,51	2,57	2,29	2,33
ΔΜ		0,7		19,34		18,61		0,32	1,41	1,49	1,41	1,18
{ΔΜ/Δ(ΕΤΔ+Χ)}=χ		-72,2%		66,6%		61,9%		24,8%	56,2%	58,1%	61,8%	50,7%

Πηγή: Eurostat, \*INSETE Forecasts

Το 2024 (Πίνακες 4.13. και 4.14.), το ΑΕΠ της Κύπρος αυξήθηκε κατά 3,94%, εξέλιξη που προσδιορίστηκε από τους ακόλουθους βασικούς παράγοντες:

(i) Από την αύξηση της Εγχώριας Τελικής Ζήτησης (ΕΤΔ) κατά 2,80%, με ιδιαίτερα έντονη ενδοετήσια μεταβλητότητα. Ειδικότερα, στο 9μηνο 2024 η ΕΤΔ μειώθηκε κατά -1,46%, λόγω της πολύ μεγάλης πτώσης των επενδύσεων Παγίου Κεφαλαίου (ΠΚ) κατά -16,64%, ενώ στο 4ο

τρίμηνο 2024<sup>21</sup> κατέγραψε εκρηκτική αύξηση κατά +16,1%, κυρίως εξαιτίας της απότομης ανόδου των επενδύσεων ΠΚ κατά +58,3% στο τρίμηνο αυτό.

Σε ετήσια βάση, η Ιδιωτική Κατανάλωση (ΙΚ) αυξήθηκε κατά 3,99%, η Κατανάλωση της Γενικής Κυβέρνησης (ΚτΓΚ) κατά 1,63%, ενώ οι Εσα+ΣΔ αυξήθηκαν κατά € 164 εκατ.. Η συνολική επίπτωση της αύξησης της ΕΤΔ στη μεταβολή του ΑΕΠ το 2024 ανήλθε σε +2,81 π.μ., έναντι -1,49 π.μ. στο 9μηνο 2024.

(ii) Από τη σημαντική θετική επίπτωση των καθαρών εξαγωγών, οι οποίες συνέβαλαν στην αύξηση του ΑΕΠ κατά +2,41 π.μ., με αύξηση των εξαγωγών Α&Υ κατά 6,08% και αύξηση των εισαγωγών Α&Υ κατά 4,95%. Ως αποτέλεσμα, το import content ratio ( $\chi$ ) της αύξησης του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ κατά 4,45% διαμορφώθηκε στο 56,2% το 2024, λόγω της συγκριτικά χαμηλότερης αύξησης των εισαγωγών Α&Υ. Παράλληλα, το  $\chi$ -ratio στην περίοδο 2024/2014 διαμορφώθηκε στο 61,9% (Πίνακας 4.13.), όπως έχει ήδη αναφερθεί<sup>22</sup>.

Στο 9μηνο 2025 (Πίνακας 4.14.), το ΑΕΠ της Κύπρου αυξήθηκε εκ νέου σημαντικά κατά 3,51% (9μηνο 2024: 4,16%), με ισχυρή αύξηση της ΕΤΔ κατά 3,66%, έναντι μείωσης -1,46% στο 9μηνο 2024. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στην αύξηση της ΙΚ κατά 3,29%, της ΚτΓΚ κατά 2,91% και κυρίως στην ανάκαμψη των επενδύσεων ΠΚ κατά 6,63%, έναντι -16,64% στο 9μηνο 2024, ενώ οι Εσα+ΣΔ παρουσίασαν ελάχιστη μείωση κατά -0,04 δισ. €.

Αντίθετα, η επίπτωση των καθαρών εξαγωγών ήταν οριακά αρνητική, κατά -0,01 π.μ., καθώς οι εξαγωγές Α&Υ αυξήθηκαν κατά 4,86% και οι εισαγωγές Α&Υ κατά 5,07%. Το import content ratio ( $\chi$ ) διαμορφώθηκε στο 58,2%, δεδομένου ότι η αύξηση του ΕΤΔ+Χ κατά 4,27% συνοδεύτηκε από ταχύτερη αύξηση των εισαγωγών Α&Υ.

Όσον αφορά το 4ο τρίμηνο 2025, το ΙΝΣΕΤΕ εκτιμά ότι το ΑΕΠ της Κύπρου θα αυξηθεί κατά 4,3%, με αύξηση της ΕΤΔ κατά 2,3%. Ειδικότερα, η ΙΚ εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 4,2%, η ΚτΓΚ κατά 2,7%, ενώ οι επενδύσεις ΠΚ αναμένεται να μειωθούν κατά -5,5%, μετά την εξαιρετικά υψηλή αύξησή τους κατά +58,2% στο 4ο τρίμηνο 2024. Οι Εσα+ΣΔ εκτιμάται ότι θα αυξηθούν οριακά κατά € 0,1 δισ.. Παράλληλα, οι καθарές εξαγωγές αναμένεται να έχουν θετική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά +1,78 π.μ., με αύξηση των εξαγωγών Α&Υ κατά 6,7% και των εισαγωγών Α&Υ κατά 4,8%, και με το  $\chi$ -ratio να διαμορφώνεται στο 57,8%.

Με βάση τις ανωτέρω εξελίξεις, η αύξηση του ΑΕΠ της Κύπρου εκτιμάται πλέον στο 3,7% το 2025 (ΕΕ – Νοέμβριος 2025: 3,4%). Η αύξηση αυτή προσδιορίζεται: (i) από την αύξηση της ΕΤΔ κατά 3,29% (ΙΚ: 3,52%, ΚτΓΚ: 2,85%, επενδύσεις ΠΚ: 2,85%, Εσα+ΣΔ: +€ 12 εκατ.), με θετική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 3,27 π.μ., και (ii) από τη μικρή αλλά θετική επίπτωση των καθαρών εξαγωγών κατά +0,44 π.μ., με αύξηση των εξαγωγών Α&Υ κατά 5,37% και των εισαγωγών Α&Υ κατά 4,99%.

---

<sup>21</sup> Η μεγάλη πτώση των επενδύσεων ΠΚ κατά -16,64% στο 9μηνο 2024, μπορεί να εξηγηθεί, αφενός λόγω του υψηλού επιπέδου τους στο 9μηνο 2023 (όπου είχαν αυξηθεί κατά 16,83%), και αφετέρου λόγω των ενδεχόμενων δυσμενών επιπτώσεων (αναβολή υλοποίησης επενδυτικών σχεδίων) από την πολεμική ατμόσφαιρα που επικράτησε στο 9μηνο αυτό στη Μέση Ανατολή.

<sup>22</sup> Το ποσοστό  $\chi = \{\Delta M / \Delta(ΕΤΔ+Χ)\}$  ήταν στο  $\chi = 61,9\%$  στην περίοδο 2024/2014 στην Κύπρο, με το ποσοστό  $M / (ΕΤΔ+Χ)$  το 2024 στο 50,71%. Στην Ελλάδα το αντίστοιχο ποσοστό  $\chi$  στην περίοδο 2024/2013 ήταν στο 58,85%, παρά το ότι το ποσοστό  $M / (ΕΤΔ+Χ)$  δεν υπερέβαινε το 2024 το 30,9%.

Το import content ratio ( $\chi$ ) της αύξησης του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ κατά 4,36% εκτιμάται στο 58,1% το 2025/2024, από 56,2% το 2024/2023 και 24,8% το 2023/2022, αντανακλώντας την υψηλή – αλλά διαχειρίσιμη – εξάρτηση της αναπτυξιακής δυναμικής της Κύπρου από τις εισαγωγές.

Πίνακας 4.14. Κύπρου: Εξέλιξη του ΑΕΠ το 2022-2024 και στο 9μηνο 2025 και εκτιμήσεις για το 4ο 3μηνο 2025 και για το 2025																
	9μηνο	4ο 3μηνο	2023		9μηνο 2024		4ο 3μηνο 2024		2024		9μηνο 2025		4ο 3μηνο 2025*		2025*	
	Δισ. €	Δισ. €	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ
<b>Συνολική Κατανάλωση</b>	15,9	6,0	22,0	16,6	4,35%	6,1	1,1%	22,7	3,45%	17,2	3,21%	6,3	3,8%	23,5	3,37%	
<b>Ιδιωτική Κατανάλωση</b>	12,4	4,5	16,9	13,0	4,63%	4,6	2,2%	17,6	3,99%	13,4	3,29%	4,7	4,2%	18,2	3,52%	
<b>Δημόσια κατανάλωση</b>	3,5	1,6	5,1	3,6	3,34%	1,6	-2,1%	5,2	1,63%	3,7	2,91%	1,6	2,7%	5,3	2,85%	
<b>Επενδύσεις ΠΚ</b>	5,0	1,2	6,2	4,1	-16,64%	1,9	58,3%	6,0	-2,21%	4,4	6,63%	1,8	-5,5%	6,2	2,85%	
<b>Μεταβολή Αποθεμάτων (ΕοΑ)</b>	0,3	-0,4	-0,1	0,2	-28,4%	-0,2	-60,0%	0,0	-120%	0,2	-16%	-0,1	-22,9%	0,0	23%	
<b>Στατ. Διαφ. (ΣΔ)</b>	0,1	0,0	0,1	0,0	-145,4%	0,1	-729%	0,0	-18%	0,0	30%	0,1	19%	0,1	12%	
<b>Εγχώρια Τελική Δαπάνη (ΕΤΔ)</b>	21,2	6,8	28,0	20,9	-1,46%	7,9	16,1%	28,8	2,80%	21,7	3,66%	8,1	2,3%	29,8	3,29%	
<b>Εξαγωγές Αγαθών &amp; Υπηρεσιών</b>	20,0	8,4	28,4	21,8	8,83%	8,3	-0,5%	30,1	6,08%	22,9	4,86%	8,9	6,7%	31,8	5,37%	
<b>Εισαγωγές Αγαθών &amp; υπηρεσιών</b>	20,4	8,1	28,5	21,0	2,90%	8,9	10,1%	29,90	4,95%	22,0	5,07%	9,4	4,8%	31,39	4,99%	
<b>Ισοζύγιο Αγαθών &amp; Υπηρεσιών</b>	-0,3	0,3	-0,1	0,8	-346,1%	-0,6	-324,4%	0,2	-423%	0,8	-0,4%	-0,5	-22%	0,4	52,4%	
<b>ΑΕΠ, σταθερές τιμές αγοράς</b>	<b>20,9</b>	<b>7,1</b>	<b>28,0</b>	<b>21,8</b>	<b>4,16%</b>	<b>7,3</b>	<b>3,30%</b>	<b>29,1</b>	<b>3,94%</b>	<b>22,5</b>	<b>3,51%</b>	<b>7,6</b>	<b>4,29%</b>	<b>30,1</b>	<b>3,70%</b>	
<b>Συμβολή στη Μεταβολή του ΑΕΠ</b>																
<b>Ιδιωτική κατανάλωση</b>				2,76		1,40		2,41		1,97		2,62		2,13		
<b>Δημόσια Κατανάλωση</b>				0,56		-0,48		0,30		0,48		0,57		0,50		
<b>Επενδύσεις</b>				-3,96		9,79		-0,49		1,26		-1,42		0,59		
<b>Μεταβολή Αποθεμάτων</b>				-0,38		3,58		0,62		-0,15		0,53		0,02		
<b>Στατ. Διαφ.</b>				-0,46		1,24		-0,03		-0,04		0,20		0,02		
<b>Εγχώρια Τελική Δαπάνη (ΕΤΔ)</b>				-1,49		15,53		2,81		3,52		2,51		3,27		
<b>Εξαγωγές Αγαθών &amp; Υπηρεσιών</b>				8,47		-0,60		6,18		4,87		7,66		5,57		
<b>Εισαγωγές Αγαθών &amp; υπηρεσιών</b>				2,82		11,63		5,05		4,88		5,88		5,13		
<b>Καθαρές Εξαγωγές</b>				5,64		-12,23		1,13		-0,01		1,78		0,44		
<b>ΑΕΠ, σταθερές τιμές αγοράς</b>				<b>4,16</b>		<b>3,30</b>		<b>3,94</b>		<b>3,51</b>		<b>4,29</b>		<b>3,70</b>		

Πηγή: Eurostat, \* Εκτιμήσεις ΙΝΣΕΤΕ

Τέλος, για το 2026 και το 2027, εκτιμάται αύξηση του ΑΕΠ της Κύπρου κατά 2,9% και 3,7% αντίστοιχα. Οι ρυθμοί αυτοί προσδιορίζονται από τους ακόλουθους παράγοντες:

(i) Από τη σημαντική αύξηση της Εγχώριας Τελικής Ζήτησης (ΕΤΔ) κατά 3,5% το 2026, με αύξηση της Ιδιωτικής Κατανάλωσης (ΙΚ) κατά 3,8%, της Κατανάλωσης της Γενικής Κυβέρνησης (ΚΤΓΚ) κατά 2,6%, των επενδύσεων Παγίου Κεφαλαίου (ΠΚ) κατά 3,7% και με οριακή μείωση των ΕοΑ+ΣΔ κατά -2,0 εκατ. €. Η αύξηση αυτή της ΕΤΔ εκτιμάται ότι θα έχει θετική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 3,47 π.μ.

Αντίστοιχα, το 2027 η ΕΤΔ εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 3,8%, με αύξηση της ΙΚ κατά 3,9%, της ΚΤΓΚ κατά 2,3%, των επενδύσεων ΠΚ κατά 4,1% και των ΕοΑ+ΣΔ κατά € 49 εκατ., με θετική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 3,78 π.μ..

(ii) Από την αρνητική επίπτωση των καθαρών εξαγωγών, η οποία εκτιμάται το 2026 σε -0,58 π.μ., με αύξηση των εξαγωγών Α&Υ κατά 3,9% και των εισαγωγών Α&Υ κατά 4,5%, και με το import content ratio ( $\chi$ ) να διαμορφώνεται στο σχετικά υψηλό 61,8%. Το 2027, η αρνητική επίπτωση των καθαρών εξαγωγών εκτιμάται ότι θα περιοριστεί σημαντικά στις -0,08 π.μ., με αύξηση των εξαγωγών Α&Υ κατά 3,5% και των εισαγωγών Α&Υ κατά 3,6%, και με το  $\chi$ -ratio να υποχωρεί στο 50,7%.

Σημειώνεται ότι η Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Νοέμβριος 2025) εκτιμά χαμηλότερους ρυθμούς αύξησης του ΑΕΠ της Κύπρου, στο 2,6% το 2026 και στο 2,4% το 2027. Η διαφοροποίηση αυτή αποδίδεται κυρίως στην εκτίμηση της ΕΕ για επιβράδυνση της αύξησης της Ιδιωτικής Κατανάλωσης στο 2,0% το 2026 και στο 2,0% το 2027, από 4,0% το 2024 και 3,5% το 2025, λόγω του μετριασμού της αύξησης των πραγματικών εισοδημάτων και της αυξημένης εισροής ξένων εργαζομένων στην κυπριακή αγορά εργασίας.

Παράλληλα, η ΕΕ εκτιμά σημαντική αύξηση των επενδύσεων ΠΚ κατά 4,6% το 2026 και κατά 2,4% το 2027, κυρίως λόγω της έγκαιρης υλοποίησης του RRF έως το 2026, καθώς και της συνεχιζόμενης εισροής άμεσων ξένων επενδύσεων, ιδίως στον τομέα των ακινήτων. Τέλος, η ΕΕ εκτιμά ότι οι εξαγωγές Α&Υ θα αυξηθούν κατά 1,6% το 2026 και κατά 3,0% το 2027, με βάση τις

εξαιρετικές προοπτικές του τουρισμού και τη δυναμική ανάπτυξη του τομέα των Τεχνολογιών Πληροφορικής και Επικοινωνιών (ΤΠΕ). Υπό τις παραδοχές αυτές, η επίπτωση των καθαρών εξαγωγών εκτιμάται από την ΕΕ σε -0,2 π.μ. το 2026 και σε 0,0 π.μ. το 2027.

#### 4.4 Η οικονομία του Ηνωμένου Βασιλείου (ΗΒ)

Όπως φαίνεται στον Πίνακα 4.15., η οικονομία του Ηνωμένου Βασιλείου κατέγραψε αύξηση του ΑΕΠ κατά 26,49% (ΜΕΡΜ: 1,58%) στην περίοδο 2010–2024 και κατά 18,76% (ΜΕΡΜ: 1,58%) στην περίοδο 2014–2024, ρυθμοί σημαντικά υψηλότεροι από εκείνους της Γερμανίας (ΜΕΡΜ 2014–2024: 1,0%). Η επίδοση αυτή σημειώθηκε παρά την πολύ μεγάλη πτώση του ΑΕΠ το 2020 κατά -10,05%, λόγω της πανδημίας του Covid-19.

Κινητήριο μοχλός της ανάπτυξης του ΗΒ στην περίοδο 2010–2024, και ιδίως στην περίοδο 2014–2024, υπήρξε η εγχώρια ζήτηση. Ειδικότερα, η Εγχώρια Τελική Ζήτηση (ΕΤΔ) αυξήθηκε κατά 29,0% (ΜΕΡΜ: 1,71%) στην περίοδο 2010–2024 και κατά 20,08% (ΜΕΡΜ: 1,68%) στην περίοδο 2014–2024, συμβάλλοντας στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 28,94 π.μ. (ή 1,71 π.μ. ετησίως) και 20,22 π.μ. (ή 1,69 π.μ. ετησίως) αντίστοιχα.

Αντίθετα, οι καθαρές εξαγωγές είχαν μικρή αλλά συστηματικά αρνητική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ. Το έλλειμμα του Εξωτερικού Ισοζυγίου Αγαθών και Υπηρεσιών (ΕΙΑ&Υ) διευρύνθηκε στα -50,3 δισ. £ το 2024, από -16,1 δισ. £ το 2013 και από πλεόνασμα 3,7 δισ. £ το 2009, με αποτέλεσμα αρνητική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά -2,45 π.μ. (ή -0,13 π.μ. ετησίως) στην περίοδο 2010–2024 και κατά -1,46 π.μ. (ή -0,11 π.μ. ετησίως) στην περίοδο 2014–2024.

Η εξέλιξη αυτή αντανακλά το γεγονός ότι η αύξηση των εξαγωγών Α&Υ του ΗΒ (ΜΕΡΜ 2010–2024: 2,46%, ΜΕΡΜ 2014–2024: 2,11%) υπολείφθηκε της αύξησης των εισαγωγών Α&Υ (ΜΕΡΜ 2010–2024: 2,88%, ΜΕΡΜ 2014–2024: 2,41%). Σε αντίθεση με τη Γερμανία και την Ολλανδία (Πίνακες 4.5. και 4.11.), το ΕΙΑ&Υ του ΗΒ κατέστη διαχρονικά ελλειμματικό στην περίοδο 2013–2024, με το έλλειμμα να διαμορφώνεται στο -1,8% του ΑΕΠ το 2024, από -0,7% του ΑΕΠ το 2013 και από +0,2% του ΑΕΠ το 2009. Η εξέλιξη αυτή σημειώθηκε παρά τη σημαντική υποτίμηση της Αγγλικής Λίρας μετά το 2017 (Διαγράμματα 2.20. και 2.21.).

Όσον αφορά τη διάρθρωση της εγχώριας ζήτησης, ο ΜΕΡΜ της Ιδιωτικής Κατανάλωσης στην περίοδο 2014–2024 διαμορφώθηκε στο 1,38%, γεγονός που συνεπάγεται μικρή αύξηση του ποσοστού αποταμίευσης των νοικοκυριών, καθώς το μερίδιο της ιδιωτικής κατανάλωσης στο ΑΕΠ μειώθηκε στο 61,28% το 2024, από 63,07% το 2013.

Παράλληλα, οι επενδύσεις Παγίου Κεφαλαίου (ΠΚ) αυξήθηκαν με ΜΕΡΜ 2,74% στην περίοδο 2014–2024, φθάνοντας το 2024 στο 19,02% του ΑΕΠ, από 16,36% του ΑΕΠ το 2013, εξέλιξη που υποδηλώνει σταδιακή ενίσχυση της επενδυτικής δραστηριότητας, παρά τις αβεβαιότητες που χαρακτήρισαν την περίοδο μετά το Brexit.

Πίνακας 4.15. ΑΕΠ UK (Δισεκατομμύρια €, σταθερές τιμές 2023)												
	2009	2013	2024	%Δ 2024/2009	MERM 2010-2024	%Δ 2024/2013	MERM 2014-2024	%Δ 2023	%Δ 2024	%Δ 2025*	%Δ 2026*	%Δ 2027*
Συνολική Κατανάλωση	1.863,2	1.957,2	2.291,8	23,0%	1,39%	17,09%	1,45%	0,2%	0,7%	1,2%	1,2%	1,5%
Ιδιωτική Κατανάλωση	1.389,4	1.478,0	1.705,4	22,7%	1,38%	15,38%	1,31%	-0,4%	-0,2%	0,9%	1,1%	1,6%
Δημόσια Κατανάλωση	473,7	479,2	586,4	23,8%	1,43%	22,37%	1,85%	2,1%	3,4%	2,0%	1,5%	1,4%
Επενδύσεις ΠΚ	352,8	383,4	529,2	50,0%	2,74%	38,03%	2,97%	0,5%	1,8%	3,1%	2,1%	2,9%
Μεταβολή Αποθεμάτων	-29,0	0,6	4,2	33,2	-187,93%	549,85%	18,55%	-61%	228,0%	43,7%	-33,9%	-2,5%
Στατιστικές Διαφορές	9,6	18,2	8,2	-1,4	-1,05%	-55,27%	-7,05%	-38,9%	-161,1%	61,3%	-23,2%	-20,8%
Εγχώρια Τελική Δαπάνη (ΕΤΔ)	2.196,6	2.359,5	2.833,3	29,0%	1,71%	20,08%	1,68%	0,5%	1,8%	1,8%	1,2%	1,7%
Εξαγωγές Αγαθών & Υπηρεσιών (Χ)	614,0	702,7	883,7	43,9%	2,46%	25,76%	2,11%	-2,3%	0,6%	3,1%	1,6%	2,1%
Εισαγωγές Αγαθών & Υπηρεσιών (Μ)	610,3	718,8	934,0	53,0%	2,88%	29,94%	2,41%	-1,6%	2,6%	4,1%	1,8%	2,7%
Ισοζύγιο Αγαθών & Υπηρεσιών	3,7	-16,1	-50,3	-1474,3%	-219,09%	212,33%	10,91%	24,2%	56,4%	21,8%	4,8%	11,4%
<b>ΑΕΠ, σταθερές τιμές 2015</b>	<b>2.200,2</b>	<b>2.343,4</b>	<b>2.783,1</b>	<b>26,49%</b>	1,58%	18,76%	1,58%	0,27%	1,12%	1,42%	1,11%	1,51%
Επίπτωση της Εγχώριας Τελικής Ζήτησης				28,94	1,71	20,22	1,69	0,50	1,78	1,81	1,21	1,76
Επίπτωση των Καθαρών εξαγωγών				-2,45	-0,13	-1,46	-0,11	-0,23	-0,66	-0,39	-0,10	-0,26
ΕΤΔ+Χ, %Δ	2.810,5	3.062,2	3.717,1	32,26%	1,88%	21,39%	1,78%	-0,20%	1,49%	2,08%	1,29%	1,81%
Δ(ΕΤΔ+Χ)				906,54		654,88		-7,37	54,48	77,50	48,82	69,72
ΔΜ				323,69		215,19		-14,83	23,57	38,12	17,50	26,72
<b>{ΔΜ/Δ(ΕΤΔ+Χ)}=χ</b>				<b>35,7%</b>		<b>32,9%</b>		<b>201,1%</b>	<b>43,3%</b>	<b>49%</b>	<b>35,8%</b>	<b>38,3%</b>

Πηγή: Eurostat, \*INSETE Forecasts

Το 2023 (Πίνακας 4.15.), το ΑΕΠ του Ηνωμένο Βασίλειο αυξήθηκε οριακά κατά 0,27%, με αρνητική επίπτωση από τις καθαρές εξαγωγές κατά -0,23 π.μ.. Η εξέλιξη αυτή αντανάκλα τη σημαντική πτώση τόσο των εξαγωγών Α&Υ κατά -2,3%, όσο και των εισαγωγών Α&Υ κατά -1,6%.

Η Εγχώρια Τελική Ζήτηση (ΕΤΔ) ήταν αυξημένη κατά 0,5%, παρά τη μείωση της Ιδιωτικής Κατανάλωσης (ΙΚ) κατά -0,39%, καθώς αντισταθμίστηκε από την αύξηση της Κατανάλωσης της Γενικής Κυβέρνησης (ΓΚ) κατά 2,1%, των επενδύσεων Παγίου Κεφαλαίου (ΠΚ) κατά 0,5%, καθώς και από την αύξηση των ΕΣΑ+ΣΔ κατά £ 6,5 δισ.

Η μεταβολή του ΑΕΠ παρέμεινε θετική, παρά τη μείωση του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ κατά -0,20%, λόγω της σημαντικής πτώσης των εισαγωγών Α&Υ. Το import content ratio (χ) της πτώσης του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ διαμορφώθηκε στο εξαιρετικά υψηλό χ = 201,1%, γεγονός που υποδηλώνει ότι η μείωση των εισαγωγών λειτούργησε ενισχυτικά για το ΑΕΠ, περιορίζοντας τις αρνητικές επιπτώσεις από την πτώση της συνολικής ζήτησης.

Συγκεκριμένα, το ΑΕΠ το 2023 αυξήθηκε κατά £ 7,4 δισ., καθώς μειώθηκε κατά -£ 7,2 δισ. λόγω της πτώσης του ΕΤΔ+Χ, αλλά αυξήθηκε κατά £ 14,8 δισ. λόγω της πτώσης των εισαγωγών Α&Υ.

Το 2024 (Πίνακες 4.15. και 4.16.), το ΑΕΠ του ΗΒ αυξήθηκε κατά 1,12%, εξέλιξη που προδιορίστηκε από τους ακόλουθους παράγοντες:

(i) Από τη σημαντική αύξηση της ΕΤΔ κατά 1,76%, η οποία οφείλεται κυρίως στη μεγάλη αύξηση των ΕΣΑ+ΣΔ κατά £ 24,4 δισ. (2023: £ 6,5 δισ.), με θετική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 0,89 π.μ.. Παράλληλα, καταγράφηκε ισχυρή αύξηση της Κατανάλωσης της ΓΚ κατά 3,35% και των επενδύσεων ΠΚ κατά 1,75%, ενώ η Ιδιωτική Κατανάλωση μειώθηκε κατά -0,21%. Συνολικά, η επίπτωση της αύξησης της ΕΤΔ στη μεταβολή του ΑΕΠ το 2024 ανήλθε στις 1,78 π.μ.

(ii) Από τη σημαντική αρνητική επίπτωση των καθαρών εξαγωγών κατά -0,66 π.μ., λόγω της πολύ μικρής αύξησης των εξαγωγών Α&Υ κατά 0,62%, σε συνδυασμό με τη σαφώς μεγαλύτερη αύξηση των εισαγωγών Α&Υ κατά 2,59%. Το import content ratio (χ) της αύξησης του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ κατά 1,49% διαμορφώθηκε στο χ = 43,3%, αντανάκλωντας την ισχυρή αύξηση των εισαγωγών Α&Υ κατά 2,69%.

Πίνακας 4.16. UK: Εξέλιξη του ΑΕΠ το 2022-2024 και στο 9μηνο 2025 και εκτιμήσεις για το 4ο 3μηνο 2025 και για το 2025																	
	9μηνο 2023	4ο 3μηνο 2023	2023		9μηνο 2024		4ο 3μηνο 2024		2024		9μηνο 2025		4ο 3μηνο 2025*		2025*		
	Διο. €	Διο. €	Διο. €	Διο. €	% Δ	Διο. €	% Δ	Διο. €	% Δ	Διο. €	% Δ	Διο. €	% Δ	Διο. €	% Δ	Διο. €	% Δ
Συνολική Κατανάλωση	1.708,6	567,6	2.276,3	1.715,6	0,4%	576,1	1,5%	2.291,8	0,68%	1.736,9	1,24%	582,1	1,0%	2.319,0	1,2%		
Ιδιωτική Κατανάλωση	1.285,0	423,9	1.708,9	1.277,3	-0,6%	428,1	1,0%	1.705,4	-0,21%	1.289,5	0,96%	431,5	0,8%	1.721,0	0,9%		
Δημόσια κατανάλωση	423,6	143,7	567,4	438,4	3,5%	148,0	3,0%	586,4	3,35%	447,4	2,06%	150,6	1,7%	598,0	2,0%		
Επενδύσεις ΠΚ	390,3	129,8	520,1	396,6	1,61%	132,6	2,2%	529,2	1,75%	409,3	3,21%	136,2	2,7%	545,5	3,1%		
Μεταβολή Αποθεμάτων (ΕοΑ)	-2,7	4,0	1,3	1,7	-162%	2,5	-37%	4,2	228%	3,6	111%	2,5	-1,0%	6,1	44%		
Στατ. Διαφ. (ΣΔ)	-12,5	-0,9	-13,3	4,9	-140%	3,2	-471%	8,2	-161%	10,2	105,9%	3,0	-6,9%	13,2	61,3%		
Εγχώρια Τελική Δαπάνη (ΕΤΔ)	2.083,8	700,5	2.784,3	2.118,8	1,7%	714,5	2,0%	2.833,3	1,76%	2.159,9	1,94%	723,8	1,3%	2.883,7	1,78%		
Εξαγωγές Αγαθών & Υπηρεσιών	665,4	212,9	878,3	659,6	-0,9%	224,1	5,3%	883,7	0,62%	682,0	3,40%	228,8	2,1%	910,9	3,1%		
Εισαγωγές Αγαθών & υπηρεσιών	682,6	227,8	910,4	694,3	1,7%	239,7	5,2%	933,98	2,59%	726,9	4,70%	245,2	2,3%	972,10	4,1%		
Ισοζύγιο Αγαθών & Υπηρεσιών	-17,2	-14,9	-32,1	-34,7	101%	-15,6	5%	-50,3	56,4%	-44,8	29,3%	-16,4	5,2%	-61,2	21,8%		
ΑΕΠ, σταθερές τιμές αγοράς	2.066,5	685,6	2.752,2	2.084,2	0,85%	698,9	1,94%	2.783,1	1,12%	2.115,1	1,48%	707,4	1,21%	2.822,5	1,42%		
Συμβολή στη Μεταβολή του ΑΕΠ																	
Ιδιωτική κατανάλωση						-0,37	0,61		-0,13	0,59		0,49		0,56			
Δημόσια Κατανάλωση						0,71	0,63		0,69	0,43		0,36		0,42			
Επενδύσεις						0,30	0,42		0,33	0,61		0,51		0,59			
Μεταβολή Αποθεμάτων						0,21	-0,21		0,11	0,09		0,00		0,07			
Στατ. Διαφ.						0,84	0,60		0,78	0,25		-0,03		0,18			
Εγχώρια Τελική Δαπάνη (ΕΤΔ)						1,70	2,04		1,78	1,97		1,33		1,81			
Εξαγωγές Αγαθών & Υπηρεσιών						-0,28	1,63		0,20	1,08		0,67		0,98			
Εισαγωγές Αγαθών & υπηρεσιών						-0,56	-1,74		-0,86	-1,56		-0,79		-1,37			
Καθαρές Εξαγωγές						-0,84	-0,10		-0,66	-0,49		-0,12		-0,39			
ΑΕΠ, σταθερές τιμές αγοράς						0,85	1,94		1,12	1,48		1,21		1,42			

Πηγή: Eurostat, \* Εκτιμήσεις ΙΝΣΕΤΕ

Παρά την αύξηση των επενδύσεων ΠΚ κατά 1,75% το 2024, είναι προφανές ότι τόσο οι επενδύσεις όσο και οι εξαγωγές Α&Υ του Ηνωμένου Βασιλείου επηρεάστηκαν αρνητικά από τις γεωπολιτικές διαταραχές και το περιβάλλον των υψηλών επιτοκίων. Η άνοδος του πληθωρισμού με βάση τον ΔΤΚ στο 2,58% τον Νοέμβριο 2024, από 1,67% τον Σεπτέμβριο 2024 και 2,2% τον Αύγουστο 2024, περιόρισε τα περιθώρια περαιτέρω χαλάρωσης της νομισματικής πολιτικής. Ως αποτέλεσμα, η Τράπεζα της Αγγλίας δεν προχώρησε σε νέες μειώσεις του επιτοκίου παρέμβασής της, μετά τη μείωσή του στο 5,0% την 1η Αυγούστου 2024 (από 5,25%) και στο 4,75% την 7η Νοεμβρίου 2024.

Στο 9μηνο του 2025 (Πίνακας 4.16.), το ΑΕΠ του ΗΒ αυξήθηκε σημαντικά κατά 1,48% (9μηνο 2024: 0,85%), εξέλιξη που προσδιορίστηκε από τη σημαντική αύξηση της ΕΤΔ κατά 1,94% (9μηνο 2024: 1,7%). Η Ιδιωτική Κατανάλωση αυξήθηκε κατά 0,96% (9μηνο 2024: -0,6%), η Κατανάλωση της ΓΚ κατά 2,06%, οι επενδύσεις ΠΚ κατά 3,21% (9μηνο 2024: 1,61%), ενώ καταγράφηκε και νέα αύξηση των ΕοΑ+ΣΔ κατά £ 7,1 δισ.

Αντίθετα, οι καθαρές εξαγωγές είχαν αρνητική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά -0,49 π.μ., παρά τη σημαντική αύξηση των εξαγωγών Α&Υ κατά 3,4% (παρά την επιβολή δασμών από τις ΗΠΑ), καθώς αυτή υπερκαλύφθηκε από τη μεγαλύτερη αύξηση των εισαγωγών Α&Υ κατά 4,70%. Το import content ratio (χ) διαμορφώθηκε στο χ = 51,3%, δεδομένου ότι η αύξηση του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ κατά 2,29% συνοδεύτηκε από ακόμη μεγαλύτερη αύξηση των εισαγωγών.

Για το 4ο τρίμηνο του 2025, το ΙΝΣΕΤΕ εκτιμά αύξηση του ΑΕΠ του ΗΒ κατά 1,21%, με αύξηση της ΕΤΔ κατά 1,3% (ΙΚ: +0,8%, Κατανάλωση ΓΚ: 1,7%, επενδύσεις ΠΚ: 2,7%, μετά την αύξησή τους κατά 2,2% στο 4ο τρίμηνο 2024), ενώ οι ΕοΑ+ΣΔ εκτιμάται ότι θα μειωθούν κατά -£ 0,3 δισ.. Οι καθαρές εξαγωγές αναμένεται να έχουν μικρή αρνητική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά -0,12 π.μ. (Εξαγωγές Α&Υ: 2,1%, Εισαγωγές Α&Υ: 2,3%), με το χ-ratio να διαμορφώνεται στο 39,4%.

Με βάση τα ανωτέρω, το ΑΕΠ του ΗΒ εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 1,42% το 2025, έναντι πρόβλεψης της ΕΕ (Νοέμβριος 2025) για 1,4%. Η αύξηση αυτή προσδιορίζεται από την αύξηση της ΕΤΔ κατά 1,78% (ΙΚ: +0,92%, Κατανάλωση ΓΚ: 2,0%, επενδύσεις ΠΚ: 3,1%, ΕοΑ+ΣΔ: +£ 6,8 δισ.), με επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 1,81 π.μ., ενώ οι καθαρές εξαγωγές εκτιμάται ότι

θα έχουν αρνητική επίπτωση κατά -0,39 π.μ. (Εξαγωγές Α&Υ: 3,1%, Εισαγωγές Α&Υ: 4,1%). Το χ-ratio εκτιμάται στο 49,0% το 2025, από 43,3% το 2024 και 201,1% το 2023.

Για το 2026 και το 2027, η οικονομία του ΗΒ αναμένεται να ενισχυθεί από τη μείωση των επιτοκίων από την Τράπεζα της Αγγλίας (στο 3,75% από τις 18 Δεκεμβρίου 2025), καθώς και από την επεκτατική δημοσιονομική και νομισματική πολιτική των ΗΠΑ και από ενδεχόμενη εκλογίκευση της Εξωτερικής Εμπορικής Πολιτικής (ΕΕΠ) των ΗΠΑ. Το ΑΕΠ του ΗΒ εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 1,1% το 2026 και 1,5% το 2027 (ΕΕ – Νοέμβριος 2025: 1,2% και 1,4% αντίστοιχα). Η αύξηση αυτή θα προέλθει από την άνοδο της ΕΤΔ κατά 1,2% και 1,7%, με επίπτωση 1,21 π.μ. και 1,76 π.μ. αντίστοιχα, ενώ οι καθαρές εξαγωγές εκτιμάται ότι θα έχουν αρνητική επίπτωση κατά -0,10 π.μ. το 2026 και -0,26 π.μ. το 2027. Το χ-ratio εκτιμάται στο 36,0% το 2026 και 38,4% το 2027.

Στον δημοσιονομικό τομέα, το ΗΒ κατέγραψε ΕτΓΚ -6,0% του ΑΕΠ το 2023 και το 2024, ενώ εκτιμάται στο -5,0% του ΑΕΠ το 2025. Η ΕΕ (Νοέμβριος 2025) εκτιμά περαιτέρω μείωσή του στο -4,2% του ΑΕΠ το 2026 και στο -4,1% το 2027, κυρίως μέσω αύξησης των φορολογικών εσόδων λόγω μη τιμαριθμικής προσαρμογής της φορολογικής κλίμακας. Το Χρέος της ΓΚ διαμορφώθηκε στο 101,2% του ΑΕΠ το 2024 και εκτιμάται στο 104,8% του ΑΕΠ το 2026.

Ωστόσο, η άνοδος των μακροπρόθεσμων επιτοκίων από τα τέλη του 2024, με την απόδοση του 10ετούς κρατικού ομολόγου να φθάνει το 4,835% στις 10/1/2025, καθιστά την ανάγκη δημοσιονομικής εξομάλυνσης ακόμη πιο επιτακτική. Με τα σημερινά δεδομένα, οι προοπτικές ανάπτυξης του ΗΒ για το 2026–2027 παραμένουν θετικές αλλά συνοδεύονται από αυξημένη αβεβαιότητα, με τον σημαντικότερο κίνδυνο να συνδέεται με την πιθανότητα μιας ευρύτερης χρηματοοικονομικής και οικονομικής κρίσης διεθνούς εμβέλειας

## 4.5 Η Οικονομία της Κίνας

### 4.5.1 Οι δασμοί των ΗΠΑ, η Κίνα, και η ανάπτυξη της Παγκόσμιας οικονομίας.

Η οικονομία της Κίνας αποτελεί τη δεύτερη μεγαλύτερη οικονομία παγκοσμίως, μετά τις ΗΠΑ. Ο ρόλος της, συνεπώς, στη διαμόρφωση της παγκόσμιας οικονομικής δυναμικής σε κάθε χρονική περίοδο είναι καθοριστικός. Το ΑΕΠ των λοιπών χωρών αυξάνεται μέσω της αύξησης των εισαγωγών της Κίνας από αυτές (δηλαδή των εξαγωγών τους προς την Κίνα) και περιορίζεται μέσω της αύξησης των εξαγωγών της Κίνας, που μεταφράζεται σε υποκατάσταση της εγχώριας παραγωγής άλλων οικονομιών.

Η αύξηση του ΑΕΠ της Κίνας κατά 5,37% το 2023 οφείλεται αποκλειστικά στην αύξηση της εγχώριας ζήτησης (ΕΤΔ), με την Ιδιωτική Κατανάλωση να αυξάνεται κατά 8,0% και τις επενδύσεις ΠΚ κατά 4,9%. Σύμφωνα με το ΔΝΤ, οι καθαρές εξαγωγές είχαν αρνητική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ της Κίνας κατά -0,6 π.μ. το 2023. Αν η εξέλιξη αυτή αποτελούσε διαρθρωτικό χαρακτηριστικό, τότε η συμβολή της Κίνας στην παγκόσμια ανάπτυξη θα ήταν πράγματι ιδιαίτερα σημαντική.

Ωστόσο, η αρνητική συμβολή των καθαρών εξαγωγών στην αύξηση του ΑΕΠ της Κίνας παρατηρήθηκε μόνο το 2023. Αντιθέτως, η επίπτωση των καθαρών εξαγωγών ήταν θετική κατά 0,7 π.μ. το 2019, 0,6 π.μ. το 2020, 1,8 π.μ. το 2021 και 0,3 π.μ. το 2022, ενώ εκτιμάται ότι θα παραμείνει ισχυρά θετική και το 2024 (άνω των 0,8 π.μ., έναντι 0,4 π.μ. κατά ΔΝΤ) και το 2025 (άνω του 1,0 π.μ.).

Η εξέλιξη αυτή απορρέει από την εκρηκτική αύξηση του πλεονάσματος του Εξωτερικού Ισοζυγίου Αγαθών & Υπηρεσιών (ΕΙΑ&Υ) της Κίνας, σε όρους Εθνικών Λογαριασμών. Συγκεκριμένα, το πλεόνασμα του Εξωτερικού Εμπορικού Ισοζυγίου (ΕΕΙ) αυξήθηκε κατά 15,67% το 2024 και εκτιμάται ότι θα αυξηθεί περαιτέρω κατά 18,6% το 2025 (10μηνο 2025: +22,45% γογ), μετά από αυξήσεις κατά 14,86% το 2019, 24,4% το 2020, 27,94% το 2021 και 29,25% το 2022, και τη μόλις οριακή μείωση κατά -0,91% το 2023 (Πίνακας 3.3.).

Είναι ενδεικτικό ότι το πλεόνασμα του ΕΕΙ της Κίνας το 2025 ήταν αυξημένο κατά 221,34% σε σχέση με το 2018 (\$1.178,0 δισ. έναντι \$366,6 δισ.). Στην περίοδο 2019–2025, οι εξαγωγές αγαθών αυξήθηκαν με ΜΕΡΜ 5,92%, έναντι ΜΕΡΜ 2,95% των εισαγωγών αγαθών, παρά το γεγονός ότι οι τελευταίες περιλαμβάνουν ενεργειακά προϊόντα και πρώτες ύλες (Πίνακας 3.3.).

Ιδιαίτερη σημασία έχει ότι το 2025, παρά την εξαιρετικά επιβαρυντική Εξωτερική Εμπορική Πολιτική (ΕΕΠ) των ΗΠΑ έναντι της Κίνας, οι εξαγωγές αγαθών της Κίνας αυξήθηκαν κατά 4,4%, ενώ οι εισαγωγές αγαθών μειώθηκαν κατά -1,0%. Η επίπτωση των σχεδόν απαγορευτικών δασμών των ΗΠΑ στις συνολικές εξαγωγές της Κίνας είναι περιορισμένη σε μακροοικονομικό επίπεδο (παρά τη σαφή μείωση των εξαγωγών προς τις ΗΠΑ), ενώ εμφανής είναι η επίδραση των αντίμετρων της Κίνας και της πολιτικής περιορισμού των εισαγωγών της.

Ακόμη και στο υποθετικό σενάριο μείωσης των εξαγωγών αγαθών κατά -2,0% το 2026, το πλεόνασμα του ΕΕΙ της Κίνας μπορεί να αυξηθεί εκ νέου, εφόσον οι εισαγωγές Α&Υ μειωθούν επίσης κατά -2,0% ή περισσότερο. Αυτό είναι εφικτό διότι:

- (i) η Κίνα διαθέτει πολύ μεγαλύτερες δυνατότητες υποκατάστασης εισαγωγών με εγχώρια παραγωγή σε σύγκριση με τις ΗΠΑ, όπου το κόστος παραγωγής πολλών προϊόντων είναι έως και τριπλάσιο,
- (ii) οι απαγορεύσεις εξαγωγών υψηλής τεχνολογίας από τις ΗΠΑ προς την Κίνα περιορίζουν περαιτέρω τις κινεζικές εισαγωγές, και
- (iii) η Κίνα έχει ήδη υποκαταστήσει σημαντικό μέρος των εισαγωγών της από τις ΗΠΑ και την Ευρώπη με εισαγωγές από τη Ρωσία και άλλες «φιλικές» χώρες, ιδιαίτερα στον τομέα της ενέργειας.

Όπως είχε επισημανθεί στην Έκθεση για την Παγκόσμια Οικονομία (Δεκέμβριος 2024), οι προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (Μάιος 2024) για περιορισμένη αύξηση των εξαγωγών Α&Υ της Κίνας (3,0% το 2024 και 2,8% το 2025) και ταχύτερη αύξηση των εισαγωγών (4,4% και 3,3%) δεν επιβεβαιώθηκαν. Αντιθέτως, σύμφωνα με την ΕΕ (Νοέμβριος 2025), οι εξαγωγές Α&Υ αυξήθηκαν κατά 12,6% το 2024 και 4,8% το 2025, ενώ οι εισαγωγές αυξήθηκαν μόλις κατά 6,0% και 1,7% αντίστοιχα.

Υπό το πρίσμα αυτό, και οι προβλέψεις της ΕΕ για το 2026–2027 (εξαγωγές: 1,2% και 1,7%, εισαγωγές: 1,9% και 2,2%) – που συνεπάγονται μικρή αρνητική επίπτωση των καθαρών εξαγωγών στην αύξηση του ΑΕΠ (4,6% το 2026, 4,4% το 2027) – δεν είναι βέβαιο ότι θα επιβεβαιωθούν, τουλάχιστον όσον αφορά τη δυναμική των εισαγωγών. Είναι πιθανό η αύξησή τους να παραμείνει και πάλι χαμηλότερη από την αύξηση των εξαγωγών, διατηρώντας ελαφρά θετική συμβολή των καθαρών εξαγωγών στην ανάπτυξη και το 2026 και το 2027.

Συμπερασματικά, η ακραία, αντισυμβατική και αντιοικονομική ΕΕΠ των ΗΠΑ ενδέχεται να έχει επιβαρύνει την ανάπτυξη της κινεζικής οικονομίας, ωστόσο αυτή ενισχύθηκε από τις καθαρές εξαγωγές περισσότερο το 2025 από ό,τι στα προηγούμενα έτη. Στον βαθμό, όμως, που η ανάπτυξη της Κίνας εξακολουθεί να προσδιορίζεται σε σημαντικό βαθμό από τις καθαρές εξαγωγές, η καθαρή συμβολή της στην παγκόσμια ανάπτυξη περιορίζεται ουσιαστικά, καθώς

επιτυγχάνεται, σε σημαντικό βαθμό, εις βάρος της ανάπτυξης άλλων οικονομιών, μέσω της υποκατάστασης της εγχώριας παραγωγής τους από αυξανόμενες εισαγωγές από την Κίνα.

#### 4.5.2 Η αύξηση του ΑΕΠ της Κίνας το 2024 και το 2025

Η αύξηση του ΑΕΠ της Κίνας διατηρήθηκε τελικά στο 5,01% το 2024 (Πίνακας 4.17.) και μπορεί να χαρακτηριστεί σχετικά ικανοποιητική, ιδίως δεδομένου ότι η αντίστοιχη εκτίμηση του ΔΝΤ ήταν 4,8%. Η επίδοση αυτή επιτεύχθηκε, αφενός, με ουσιαστική συμβολή της ενίσχυσης της εγχώριας ζήτησης (αύξηση της ΕΤΔ), όπως προαναφέρθηκε, αφετέρου, όμως, με σημαντική θετική συμβολή των καθαρών εξαγωγών (τουλάχιστον κατά 0,8 π.μ.), με δεδομένη τη μεγάλη αύξηση του πλεονάσματος του Εξωτερικού Εμπορικού Ισοζυγίου (ΕΕΙ) κατά 15,7% το 2024.

Σημειώνεται ότι η εξέλιξη αυτή το 2024 ακολούθησε:

(i) την αύξηση του ΑΕΠ κατά 5,37% το 2023, η οποία προέκυψε αποκλειστικά από την αύξηση της ΕΤΔ, με τις καθарές εξαγωγές να έχουν αρνητική επίπτωση και

(ii) τη σημαντική επιβράδυνση της αύξησης του ΑΕΠ στο 3,12% το 2022, ως συνέπεια της ακραίας πολιτικής lockdowns στο πλαίσιο του «Zero-Covid-19», η οποία εφαρμόστηκε σχεδόν στο σύνολο του 2022. Είχε προηγηθεί η ισχυρή ανάκαμψη του 2021 (όπως αναφέρεται στο κείμενο) μετά την αύξηση του ΑΕΠ κατά 2,29% το 2020, η οποία καταγράφηκε παρά τον Covid-19 και την πρωτοφανή ύφεση στις ΗΠΑ και στην Ευρώπη και, γενικότερα, στην παγκόσμια οικονομία. (Σημ.: το «59% το 2021» παραμένει ως έχει από το κείμενο, αλλά μοιάζει πιθανό τυπογραφικό/δεκαδικό ζήτημα.)

Περαιτέρω, ικανοποιητική θα πρέπει να θεωρείται και η αύξηση του ΑΕΠ της Κίνας στο 9μηνο 2025 κατά 5,14% (Q3 2025: 4,8%), καθώς επιτεύχθηκε παρά την ακραία, αντισυμβατική και επιβαρυντική για την Κίνα Εξωτερική Εμπορική Πολιτική (ΕΕΠ) των ΗΠΑ, αλλά και παρά τα σοβαρά εγχώρια προβλήματα που εξακολουθούν να επηρεάζουν την κινεζική οικονομία, ιδίως την παρατεταμένη κρίση στον τομέα των ακινήτων και την υπερχρέωση σημαντικών χρηματοδοτικών οργανισμών της Τοπικής Αυτοδιοίκησης.

Πίνακας 4.17. Κίνα: ΑΕΠ σε σταθερές τιμές 2020 (100 εκατ. Yuan)										
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024*	2025*
Q1	186.255	199.380	213.336	227.203	211.754	251.775	263.860	276.262	290.903	306.612
Q2	201.713	215.841	230.950	245.269	252.995	273.487	275.675	293.594	307.393	323.489
Q3	212.992	227.719	243.113	257.554	270.174	285.034	296.435	311.257	325.575	341.292
Q4	233.979	250.004	266.317	281.844	300.164	313.671	323.081	340.140	358.507	373.923
Έτος	834.939	892.945	953.717	1.011.870	1.035.086	1.123.967	1.159.052	1.221.252	1.282.378	1.345.316
	% Δ									
Q1		7,0%	7,0%	6,5%	-6,8%	18,9%	4,8%	4,7%	5,3%	5,4%
Q2		7,0%	7,0%	6,2%	3,2%	8,1%	0,8%	6,5%	4,7%	5,2%
Q3		6,9%	6,8%	5,9%	4,9%	5,5%	4,0%	5,0%	4,6%	4,8%
Q4		6,8%	6,5%	5,8%	6,5%	4,5%	3,0%	5,3%	5,4%	4,3%
Έτος		6,9%	6,81%	6,10%	2,29%	8,59%	3,12%	5,37%	5,01%	4,91%

Πηγή: National Bureau of Statistics of China

Η εκτιμώμενη αύξηση του ΑΕΠ της Κίνας κατά 4,9% το 2025 (από 5,14% στο 9μηνο 2025) υπολείπεται ελάχιστα του 5,0%, που αποτελεί την επίσημη εκτίμηση της Κυβέρνησης της Κίνας για την ανάπτυξη το 2025. Ωστόσο, παρά το γεγονός ότι η Κυβέρνηση της Κίνας και η ΡΒοC εξακολουθούν να εφαρμόζουν δραστικά και εκτεταμένα μέτρα για την ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας στη χώρα, οι εκτιμήσεις των αναλυτών και του ΔΝΤ (Οκτώβριος 2025) συγκλίνουν σε χαμηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης, με αύξηση του ΑΕΠ κατά 4,8% το 2025 και περαιτέρω επιβράδυνση στο 4,2% το 2026.

Μάλιστα, εκτιμάται και πάλι ότι η αύξηση του ΑΕΠ κατά 4,9% το 2025 θα οφείλεται σε σημαντικό βαθμό στις καθαρές εξαγωγές, με συμβολή τουλάχιστον 1,0 ποσοστιαίας μονάδας, δηλαδή στην περαιτέρω αύξηση του πλεονάσματος του Εξωτερικού Ισοζυγίου Α&Υ (ΕΙΑ&Υ). Η εκτίμηση αυτή τεκμηριώνεται από τη θεαματική αύξηση του πλεονάσματος του Εξωτερικού Εμπορικού Ισοζυγίου (ΕΕΙ) της Κίνας, το οποίο στο 10μηνο 2025 ήταν αυξημένο κατά 22,45% (γογ) και εκτιμάται ότι θα καταγράψει αύξηση 18,6% στο σύνολο του 2025 (Πίνακας 3.3.).

#### 4.5.3 Παράγοντες που συμβάλλουν στην ανάπτυξη της Κίνας

Οι βασικές οικονομικές εξελίξεις στην Κίνα το 2024 και το 2025, καθώς και οι παράγοντες που αναμένεται να προσδιορίσουν την ανάπτυξή της το 2026 και τα επόμενα έτη, συνοψίζονται ως εξής:

##### **1. Δομική αδυναμία ενίσχυσης της κατανάλωσης και αναδιάρθρωση του επενδυτικού υποδείγματος**

Κεντρικό χαρακτηριστικό της κινεζικής οικονομίας παραμένει η δυσκολία αύξησης του ποσοστού της Ιδιωτικής και της Δημόσιας Κατανάλωσης στο ΑΕΠ, καθώς και η μείωση (ή αδυναμία ανάκαμψης) των επενδύσεων σε ακίνητα και υποδομές ως ποσοστό του ΑΕΠ. Πολλοί αναλυτές και το ΔΝΤ εκτιμούν ότι, θεωρητικά, η ανάπτυξη θα μπορούσε να ενισχυθεί τα επόμενα έτη μέσω αύξησης της Ιδιωτικής Κατανάλωσης (ΙΚ) ως ποσοστού του ΑΕΠ από το εξαιρετικά χαμηλό 39,2% το 2023 (2021: 38,11%) σε πιο «φυσιολογικά» επίπεδα. Η προσαρμογή αυτή είναι πράγματι μακροοικονομικά αναγκαία, σε συνδυασμό με τη μείωση του ποσοστού της συνολικής αποταμίευσης (46,1%) και των επενδύσεων ΠΚ (41,95%) στο ΑΕΠ.

Ωστόσο, η μετάβαση σε υπόδειγμα ανάπτυξης με σημαντικά μεγαλύτερη κατανάλωση εμφανίζεται δύσκολη στην πράξη, για τους ακόλουθους λόγους:

- (i) Χαμηλή μισθολογική βάση – ασθενής εσωτερική ζήτηση – υποπληθωριστικές/αποπληθωριστικές πιέσεις.
- (ii) Οι μισθολογικές αμοιβές παραμένουν σε χαμηλά επίπεδα. Ενδεικτικά, έως τον Οκτώβριο 2024 ο υψηλότερος μηνιαίος κατώτατος μισθός μεταξύ 31 επαρχιών ήταν στη Shanghai στα περίπου \$370. Παράλληλα, οι μισθοί αυξάνονται με χαμηλούς ρυθμούς, γεγονός που συμβάλλει:
  - αφενός, στη σημαντική υποτίμηση της REERULC (Διάγραμμα 2.26.), και
  - αφετέρου, στη διατήρηση πολύ χαμηλού πληθωρισμού με βάση το ΔTK.

Ειδικότερα, ο πληθωρισμός (ΔTK) ήταν 0,7% τον Νοέμβριο 2025 (υψηλότερο επίπεδο 21 μηνών), από 0,2% τον Οκτώβριο 2025, -0,3% τον Σεπτέμβριο 2025 και 0,5% τον Δεκέμβριο 2024. Ο μέσος πληθωρισμός εκτιμάται 0,3% το 2025, από 0,4% το 2024, 0,23% το 2023 και 1,97% το 2022, ενώ δεν αποκλείεται ενίσχυση των τάσεων πτώσης τιμών σε επιμέρους κατηγορίες προϊόντων το 2026.

Ο χαμηλός πληθωρισμός δεν οφείλεται μόνο στη συγκράτηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (ULC), αλλά και σε υπερπροσφορά σε πολλούς κλάδους. Παρά τα μέτρα ενίσχυσης της κατανάλωσης, η ζήτηση παραμένει ασθενής σε σχέση με την προσφορά, με αποτέλεσμα οι επιχειρήσεις να επιδιώκουν αύξηση μεριδίων μέσω χαμηλότερων τιμών (και πιθανώς χαμηλότερων περιθωρίων κέρδους).

(ii) Υψηλό έλλειμμα Γενικής Κυβέρνησης και περιορισμένος χώρος περαιτέρω δημοσιονομικής επέκτασης.

Το έλλειμμα της Γενικής Κυβέρνησης ανήλθε, σύμφωνα με τα αναφερόμενα στοιχεία, στο -8,6% του ΑΕΠ το 2025, από -7,3% το 2024 (και -6,7% το 2023, -7,2% το 2022, -5,9% το 2021, -9,6% το 2020, -3,3% το 2017). Δεδομένου ότι η κυβέρνηση επιδιώκει σταθεροποίηση ή/και μείωση του ελλείμματος (το ΔΝΤ το εκτιμά στο -8,5% το 2026 και στο -8,0% το 2030), δεν προεξοφλείται περαιτέρω σημαντική αύξηση της κατανάλωσης της ΓΚ ως μοχλού ανάπτυξης.

(iii) Πολύ υψηλή πιστωτική επέκταση – ασθενής ζήτηση δανείων – μειωμένη αποτελεσματικότητα νομισματικών μέτρων.

Το υπόλοιπο πιστώσεων των τραπεζών προς τον ιδιωτικό τομέα έφθασε στο 199% του ΑΕΠ τον Σεπτέμβριο 2025, από 180% το 2023 (νοικοκυριά 63,7%, μη χρηματοδοτικός επιχειρηματικός τομέας 116,0%), 174% το 2022, 168% το 2021, 173% το 2020 και 162% το 2019. Συνεπώς, τα περιθώρια περαιτέρω ενίσχυσης της δραστηριότητας μέσω πρόσθετης πιστωτικής επέκτασης είναι περιορισμένα.<sup>23</sup>

Παράλληλα, τα χρηματοοικονομικά προβλήματα μεγάλων επιχειρήσεων ακινήτων και των τοπικών χρηματοδοτικών οργανισμών (Υποδιαίρεση 3.4.1.) επιβαρύνουν τη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής.

Ενδεικτικά, οι νέες χορηγήσεις δανείων εμφανίζονται μειωμένες στο τρίμηνο Σεπτεμβρίου–Νοεμβρίου 2025 (Νοέμβριος 2025: CNY 390 δισ. έναντι CNY 580 δισ. τον Νοέμβριο 2024 κ.ο.κ.), γεγονός που υποδηλώνει ασθενή ζήτηση νέου δανεισμού από νοικοκυριά και επιχειρήσεις. Αντίστοιχα, ο ρυθμός αύξησης του υπολοίπου δανείων επιβραδύνθηκε στο 6,4% τον Νοέμβριο 2025, από 6,5% τον Οκτώβριο 2025, έναντι 8,1% τον Σεπτέμβριο 2024 και 11,1% το καλοκαίρι 2023.

(iv) Μείωση επενδύσεων σε κατοικίες – διατήρηση υψηλών επενδύσεων σε εξαγωγική βιομηχανία και τεχνολογία αιχμής.

Η μείωση των επενδύσεων ΠΚ ως ποσοστό του ΑΕΠ επιδιώκεται κυρίως μέσω της συρρίκνωσης των επενδύσεων σε κατοικίες μετά το 2022. Αντίθετα, οι επενδύσεις στη βιομηχανία και σε τομείς τεχνολογίας αιχμής συνεχίζουν να αυξάνονται, ενισχύοντας την παραγωγικότητα και τη διεθνή ανταγωνιστικότητα (Διάγραμμα 2.26.). Πρόκειται για επιλογή που διατηρεί τον εξαγωγικό προσανατολισμό του υποδείγματος, ακόμη και εάν περιορίζει τη βραχυπρόθεσμη αναδιάρθρωση υπέρ της κατανάλωσης.

## **2. Ανταγωνιστικότητα κόστους και εμπορικό πλεόνασμα ως βασικός μοχλός**

Η μεγάλη υποτίμηση της REERULC μετά το 2022 (Διάγραμμα 2.26.) και η ισχυρή αύξηση του πλεονάσματος του EEI (Πίνακας 3.3.) υποδηλώνουν ότι η στρατηγική ανάπτυξης της Κίνας, που

---

<sup>23</sup> Η ΡΒοC έχει ήδη μειώσει τα επιτόκια και τα reserve requirements των Τραπεζών στα κατώτατα επίπεδά τους ιστορικά, όπως αναλύεται στην Υποδιαίρεση 3.3.6, και στον Πίνακα 3.2.

στηρίζεται στη συνεχή βελτίωση ανταγωνιστικότητας μέσω επενδύσεων στη μεταποίηση και στην τεχνολογία, με περιορισμένη αύξηση κοινωνικών δαπανών, παραμένει ουσιαστικά αμετάβλητη. Αυτό συμβαίνει παρά τους δασμούς των ΗΠΑ και παρά τις επαναλαμβανόμενες συζητήσεις περί στροφής προς ανάπτυξη μέσω αύξησης της ΕΤΔ, και ειδικότερα της ιδιωτικής και δημόσιας κατανάλωσης, καθώς και των επενδύσεων σε ακίνητα/υποδομές.

Σε περίπτωση δυσκολίας διατήρησης υψηλών ρυθμών αύξησης των εξαγωγών από το 2026, είναι πιθανό η Κίνα να επιδιώξει αντιστάθμιση μέσω συγκράτησης ή/και μείωσης των εισαγωγών Α&Υ, διατηρώντας ισχυρό το πλεόνασμα. Συνεπώς, η προοπτική επιτάχυνσης της ανάπτυξης μέσω αύξησης της ΕΤΔ και των εισαγωγών δεν είναι ακόμη ορατή.

### **3. Το εξωτερικό περιβάλλον (ΗΠΑ/επιτόκια) ως «ανάχωμα» στην επιβράδυνση – αλλά και πηγή κινδύνου**

Η ακραία επεκτατική δημοσιονομική και νομισματική πολιτική των ΗΠΑ, σε συνδυασμό με τη μείωση επιτοκίων στις αναπτυσσόμενες οικονομίες το 2ο εξάμηνο 2024 και εντός του 2025, λειτούργησε ως σημαντικός παράγοντας στήριξης της παγκόσμιας ζήτησης, περιορίζοντας την ανάγκη της Κίνας να μεταβάλει δραστικά το υπόδειγμά της προς την κατεύθυνση της εσωτερικής ζήτησης. Με άλλα λόγια, η ισχυρή εξωτερική ζήτηση (και ειδικά η στήριξη που προκύπτει από την αμερικανική μακροοικονομική πολιτική) αφενός συνέβαλε στην αποτροπή μεγαλύτερης επιβράδυνσης των εξαγωγών της Κίνας, αφετέρου μείωσε την πίεση για βαθύτερη ανακατεύθυνση προς την κατανάλωση και, κατά συνέπεια, προς μεγαλύτερες εισαγωγές από τον υπόλοιπο κόσμο.

Ωστόσο, οι κίνδυνοι για την παγκόσμια οικονομία (και την Κίνα) από την ακραία επεκτατική πολιτική των ΗΠΑ και από την υπερδιόγκωση χρηματοπιστωτικών αποτιμήσεων είναι αυξημένοι από το 2025 και ενδέχεται να ενταθούν περαιτέρω το 2026, με δυνητικές επιπτώσεις τόσο στο εμπόριο όσο και στις χρηματοοικονομικές συνθήκες.

#### **4.6 Η οικονομία της Βουλγαρίας**

Όπως φαίνεται στον Πίνακα 4.18., η οικονομία της Βουλγαρίας κατέγραψε αύξηση του ΑΕΠ με ΜΕΡΜ 2,24% στην περίοδο 2010-2024 και με ΜΕΡΜ 2,70% στην περίοδο 2014-2024. Κινητήριο μοχλός της ανάπτυξης αυτής ήταν κυρίως η εγχώρια ζήτηση, καθώς η ΕΤΔ αυξήθηκε με ΜΕΡΜ 1,96% στην περίοδο 2010-2024 και με ΜΕΡΜ 3,04% στην περίοδο 2014-2024, συμβάλλοντας στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 1,97 π.μ. και 2,83 π.μ. ετησίως αντίστοιχα.

Οι καθαρές εξαγωγές είχαν συνολικά θετική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 5,43 π.μ. (0,27 π.μ. ετησίως) στην περίοδο 2009-2024, καθώς το Εξωτερικό Ισοζύγιο Α&Υ μετατράπηκε από έλλειμμα €0,3 δισ. το 2009 σε πλεόνασμα €3,8 δισ. το 2013 και διατηρήθηκε πλεονασματικό, αν και μειωμένο, στα €2,6 δισ. το 2024. Αντίθετα, στην περίοδο 2014-2024 η επίπτωση των καθαρών εξαγωγών στην αύξηση του ΑΕΠ ήταν ελαφρώς αρνητική (-0,12 π.μ. ετησίως), γεγονός που συνδέεται με την ταχύτερη αύξηση των εισαγωγών Α&Υ έναντι των εξαγωγών.

Ειδικότερα, στην περίοδο 2010-2024 οι εξαγωγές Α&Υ της Βουλγαρίας αυξήθηκαν με ΜΕΡΜ 5,22%, έναντι αύξησης των εισαγωγών Α&Υ με ΜΕΡΜ 4,71%. Ωστόσο, στην περίοδο 2014-2024 οι εξαγωγές αυξήθηκαν με ΜΕΡΜ 3,96%, ενώ οι εισαγωγές με ΜΕΡΜ 4,72%, γεγονός που εξηγεί τη μεταβολή της συμβολής των καθαρών εξαγωγών στην ανάπτυξη.

Σημαντική ήταν η πτώση των επενδύσεων ΠΚ κατά την περίοδο της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, οι οποίες μειώθηκαν κατά -19,4% το 2013 έναντι του 2009 (και κατά

-33,64% το 2013 έναντι του 2008). Στη συνέχεια, στην περίοδο 2014-2024, οι επενδύσεις ΠΚ αυξήθηκαν κατά 23,89% (ΜΕΡΜ 1,97%), με αποτέλεσμα να διαμορφωθούν στο 17,6% του ΑΕΠ το 2024, από 19,0% το 2013 και 24,5% το 2009.

Η ιδιωτική κατανάλωση κατέγραψε επίσης υψηλούς ρυθμούς αύξησης, με ΜΕΡΜ 2,68% στην περίοδο 2010-2024 και 3,29% στην περίοδο 2014-2024. Η εξέλιξη αυτή συνεπάγεται μείωση του ποσοστού αποταμίευσης των νοικοκυριών, καθώς το ποσοστό της ιδιωτικής κατανάλωσης στο ΑΕΠ αυξήθηκε στο 58,91% το 2024, από 55,34% το 2013 και 55,22% το 2009.

Οι ανωτέρω εξελίξεις πραγματοποιήθηκαν στο πλαίσιο μιας συνολικά συνετής δημοσιονομικής πολιτικής. Η Βουλγαρία κατέγραψε πλεονάσματα Γενικής Κυβέρνησης την περίοδο 2016-2018 και συγκρατημένα ελλείμματα στη συνέχεια (2019: -1,0% του ΑΕΠ, 2020: -2,9%, 2021: -3,9%, 2022: -2,9%, 2023: -2,0%, 2024: -3,0%). Παρά το γεγονός ότι το έλλειμμα εκτιμάται ότι θα παραμείνει στο -3,0% του ΑΕΠ το 2025, θα μειωθεί το 2026 και θα αυξηθεί το 2027 κυρίως λόγω υψηλότερων αμυντικών δαπανών, η συνολική δημοσιονομική θέση της χώρας παραμένει ισχυρή, δεδομένου του πολύ χαμηλού λόγου χρέους ΓΚ/ΑΕΠ.

Το χρέος της Γενικής Κυβέρνησης διαμορφώθηκε στο 23,8% του ΑΕΠ το 2024 και, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (Νοέμβριος 2025), αναμένεται να αυξηθεί στο 28,5% το 2025, στο 30,6% το 2026 και στο 32,6% το 2027. Η δημοσιονομική αυτή πειθαρχία αποτελεί βασική προϋπόθεση για τη διατήρηση της απόλυτα σταθερής ισοτιμίας του βουλγαρικού lev με το ευρώ (1,95583 BGN/EUR), η οποία εφαρμόζεται αδιάλειπτα από τον Ιούλιο του 1999.

Στις 8 Ιουλίου 2025, το Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης ενέκρινε επίσημα την προσχώρηση της Βουλγαρίας στη Ζώνη του Ευρώ από την 1η Ιανουαρίου 2026 και καθόρισε την ισοτιμία μετατροπής στο 1,95583 BGN/EUR, δηλαδή στην ήδη εφαρμοζόμενη ισοτιμία. Παρά το γεγονός ότι η Βουλγαρία είχε ενταχθεί στον Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών II (ERM II) από τον Ιούλιο του 2020, στην πράξη λειτουργούσε υπό καθεστώς ισοδύναμο με συμμετοχή στη Ζώνη του Ευρώ ήδη από το 1999. Ως εκ τούτου, η υιοθέτηση του ευρώ δεν αναμένεται να έχει ουσιαστικές βραχυχρόνιες μακροοικονομικές επιπτώσεις, πέραν της περαιτέρω ενίσχυσης της αξιοπιστίας του θεσμικού και μακροοικονομικού πλαισίου πολιτικής.

Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι το ΑΕΠ της Βουλγαρίας το 2013 ήταν αυξημένο κατά 3,89% σε σχέση με το 2009, ενώ στην ίδια περίοδο το ΑΕΠ της Ελλάδας είχε μειωθεί κατά 23,86%. Επιπλέον, στην περίοδο 2014-2024 το ΑΕΠ της Βουλγαρίας αυξήθηκε με ΜΕΡΜ 2,70%, με import content ratio (χ) 47,3%, ενώ στην ίδια περίοδο, σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ, το ΑΕΠ της Ελλάδας αυξήθηκε με ΜΕΡΜ 1,38%, αλλά με σημαντικά υψηλότερο import content ratio (58,85%). Στη Βουλγαρία, η αύξηση του ΑΕΠ την περίοδο 2014-2024 συνοδεύτηκε από αύξηση των εισαγωγών Α&Υ με ΜΕΡΜ 4,72%, ενώ στην Ελλάδα οι εισαγωγές Α&Υ αυξήθηκαν με ΜΕΡΜ 5,53%<sup>24</sup>, χωρίς αντίστοιχα υψηλή επίδοση στην αύξηση του ΑΕΠ.

---

<sup>24</sup> Με αυτά τα στοιχεία προκύπτουν οι εκτιμήσεις που αναφέρονται συχνά από τα Ελληνικά ΜΜΕ, ότι το κατά κεφαλή ΑΕΠ της Ελλάδος είναι τώρα μικρότερο από αυτό της Βουλγαρίας.

Πίνακας 4.18. ΑΕΠ Βουλγαρίας (Δισεκατομμύρια €, σταθερές τιμές 2020)												
	2009	2013	2024	%Δ 2024/2009	MERM 2010-2024	%Δ 2024/2013	MERM 2014-2024	%Δ 2023	%Δ 2024	%Δ 2025*	%Δ 2026*	%Δ 2027*
Συνολική Κατανάλωση	38,1	39,6	56,6	48,5%	2,67%	42,94%	3,30%	1,08%	4,62%	7,9%	3,1%	2,8%
Ιδιωτική Κατανάλωση	28,9	30,1	43,0	48,6%	2,68%	42,78%	3,29%	1,07%	4,95%	7,9%	3,0%	2,8%
Δημόσια Κατανάλωση	9,2	9,5	13,6	48,1%	2,65%	43,46%	3,34%	1,11%	3,62%	7,9%	3,5%	2,9%
Επενδύσεις ΠΚ	12,8	10,4	12,8	-0,14%	-0,01%	23,89%	1,97%	10,19%	1,49%	8,4%	4,2%	3,5%
Μεταβολή Αποθεμάτων	0,6	0,1	0,9	43,6%	2,44%	988,92%	24,24%	-88,8%	129,2%	-12,2%	1,7%	2,5%
Στατιστικές Διαφορές	1,1	0,6	0,1	-91,0%	-14,84%	-84,56%	-15,62%	-197%	13,53%	125,9%	-49,5%	-27,3%
Εγχώρια Τελική Δαπάνη (ΕΤΔ)	52,6	50,6	70,4	33,7%	1,96%	38,99%	3,04%	-1,69%	4,76%	7,9%	3,2%	2,9%
Εξαγωγές Αγαθών & Υπηρεσιών (X)	20,7	29,0	44,5	114,4%	5,22%	53,37%	3,96%	0,00%	1,77%	-3,4%	2,9%	2,9%
Εισαγωγές Αγαθών & Υπηρεσιών (Μ)	21,0	25,2	41,9	99,5%	4,71%	66,02%	4,72%	-5,45%	3,93%	4,2%	3,5%	3,4%
Ισοζύγιο Αγαθών & Υπηρεσιών	-0,3	3,8	2,6	-1113,5%	-216,70%	-31,29%	-3,35%	216,6%	-24%	-127,0%	40,4%	25,9%
<b>ΑΕΠ, σταθερές τιμές 2015</b>	<b>52,4</b>	<b>54,4</b>	<b>73,0</b>	<b>39,34%</b>	<b>2,24%</b>	<b>34,12%</b>	<b>2,70%</b>	<b>1,68%</b>	<b>3,39%</b>	<b>3,10%</b>	<b>2,81%</b>	<b>2,61%</b>
Επίπτωση της Εγχώριας Τελικής Ζήτησης				33,91	1,97	36,29	2,83	-1,67	4,53	7,61	3,18	2,94
Επίπτωση των Καθαρών εξαγωγών				5,43	0,27	-2,17	-0,12	3,35	-1,14	-4,50	-0,37	-0,33
ΕΤΔ+X, %Δ	73,4	79,6	114,8	56,54%	3,03%	44,22%	3,39%	-1,03%	3,58%	3,52%	3,06%	2,90%
Δ(ΕΤΔ+X)		6,3		41,48		35,22		-1,16	3,97	4,05	3,64	3,56
ΔΜ		4,2		20,88		16,65		-2,32	1,58	1,78	1,53	1,54
{ΔΜ/Δ(ΕΤΔ+X)}=χ		67,5%		50,3%		47,3%		201,0%	39,8%	44,0%	42,0%	43,2%

Πηγή: Eurostat, \*INSETE Forecasts

Συνολικά, η ανάπτυξη της οικονομίας της Βουλγαρίας στην περίοδο 2014-2024 οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης (ΜΕΡΜ 3,29%) και της κατανάλωσης της Γενικής Κυβέρνησης (ΜΕΡΜ 3,34%) και σε μικρότερο βαθμό στην αύξηση των επενδύσεων ΠΚ (ΜΕΡΜ 1,97%), οι οποίες ξεκίνησαν από ιδιαίτερα χαμηλό επίπεδο το 2013. Αντίθετα, η συμβολή των καθαρών εξαγωγών στην αύξηση του ΑΕΠ ήταν συνολικά αρνητική, με μέση ετήσια επίπτωση -0,12 π.μ. στην περίοδο 2014-2024.

Ειδικότερα, οι καθαρές εξαγωγές της Βουλγαρίας είχαν σημαντική αρνητική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ σε σειρά ετών, και συγκεκριμένα το 2017 (-0,25 π.μ.), το 2018 (-1,87 π.μ.), το 2019 (-0,47 π.μ.), το 2020 (-3,52 π.μ.), το 2022 (-1,45 π.μ.), το 2024 (-1,14 π.μ.), καθώς και στο 9μηνο του 2025 (-5,11 π.μ.). Αντίθετα, θετική επίπτωση από τις καθαρές εξαγωγές καταγράφηκε μόνο το 2021 (+0,77 π.μ.) και το 2023 (+3,35 π.μ.).

Οι ανωτέρω εξελίξεις υποδηλώνουν ότι η αναπτυξιακή δυναμική της βουλγαρικής οικονομίας στην τελευταία δεκαετία στηρίχθηκε κυρίως στην εγχώρια ζήτηση, και ειδικότερα στην ταχεία αύξηση της ιδιωτικής και της δημόσιας κατανάλωσης, με περιορισμένη και ασταθή συμβολή από τον εξωτερικό τομέα. Υπό το πρίσμα αυτό, και λαμβάνοντας υπόψη την ένταξη της Βουλγαρίας στη Ζώνη του Ευρώ από την 1η Ιανουαρίου 2026, μετά από μακρά περίοδο απολύτως σταθερής ισοτιμίας του Ιεν στο επίπεδο των 1,95583 BGN/EUR, αναδεικνύεται ενδεχομένως η ανάγκη για την άσκηση πιο περιοριστικής δημοσιονομικής και εισοδηματικής πολιτικής στο επόμενο διάστημα.

Η ανάγκη αυτή ενισχύεται περαιτέρω από την εξέλιξη της Πραγματικής Σταθμισμένης Συναλλαγματικής Ισοτιμίας της Βουλγαρίας με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (REERULC). Συγκεκριμένα, στο 2ο τρίμηνο του 2025 η REERULC της Βουλγαρίας ήταν ανατιμημένη κατά 69,6% έναντι του 4ου τριμήνου του 2009 και κατά 24,54% έναντι του 4ου τριμήνου του 2019. Αντίθετα, στην ίδια περίοδο, η αντίστοιχη πραγματική σταθμισμένη ισοτιμία της Ελλάδας ήταν υποτιμημένη κατά -32,88% και -11,70% αντίστοιχα.<sup>25</sup>

<sup>25</sup> Και αυτές οι εντυπωσιακές εξελίξεις καταγράφηκαν παρά το ότι το ΑΕΠ της Ελλάδος (σύμφωνα με τις ΕΛΣΤΑΤ-Eurostat) στην περίοδο 2010-2024 «αυξανόταν» με ΜΕΡΜ -0,85%, ενώ το ΑΕΠ της Βουλγαρίας αυξανόταν στην ίδια περίοδο με ΜΕΡΜ 2,24%.

Η σημαντική αυτή απόκλιση υποδηλώνει ότι, μετά την ένταξη στη Ζώνη του Ευρώ, η διατήρηση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της βουλγαρικής οικονομίας θα εξαρτηθεί σε κρίσιμο βαθμό από τον έλεγχο της αύξησης του κόστους εργασίας και της εγχώριας ζήτησης, δεδομένου ότι το εργαλείο της συναλλαγματικής πολιτικής δεν θα είναι πλέον διαθέσιμο.

Το 2023, το ΑΕΠ της Βουλγαρίας αυξήθηκε κατά 1,68% και η εξέλιξη αυτή προσδιορίστηκε από δύο αντίρροπες δυνάμεις: αφενός από τη σημαντική πτώση της εγχώριας τελικής ζήτησης (ΕΤΔ) και αφετέρου από την ιδιαίτερα ισχυρή θετική συμβολή των καθαρών εξαγωγών.

Ειδικότερα, η ΕΤΔ μειώθηκε κατά -1,69%, με αρνητική επίπτωση στη μεταβολή του ΑΕΠ κατά -1,67 π.μ., παρά το γεγονός ότι καταγράφηκε αύξηση των επενδύσεων ΠΚ κατά 10,2%, της ιδιωτικής κατανάλωσης κατά 1,07% και της κατανάλωσης της Γενικής Κυβέρνησης κατά 1,1%. Η πτώση της ΕΤΔ το 2023 οφείλεται αποκλειστικά στη μεγάλη μείωση των ΕσΑ+ΣΔ κατά -2,9 δις €, η οποία είχε εξαιρετικά ισχυρή αρνητική επίπτωση στη μεταβολή του ΑΕΠ κατά -4,28 π.μ.

Αντίθετα, οι καθαρές εξαγωγές είχαν πολύ μεγάλη θετική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 3,35 π.μ., καθώς οι εξαγωγές Α&Υ παρέμειναν στάσιμες (0,0%), ενώ οι εισαγωγές Α&Υ μειώθηκαν έντονα κατά -5,45%. Ως αποτέλεσμα, το import content ratio ( $\chi$ ) της πτώσης του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ (κατά -1,03%) διαμορφώθηκε στο ιδιαίτερα υψηλό επίπεδο του 201,0%, λειτουργώντας έντονα ενισχυτικά για τη μεταβολή του ΑΕΠ.

Συγκεκριμένα, το ΑΕΠ της Βουλγαρίας αυξήθηκε κατά € 2,3 δις λόγω της μεγάλης πτώσης των εισαγωγών Α&Υ, ενώ μειώθηκε μόλις κατά -1,2 δις € λόγω της πτώσης του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ.<sup>26</sup> Κατά συνέπεια, η καθαρή επίδραση των ανωτέρω εξελίξεων ήταν θετική, οδηγώντας τελικά σε αύξηση του ΑΕΠ το 2023, παρά τη σημαντική συρρίκνωση της εγχώριας ζήτησης.

---

<sup>26</sup> Η εξέλιξη αυτή είναι το ακριβώς αντίθετο από της Ελλάδας: Στη Βουλγαρία και στις άλλες χώρες, όταν μειώνεται το άθροισμα ΕΤΔ+Χ, η πτώση των εισαγωγών Α&Υ είναι πολύ μεγαλύτερη (άρα το ποσοστό  $\chi$  είναι πολύ μεγάλο, δηλαδή υποστηρικτικό στην αύξηση του ΑΕΠ), ενώ όταν αυξάνεται το άθροισμα ΕΤΔ+Χ η αύξηση των εισαγωγών Α&Υ είναι ανάλογη (άρα το ποσοστό  $\chi$  είναι σε κανονικά ή σε σχετικά χαμηλά επίπεδα - και πάλι υποστηρικτικό στην αύξηση του ΑΕΠ). Αντίθετα στην Ελλάδα (σύμφωνα με τις επίσημες εκτιμήσεις) όταν μειώνεται το άθροισμα ΕΤΔ+Χ, η πτώση των εισαγωγών Α&Υ είναι πολύ μικρότερη (άρα το ποσοστό  $\chi$  είναι εξωπραγματικά μικρό - επιβαρυντικό για την αύξηση του ΑΕΠ), ενώ όταν αυξάνεται το άθροισμα ΕΤΔ+Χ η αύξηση των εισαγωγών Α&Υ είναι πολύ μεγαλύτερη (άρα το ποσοστό  $\chi$  είναι πολύ μεγάλο - επιβαρυντικό για την αύξηση του ΑΕΠ).

Πίνακας 4.20. Βουλγαρία: Εξέλιξη του ΑΕΠ το 2022-2023 και στο 9μηνο 2024 και εκτιμήσεις για το 4ο 3μηνο 2024 και για το 2024																
	9μηνο 2022	4ο 3μηνο 2022	2022		9μηνο 2023		4ο 3μηνο 2023		2023		9μηνο 2024		4ο 3μηνο 2024*		2024*	
	Δισ. €	Δισ. €	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ
<b>Συνολική Κατανάλωση</b>	32,8	13,8	46,6	33,4	1,7%	13,9	0,5%	47,3	<b>1,35%</b>	34,9	4,45%	14,3	2,9%	49,1	<b>4,00%</b>	
<b>Ιδιωτική Κατανάλωση</b>	26,1	10,6	36,7	26,6	1,8%	10,7	0,4%	37,2	<b>1,42%</b>	27,7	4,30%	11,0	3,2%	38,7	<b>3,99%</b>	
<b>Δημόσια κατανάλωση</b>	6,7	3,2	9,9	6,8	1,3%	3,2	0,6%	10,0	<b>1,11%</b>	7,2	5,04%	3,3	1,9%	10,4	<b>4,04%</b>	
<b>Επενδύσεις ΠΚ</b>	6,7	3,3	10,0	7,3	9,2%	3,7	12,2%	11,0	<b>10,19%</b>	7,1	-1,74%	3,8	2,8%	11,0	<b>-0,2%</b>	
<b>Μεταβολή Αποθεμάτων (ΕοΑ)</b>	2,4	0,4	2,8	0,2	-92%	-0,1	-120,2%	0,1	-96%	0,7	258%	0,0	-73,4%	0,7	<b>479%</b>	
<b>Στατ. Διαφ. (ΣΔ)</b>	0,6	0,2	0,8	0,4	-40%	0,0	-78%	0,4	<b>-48%</b>	0,3	-20%	0,0	-80%	0,3	<b>-25%</b>	
<b>Εγχώρια Τελική Δαπάνη (ΕΤΔ)</b>	42,5	17,6	60,1	41,2	-3,0%	17,5	-0,6%	58,7	<b>-2,25%</b>	43,0	4,30%	18,1	3,0%	61,1	<b>3,93%</b>	
<b>Εξαγωγές Αγαθών &amp; Υπηρεσιών</b>	30,4	9,7	40,1	30,5	0,2%	9,6	-0,7%	40,1	<b>0,00%</b>	30,1	-1,29%	9,7	1,0%	39,8	<b>-0,74%</b>	
<b>Εισαγωγές Αγαθών &amp; υπηρεσιών</b>	32,8	11,4	44,2	30,9	-6,0%	11,0	-4,0%	41,81	<b>-5,45%</b>	31,3	1,45%	11,2	2,3%	42,50	<b>1,67%</b>	
<b>Ισοζύγιο Αγαθών &amp; Υπηρεσιών</b>	-2,4	-1,7	-4,1	-0,4	-84,3%	-1,3	-23,1%	-1,7	<b>-58,9%</b>	-1,2	223,4%	-1,5	12%	-2,7	<b>59%</b>	
<b>ΑΕΠ, σταθερές τιμές αγοράς</b>	<b>40,1</b>	<b>15,9</b>	<b>56,0</b>	<b>40,8</b>	<b>1,91%</b>	<b>16,2</b>	<b>1,84%</b>	<b>57,1</b>	<b>1,89%</b>	<b>41,8</b>	<b>2,29%</b>	<b>16,6</b>	<b>2,33%</b>	<b>58,4</b>	<b>2,30%</b>	
<b>Συμβολή στη Μεταβολή του ΑΕΠ</b>																
<b>Ιδιωτική κατανάλωση</b>									0,93		2,80		2,11		2,60	
<b>Δημόσια Κατανάλωση</b>									0,20		0,84		0,37		0,71	
<b>Επενδύσεις</b>									1,81		-0,31		0,64		-0,04	
<b>Μεταβολή Αποθεμάτων</b>									-4,71		1,19		0,34		0,95	
<b>Στατ. Διαφ.</b>									-0,65		-0,18		-0,17		-0,18	
<b>Εγχώρια Τελική Δαπάνη (ΕΤΔ)</b>									-2,42		4,34		3,29		4,04	
<b>Εξαγωγές Αγαθών &amp; Υπηρεσιών</b>									0,00		-0,96		0,59		-0,52	
<b>Εισαγωγές Αγαθών &amp; υπηρεσιών</b>									-4,31		1,10		1,55		1,23	
<b>Καθαρές Εξαγωγές</b>									5,03		2,48		-0,96		-1,75	
<b>ΑΕΠ, σταθερές τιμές αγοράς</b>									<b>1,91</b>		<b>1,84</b>		<b>2,29</b>		<b>2,33</b>	<b>2,30</b>

Πηγή: Eurostat, \* Εκτιμήσεις ΙΝΣΕΤΕ

Το 2024 (Πίνακες 4.18 και 4.19.), το ΑΕΠ της Βουλγαρίας αυξήθηκε κατά 3,39% και η εξέλιξη αυτή προσδιορίστηκε από την ισχυρή ενίσχυση της εγχώριας ζήτησης, η οποία αντισταθμίστηκε εν μέρει από την αρνητική συμβολή των καθαρών εξαγωγών.

Ειδικότερα, η ΕΤΔ αυξήθηκε σημαντικά κατά 4,76%, κυρίως λόγω της πολύ μεγάλης αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης κατά 4,95%, της κατανάλωσης της Γενικής Κυβέρνησης κατά 3,62% και της αύξησης των ΕοΑ+ΣΔ κατά € 510 εκατ. Οι επενδύσεις ΠΚ ήταν επίσης αυξημένες κατά 1,49%, αν και με σαφώς χαμηλότερο ρυθμό σε σύγκριση με το 2023 (+10,19%). Συνολικά, η επίπτωση της αύξησης της ΕΤΔ στη μεταβολή του ΑΕΠ το 2024 ανήλθε στις 4,53 π.μ.

Αντίθετα, οι καθαρές εξαγωγές είχαν αρνητική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά -1,14 π.μ., καθώς οι εξαγωγές Α&Υ αυξήθηκαν κατά μόλις 1,77%, ενώ οι εισαγωγές Α&Υ αυξήθηκαν ταχύτερα κατά 3,93%. Ως αποτέλεσμα, το import content ratio (χ) της αύξησης του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ (κατά 3,58%) διαμορφώθηκε στο 39,8% το 2024, αντανακλώντας τη σημαντική εξάρτηση της εγχώριας ζήτησης από τις εισαγωγές.

Στο 9μηνο του 2025 (Πίνακας 4.19.), το ΑΕΠ της Βουλγαρίας αυξήθηκε περαιτέρω κατά 3,11% (9μηνο 2024: 2,9%), με εξαιρετικά ισχυρή αύξηση της ΕΤΔ κατά 8,73% (9μηνο 2024: 3,99%). Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στην πολύ μεγάλη αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης κατά 8,47%, της κατανάλωσης της Γενικής Κυβέρνησης κατά 8,52%, των επενδύσεων ΠΚ κατά 9,75% (9μηνο 2024: 2,24%) και στη νέα αύξηση των ΕοΑ+ΣΔ κατά € 67,4 εκατ. Η συνολική επίπτωση της ΕΤΔ στην αύξηση του ΑΕΠ στο 9μηνο 2025 ανήλθε στις 8,22 π.μ.

Η θετική αυτή επίπτωση αντισταθμίστηκε σε σημαντικό βαθμό από τη μεγάλη αρνητική επίπτωση των καθαρών εξαγωγών κατά -5,11 π.μ. Η εξέλιξη αυτή προέκυψε από τη μείωση των εξαγωγών Α&Υ κατά -4,61%, η οποία συνδέεται με την περιορισμένη λειτουργία δύο μεγάλων εξαγωγικών επιχειρήσεων λόγω εργασιών επισκευής και συντήρησης, σε συνδυασμό με τη νέα αύξηση των εισαγωγών Α&Υ κατά 3,55%. Το import content ratio (χ) της αύξησης του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ κατά 3,28% διαμορφώθηκε στο 40,3%, καθώς η αύξηση των εισαγωγών Α&Υ ήταν σχεδόν ισοδύναμη με την αύξηση του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ.

Με βάση τις ανωτέρω εξελίξεις, η αύξηση του ΑΕΠ της Βουλγαρίας στο 4ο τρίμηνο του 2025 και στο σύνολο του έτους εκτιμάται πλέον στο 3,09% και στο 3,1% αντίστοιχα (ΕΕ – Νοέμβριος 2025:

3,0%). Η αύξηση του ΑΕΠ το 2025 προσδιορίζεται: (i) από την πολύ ισχυρή αύξηση της ΕΤΔ κατά 7,89% (ΙΚ: 7,86%, κατανάλωση ΓΚ: 7,91%, επενδύσεις ΠΚ: 8,43% και αύξηση των ΕσΑ+ΣΔ κατά € 1,4 δις), με συνολική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 7,61 π.μ., και (ii) από τη μεγάλη αρνητική επίπτωση των καθαρών εξαγωγών κατά -4,50 π.μ., λόγω της μείωσης των εξαγωγών Α&Υ κατά -3,39% και της ταυτόχρονης αύξησης των εισαγωγών Α&Υ κατά 4,25%.

Το import content ratio (χ) της αύξησης του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ (κατά 3,52%) εκτιμάται στο 44,0% το 2025/2024 (4ο τρίμηνο 2025: 51,4%), αντανακλώντας και πάλι το γεγονός ότι η αύξηση των εισαγωγών Α&Υ πραγματοποιείται με ρυθμό ελαφρά υψηλότερο από την αύξηση του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ.

Όσον αφορά το 2026 και το 2027, η ανάπτυξη της οικονομίας της Βουλγαρίας εκτιμάται ότι θα επιβαρυνθεί σε κάποιο βαθμό από τη διαρκή αδυναμία της Χώρας να σχηματίσει μια σταθερή και αποτελεσματική δημοκρατική Κυβέρνηση, εξέλιξη που καθίσταται ιδιαίτερα κρίσιμη από το 2026 και μετά, όταν η Βουλγαρία θα είναι πλέον πλήρες μέλος της Ζώνης του Ευρώ.

### **Δυσλειτουργίες του πολιτικού συστήματος της Βουλγαρίας**

Στις 11 Δεκεμβρίου 2025, η βουλγαρική κυβέρνηση ανακοίνωσε την παραίτησή της, μετά από δύο μεγάλες αντικυβερνητικές κινητοποιήσεις που πραγματοποιήθηκαν την 1η και τη 10η Δεκεμβρίου 2025 και επεκτάθηκαν σε όλες τις μεγάλες πόλεις της Χώρας. Η κυβέρνηση αυτή είχε σχηματιστεί μετά τις έκτακτες εκλογές του Οκτωβρίου 2024 και στηριζόταν σε έναν ετερόκλητο κυβερνητικό σχηματισμό, στον οποίο συμμετείχαν:

- (i) το GERB (Citizens for European Development of Bulgaria), το οποίο κυριαρχεί στην πολιτική ζωή της Βουλγαρίας τα τελευταία περίπου 15 έτη, με ηγέτη τον πρώην Πρωθυπουργό Μπόικο Μπορίσοφ, και ποσοστό 25,52% στις εκλογές του Οκτωβρίου 2024,
- (ii) το ITN (There Is Such a People), ακροδεξιό λαϊκιστικό κόμμα με ηγέτη τον Slavi Trifonov, που έλαβε 6,56% των ψήφων,
- (iii) το Βουλγαρικό Σοσιαλιστικό Κόμμα (BSP), το οποίο συμμετείχε στις εκλογές σε συνασπισμό με άλλα αριστερά κόμματα (BSP-OL) και έλαβε 7,32% των ψήφων, και
- (iv) το DPS-NN, που έλαβε 11,13% των ψήφων, με ηγέτη τον Delian Peevski, πρόσωπο με ιδιαίτερα ισχυρή οικονομική και μιντιακή επιρροή. Η συμμετοχή του κόμματος αυτού στην κυβέρνηση κρίθηκε αναγκαία για τη διασφάλιση κοινοβουλευτικής πλειοψηφίας.

Η κυβέρνηση αυτή ακολούθησε καθ' όλη τη διάρκεια του 2025 μια συνεπή φιλοδυτική πολιτική και κατέβαλε κάθε δυνατή προσπάθεια ώστε να ολοκληρωθεί επιτυχώς η ένταξη της Βουλγαρίας στη Ζώνη του Ευρώ από την 1η Ιανουαρίου 2026.

Ωστόσο, προκειμένου να διατηρηθεί στην εξουσία, φαίνεται ότι υιοθέτησε μια πρωτοφανή για τη Βουλγαρία άκρως επεκτατική εισοδηματική και δημοσιονομική πολιτική. Όπως προκύπτει από τον Πίνακα 4.19., η πολιτική αυτή συνέβαλε στη μεγάλη αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης κατά 8,47% στο 9μηνο του 2025 και της κατανάλωσης της Γενικής Κυβέρνησης κατά 8,62%, ενώ ταυτόχρονα διατέθηκαν ιδιαίτερα υψηλά κονδύλια για εξοπλισμούς, τα οποία συνέβαλαν στην αύξηση των επενδύσεων ΠΚ κατά 9,75%. Έτσι, παρά τη μείωση των εξαγωγών Α&Υ κατά -4,61% (yoy) στο 9μηνο 2025, οι εισαγωγές Α&Υ αυξήθηκαν κατά 3,55%, με αποτέλεσμα τη μεγάλη αρνητική επίπτωση των καθαρών εξαγωγών στην αύξηση του ΑΕΠ κατά -5,11 π.μ.

Η ανωτέρω εξέλιξη συνοδεύτηκε από εξαιρετικά υψηλούς ρυθμούς αύξησης των μισθολογικών αμοιβών: 14,0%, 15,0% και 11,6% στο 2ο, 3ο και 4ο τρίμηνο του 2023 αντίστοιχα, 15,9%, 15,5%, 12,9% και 12,8% στα τέσσερα τρίμηνα του 2024 και 12,4% και 13,2% (yoy) στο 1ο και 2ο τρίμηνο

του 2025. Παράλληλα, ο πληθωρισμός με βάση τον ΕΔΤΚ διαμορφώθηκε στο 3,7% τον Νοέμβριο 2025, ενώ ο μέσος πληθωρισμός εκτιμάται στο 3,55% το 2025, από 2,6% το 2024, 8,6% το 2023 και 13,02% το 2022. Στο ίδιο πλαίσιο, καταγράφηκε και σημαντική επιδείνωση του ελλείμματος της Γενικής Κυβέρνησης, όπως έχει ήδη αναφερθεί.

Παράλληλα, η κυβέρνηση βρισκόταν σε σταθερή πολιτική αντιπαράθεση με τη Ρωσία και υποστήριζε ενεργά τη στρατιωτική βοήθεια προς την Ουκρανία. Στο πολιτικό σύστημα, ωστόσο, διατηρείται ισχυρή η παρουσία του κόμματος Revival, το οποίο χαρακτηρίζεται ως φιλορωσικό, αντι-ΕΕ και αντι-NATO και έλαβε 12,92% των ψήφων στις εκλογές του Οκτωβρίου 2024.

### **Ο προϋπολογισμός 2026 και η κυβερνητική κρίση**

Κεντρική αφορμή για τις κινητοποιήσεις αποτέλεσε ο προτεινόμενος Προϋπολογισμός 2026 (Π2026), ο οποίος θα ήταν ο πρώτος προϋπολογισμός της Βουλγαρίας σε ευρώ. Ο Π2026 περιλάμβανε, μεταξύ άλλων, αύξηση των ασφαλιστικών εισφορών κατά 2,0 π.μ., αύξηση των ορίων ηλικίας συνταξιοδότησης, διπλασιασμό του φόρου στα μερίσματα από 5,0% σε 10%, καθώς και σημαντικές αυξήσεις στις κοινωνικές δαπάνες, συμπεριλαμβανομένης της αύξησης του κατώτατου μισθού στα € 620,2 από € 550,7, της αύξησης του κόστους μισθολογικών αμοιβών κατά 10% και των συντάξεων κατά 8,5%.

Με βάση τις εκτιμήσεις της ΕΕ (Νοέμβριος 2025), το έλλειμμα της Γενικής Κυβέρνησης προβλεπόταν στο -2,7% του ΑΕΠ το 2026, αλλά στο -4,3% του ΑΕΠ το 2027. Η αρχική και εντονότερη κριτική στον Π2026 προήλθε παραδόξως από κόμματα της δεξιάς, τα οποία τον χαρακτήρισαν υπερβολικά αντιοικονομικό. Οι εργοδοτικές οργανώσεις αντιτάχθηκαν επίσης στον προϋπολογισμό και απείχαν από το τριμερές συμβούλιο, ενώ η φιλοευρωπαϊκή συμμαχία PP-DB («Συνεχίζουμε την Αλλαγή – Δημοκρατική Βουλγαρία»), που έλαβε 13,75% των ψήφων, οργάνωσε εκτεταμένη εκστρατεία εναντίον του. Οι μαζικές κινητοποιήσεις που ακολούθησαν οδήγησαν αρχικά στην απόσυρση του Π2026 και στη συνέχεια στην παραίτηση της κυβέρνησης.

Η επαναλαμβανόμενη ακυβερνησία έχει πλέον καταστεί δομικό χαρακτηριστικό του πολιτικού συστήματος της Βουλγαρίας, καθώς τα τελευταία πέντε έτη έχουν διεξαχθεί έξι έκτακτες βουλευτικές εκλογές. Το ενδεχόμενο νέων εκλογών είναι ιδιαίτερα πιθανό, χωρίς να διαφαίνεται ότι θα προκύψει σταθερή κυβέρνηση, γεγονός που συνιστά σοβαρό πρόβλημα για μια χώρα που εισέρχεται στη Ζώνη του Ευρώ και καλείται να διαχειριστεί κρίσιμα θεσμικά και μακροοικονομικά ζητήματα.

### **Μακροοικονομικές προοπτικές 2026-2027**

Στο ανωτέρω πολιτικό και οικονομικό περιβάλλον, το ΙΝΣΕΤΕ (Πίνακας 4.18) εκτιμά την αύξηση του ΑΕΠ της Βουλγαρίας στο 2,8% το 2026 και στο 2,6% το 2027 (ΕΕ – Νοέμβριος 2025: 2,7% και 2,1% αντίστοιχα). Η αύξηση αυτή προσδιορίζεται από την αύξηση της ΕΤΔ κατά 3,15% και 2,9% αντίστοιχα, με επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 3,18 π.μ. και 2,94 π.μ., αύξηση των επενδύσεων ΠΚ κατά 4,2% και 3,5%, της κατανάλωσης της ΓΚ κατά 3,5% και 2,9%, της ιδιωτικής κατανάλωσης κατά 3,0% και 2,8% και με μείωση των ΕοΑ+ΣΔ κατά -95 εκατ. € το 2026 και -100 εκατ. € το 2027.

Η επίπτωση των καθαρών εξαγωγών στην αύξηση του ΑΕΠ εκτιμάται αρνητική, στις -0,37 π.μ. το 2026 και -0,33 π.μ. το 2027, με αύξηση των εξαγωγών Α&Υ κατά 2,9% και των εισαγωγών Α&Υ κατά 3,5% και 3,4% αντίστοιχα. Το import content ratio ( $\chi$ ) της αύξησης του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ εκτιμάται στο 42,0% το 2026 και στο 43,2% το 2027.

Στην περίοδο 2026-2030, η κυβέρνηση της Βουλγαρίας θα πρέπει να επιδιώξει την επαναφορά της δημοσιονομικής πολιτικής σε τροχιά αντίστοιχη της περιόδου πριν την κρίση του Covid-19 και την αποκατάσταση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της οικονομίας σε επίπεδα συμβατά με τη συμμετοχή της χώρας στη Ζώνη του Ευρώ. Κρίσιμη προϋπόθεση αποτελεί η μετάβαση σε ένα υπόδειγμα ανάπτυξης στο οποίο οι καθαρές εξαγωγές θα έχουν εκ νέου θετική συμβολή στην αύξηση του ΑΕΠ, σε αντίθεση με την εμπειρία της περιόδου 2017-2025.

#### 4.7 Η οικονομία της Τουρκίας

Υπό την επίδραση των σημαντικών εξελίξεων στη συναλλαγματική και νομισματική πολιτική της Τουρκίας τα τελευταία έτη (βλ. Υποδιαίρεση 2.4.7.), οι εξελίξεις στην οικονομία της χώρας στην περίοδο 2010-2024 και 2014-2024 παρουσιάζονται στον Πίνακα 4.20. Στην περίοδο 2010-2024, η αύξηση του ΑΕΠ της Τουρκίας ήταν εντυπωσιακή, με ΜΕΡΜ 5,73%, ενώ στην περίοδο 2014-2024 η ανάπτυξη επιβραδύνθηκε ελαφρά, με ΜΕΡΜ 4,85%, που ωστόσο εξακολουθεί να είναι ιδιαίτερα υψηλός.<sup>27</sup>

Στην περίοδο 2010-2024, η σημαντική αύξηση του ΑΕΠ οφείλεται κυρίως στη μεγάλη αύξηση της ΕΤΔ, με ΜΕΡΜ 5,46%, η οποία συνέβαλε στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 5,61 π.μ. ετησίως, καθώς και στην ελάχιστη θετική επίπτωση των καθαρών εξαγωγών (0,12 π.μ. ετησίως). Η αύξηση της ΕΤΔ προέκυψε από την αύξηση: της ιδιωτικής κατανάλωσης (ΙΚ) με ΜΕΡΜ 6,75%, της κατανάλωσης της ΓΚ με ΜΕΡΜ 4,0%, των επενδύσεων ΠΚ με ΜΕΡΜ 6,46%, ενώ καταγράφηκε και πολύ μεγάλη μείωση των ΕΣΑ+ΣΔ κατά -68,4 δις €, με αρνητική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά -1,3 π.μ. ετησίως. Η θετική επίπτωση των καθαρών εξαγωγών αντανάκλα, μεταξύ άλλων, τη μετατροπή του ελλείμματος του ΕΙΑ&Υ από -9,7 δις € (-2,7% του ΑΕΠ) το 2009 σε πλεόνασμα 8,7 δις € (1,1% του ΑΕΠ) το 2024, με αύξηση των εξαγωγών Α&Υ με ΜΕΡΜ 5,52% και των εισαγωγών Α&Υ με ΜΕΡΜ 4,68%.

Ειδικότερα, η περίοδος 2017/2009 αποτέλεσε οκταετία ισχυρής επενδυτικής δυναμικής, με τις επενδύσεις ΠΚ να αυξάνονται με ΜΕΡΜ 10,29%, γεγονός που διαμόρφωνε τότε σημαντικές αναπτυξιακές προοπτικές για την οικονομία της Τουρκίας. Η ανάπτυξη στη συγκεκριμένη περίοδο στηρίχθηκε στη μεγάλη αύξηση της ΕΤΔ (ΜΕΡΜ 6,87% και ΙΚ 6,25%), ενώ οι καθαρές εξαγωγές είχαν μικρή αρνητική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά -0,29 π.μ. ετησίως.

Αντίθετα, η περίοδος 2018-2024 χαρακτηρίζεται από την προσπάθεια εφαρμογής από την Τουρκία μίας αντιοικονομικής νομισματικής πολιτικής, όπως αναλύεται εκτενώς στην Υποδιαίρεση 2.4.7., η οποία είχε ως αποτέλεσμα τον καταποντισμό της ισοτιμίας της τουρκικής λίρας (TRY) (Διάγραμμα 2.26.). Η πολύ μεγάλη υποτίμηση της ονομαστικής ισοτιμίας της TRY συνέβαλε αρχικά στην υποτίμηση και στη διατήρηση σε υποτιμημένα επίπεδα και της REERULC (Διάγραμμα 2.27.) της Τουρκίας. Όταν, όμως, ο πληθωρισμός άρχισε να λαμβάνει ανεξέλεγκτες

---

<sup>27</sup> Σημειώνεται ότι η Εθνική Στατιστική Υπηρεσία της Τουρκίας (TURKSTAT) αναθεώρησε τα στοιχεία για το ΑΕΠ τον Δεκέμβριο του 2016 και εκτίμησε ότι Τουρκικό ΑΕΠ ήταν κατά 20% υψηλότερο από ότι με τις προηγούμενες εκτιμήσεις της. Σε μια ανάλογη κίνηση, η Ιρλανδική Στατιστική Υπηρεσία εκτίμησε ότι το ΑΕΠ της χώρας αυτής αυξήθηκε κατά 26,3%!!!!!! το 2015, μετά την αύξησή του κατά 8,5% το 2014. Επίσης, στην Υποσημείωση 9 σημειώνεται η διπλή αυξητική αναθεώρηση του ΑΕΠ της Ιταλίας, ενώ σημαντικά αυξητικά αναθεώρησε το ΑΕΠ της τα τελευταία χρόνια και το Ηνωμένο Βασίλειο και άλλες χώρες. Κατά τα άλλα, αυτό που εξέπληξε τη Eurostat και τη διεθνή οικονομική κοινότητα στις αρχές της 10ετίας του 2010 ήταν τα Greek Statistics.

διαστάσεις, η REERULC άρχισε να ανατιμάται, παρά τη συνεχιζόμενη μεγάλη υποτίμηση της ονομαστικής ισοτιμίας της TRY.

Στην περίοδο 2018-2024, η αύξηση του ΑΕΠ παρέμεινε σημαντική, με ΜΕΡΜ 4,55%. Η εξέλιξη αυτή προέκυψε από την αύξηση της ΕΤΔ με ΜΕΡΜ 3,88%, η οποία συνέβαλε στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 4,02 π.μ. ετησίως, παρά τη μεγάλη μείωση των ΕσΑ+ΣΔ κατά -68,4 δις €, που είχε αρνητική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά -1,74 π.μ. ετησίως. Παράλληλα, στην ίδια περίοδο καταγράφηκε και σημαντική θετική επίπτωση από τις καθαρές εξαγωγές, κατά 0,53 π.μ. ετησίως.

Ωστόσο, ως προς τις καθαρές εξαγωγές, η περίοδος 2018-2025 διακρίνεται σε δύο υποπεριόδους με ουσιωδώς διαφορετικά χαρακτηριστικά:

- Στην υποπερίοδο 2018-2022, η αύξηση του ΑΕΠ ήταν με ΜΕΡΜ 4,70% και οι καθαρές εξαγωγές είχαν σημαντική θετική επίπτωση κατά 1,46 π.μ. ετησίως, εξέλιξη που συνδέεται με τη σημαντική υποτίμηση της REERULC έως το τέλος του 2022.
- Στην υποπερίοδο 2023-2025, κατά την οποία καταγράφηκε σημαντική ανατίμηση της REERULC (Διάγραμμα 2.27.), οι καθαρές εξαγωγές είχαν μεγάλη αρνητική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ (ΜΕΡΜ 4,16%) κατά -1,22 π.μ. ετησίως.

Είναι προφανές ότι η μεγάλη υποτίμηση της τουρκικής λίρας (TRY) έως το 2022 λειτούργησε, σε σημαντικό βαθμό, σταθεροποιητικά για την τουρκική οικονομία, καθώς βελτίωσε τη διεθνή ανταγωνιστικότητά της και συνέβαλε στη μετατροπή του ΕΙΑ&Υ σε πλεόνασμα (π.χ. 2019: 30,4 δις €), από σημαντικό έλλειμμα (π.χ. 2017: -20,17 δις €). Παράλληλα, συνέβαλε στη συγκράτηση της εκρηκτικής αύξησης της ΕΤΔ της προηγούμενης περιόδου (ΜΕΡΜ 6,87% στην περίοδο 2017/2009) σε χαμηλότερο ΜΕΡΜ 3,88% στην περίοδο 2018-2024. Σημειώνεται, ωστόσο, ότι ο περιορισμός αυτός αντανακλά, σε σημαντικό βαθμό, την πτώση της ΕΤΔ κατά -1,6% το 2018 και κατά -2,0% το 2019.

Μετά το 2020, η αύξηση της ΕΤΔ ήταν εκ νέου ιδιαίτερα υψηλή. Ειδικότερα, από το 2020 και μετά, ο περαιτέρω καταποντισμός της ονομαστικής ισοτιμίας της TRY δεν ήταν, προφανώς, αποτέλεσμα συνειδητής συναλλαγματικής πολιτικής, αλλά αποτέλεσμα της υπερθέρμανσης της εγχώριας ζήτησης, όπως αποτυπώνεται στην αύξηση της ΕΤΔ (2020: +10,1%, 2021: +5,1%, 2022: +4,6%, 2023: +9,8%) και ιδίως στην εκρηκτική αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης (ΙΚ) (2020: +3,6%, 2021: +15,6%, 2022: +16,2%, 2023: +10,5%). Υπό τα δεδομένα αυτά, η πολύ μεγάλη αύξηση του ΑΕΠ κατά 11,81% το 2021, κατά 5,44% το 2022 και κατά 5,05% το 2023 ήταν, προφανώς, μη βιώσιμη.

Πίνακας 4.20. ΑΕΠ Τουρκίας (Δισεκατομμύρια €, σταθερές τιμές 2020)												
	2009	2013	2024	%Δ 2024/2009	MERM 2010-2024	%Δ 2024/2013	MERM 2014-2024	%Δ 2023	%Δ 2024	%Δ 2025*	%Δ 2026*	%Δ 2027*
Συνολική Κατανάλωση	258,2	338,7	636,8	146,6%	6,20%	88,03%	5,91%	8,95%	3,43%	3,4%	2,9%	3,1%
Ιδιωτική Κατανάλωση	199,3	268,9	530,8	166,3%	6,75%	97,41%	6,38%	10,48%	4,32%	3,9%	3,1%	3,3%
Δημόσια Κατανάλωση	58,9	69,8	106,0	80,1%	4,00%	51,88%	3,87%	2,25%	-0,80%	0,7%	1,6%	1,9%
Επενδύσεις ΠΚ	86,0	151,0	220,1	155,78%	6,46%	45,73%	3,48%	7,34%	2,67%	7,2%	3,1%	4,1%
ΕσΑ+ΣΔ	19,7	23,2	-48,7	-347,6%	-206,23%	-310,08%	-206,98%	-13%	31,75%	-9,3%	-8,8%	-10,2%
Εγχώρια Τελική Δαπάνη (ΕΤΔ)	363,9	512,9	808,2	122,1%	5,46%	57,57%	4,22%	9,78%	1,91%	5,2%	3,5%	4,0%
Εξαγωγές Αγαθών & Υπηρεσιών (X)	110,8	154,8	248,0	123,8%	5,52%	60,18%	4,38%	-2,28%	0,07%	0,8%	2,3%	2,6%
Εισαγωγές Αγαθών & υπηρεσιών (M)	120,5	182,5	239,3	98,6%	4,68%	31,11%	2,49%	12,05%	-4,40%	4,7%	3,1%	3,5%
Ισοζύγιο Αγαθών & Υπηρεσιών	-9,7	-27,7	8,7	-189,7%	-199,28%	-131,36%	-189,99%	-108,3%	-448%	-107,9%	294,5%	88,5%
<b>ΑΕΠ, σταθερές τιμές 2015</b>	<b>354,2</b>	<b>485,2</b>	<b>816,9</b>	<b>130,60%</b>	<b>5,73%</b>	<b>68,36%</b>	<b>4,85%</b>	<b>5,05%</b>	<b>3,33%</b>	<b>4,00%</b>	<b>3,30%</b>	<b>3,70%</b>
Επίπτωση της Εγχώριας Τελικής Ζήτησης				125,41	5,61	60,86	4,46	9,39	1,91	5,15	3,53	3,98
Επίπτωση των Καθαρών εξαγωγών				5,19	0,12	7,50	0,39	-4,34	1,41	-1,15	-0,24	-0,27
ΕΤΔ+X, %Δ	474,7	667,7	1.056,2	122,48%	5,48%	58,18%	4,26%	6,65%	1,47%	4,16%	3,25%	3,66%
Δ(ΕΤΔ+X)		193,0		581,44		388,46		64,89	15,30	43,91	35,78	41,55
ΔM		62,0		118,82		56,78		26,92	-11,00	11,25	7,77	9,04
<b>{ΔM/Δ(ΕΤΔ+X)}=χ</b>		<b>32,1%</b>		<b>20,4%</b>		<b>14,6%</b>		<b>41,5%</b>	<b>-71,9%</b>	<b>25,6%</b>	<b>21,7%</b>	<b>21,8%</b>

Πηγή: Eurostat, \*INSETE Forecasts

Την ανωτέρω ιδιαίτερα έντονη μακροοικονομική ανισορροπία επιχείρησε να εξισορροπήσει, μετά τις εκλογές του Μαΐου 2023, η νέα διοίκηση της Κεντρικής Τράπεζας της Τουρκίας (ΚΤΤΤ), μέσω της εφαρμογής μιας αυστηρά περιοριστικής νομισματικής πολιτικής και της μεγάλης αύξησης των επιτοκίων παρέμβασης, όπως αναλύεται στην Υποδιαίρεση 2.4.7. Η πολιτική αυτή των υψηλών επιτοκίων – τα οποία, πάντως, μειώθηκαν στο 38% τον Δεκέμβριο 2025 – έχει πράγματι θέσει τον πληθωρισμό σε πτωτική πορεία και συνέβαλε τόσο στη μείωση των εισαγωγών Α&Υ το 2024 όσο και στην επαναφορά του ελλείμματος του ΕΙΑ&Υ (-2,5 δις € το 2023) σε πλεόνασμα, ύψους 8,7 δις € το 2024 και 9,8 δις € στο 9μηνο 2025. Εφόσον η πολιτική αυτή συνεχιστεί απρόσκοπτα, δύναται να συμβάλει σε περαιτέρω αποκλιμάκωση του πληθωρισμού (κάτω του 30% το 2026, από 34,9% το 2025), σε σχετική σταθεροποίηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας της TRY, σε διεύρυνση του πλεονάσματος του ΕΙΑ&Υ και, τελικά, σε πιο ομαλή και βιώσιμη ανάπτυξη της τουρκικής οικονομίας.

Όσον αφορά την αύξηση του ΑΕΠ το 2022 και το 2023 (Πίνακες 4.20 και 4.21), σημειώνονται τα εξής. Πρώτον, καταγράφηκε εξαιρετικά υψηλή αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης (ΙΚ), κατά 16,2% το 2022 και κατά 10,5% το 2023. Παράλληλα, οι ΕσΑ+ΣΔ μειώθηκαν δραστικά κατά -45,2 δις € το 2022, ενώ το 2023 αυξήθηκαν κατά 5,4 δις €. Οι επενδύσεις ΠΚ αυξήθηκαν κατά 4,4% το 2022 και κατά 7,3% το 2023. Στον εξωτερικό τομέα, το 2022 καταγράφηκε θετική επίπτωση των καθαρών εξαγωγών στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 0,99 π.μ. (Εξαγωγές Α&Υ: +10,5%, Εισαγωγές Α&Υ: +8,3%). Αντίθετα, το 2023 οι καθαρές εξαγωγές είχαν εξαιρετικά αρνητική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ, κατά -4,34 π.μ. (Εξαγωγές Α&Υ: -2,3%, Εισαγωγές Α&Υ: +12,1%), εξέλιξη στην οποία συνέβαλαν σε σημαντικό βαθμό και οι καταστροφικές επιπτώσεις των μεγάλων σεισμών του Φεβρουαρίου 2023, τόσο στη μείωση των εξαγωγών όσο και στην αύξηση των εισαγωγών.

Το 2024 (Πίνακας 4.20), το ΑΕΠ της Τουρκίας αυξήθηκε κατά 3,33%, σε καθεστώς πολύ υψηλών επιτοκίων. Η αύξηση αυτή προσδιορίστηκε:

- (i) από τη σχετικά μικρή αύξηση της ΕΤΔ κατά 1,91%, η οποία προήλθε κυρίως από την αύξηση της ΙΚ κατά 4,32% και των επενδύσεων ΠΚ κατά 2,67%, ενώ η κατανάλωση της ΓΚ μειώθηκε κατά -0,8% και οι ΕσΑ+ΣΔ μειώθηκαν εκ νέου κατά -11,7 δις €, με αρνητική επίπτωση στη μεταβολή του ΑΕΠ κατά -1,49 π.μ. Συνολικά, η επίπτωση της ΕΤΔ στην αύξηση του ΑΕΠ το 2024 ανήλθε σε 1,91 π.μ.
- (ii) από τη νέα θετική επίπτωση των καθαρών εξαγωγών στην αύξηση του ΑΕΠ, κατά 1,41 π.μ., με το ΕΙΑ&Υ να διαμορφώνεται σε πλεόνασμα 8,7 δις € το 2024, έναντι ελλείμματος -2,5

δισ € το 2023 (Εξαγωγές Α&Υ: +0,1%, Εισαγωγές Α&Υ: -4,4%). Υπό τα δεδομένα αυτά, το import content ratio (χ) της αύξησης του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ (κατά 1,47%) διαμορφώθηκε στο ιδιαίτερα χαμηλό επίπεδο του -71,9%, δεδομένου ότι, παρά την αύξηση του ΕΤΔ+Χ, οι εισαγωγές Α&Υ μειώθηκαν σημαντικά.

Στο 9μηνο 2025 (Πίνακας 4.21), το ΑΕΠ της Τουρκίας αυξήθηκε περαιτέρω κατά 3,92% (9μηνο 2024: 3,2%), με έντονη επιτάχυνση της ΕΤΔ, η οποία αυξήθηκε κατά 5,46% (9μηνο 2024: 0,95%). Η εξέλιξη αυτή προέκυψε από την αύξηση της ΙΚ κατά 3,79% (9μηνο 2024: 4,17%), της κατανάλωσης της ΓΚ κατά 0,77% (9μηνο 2024: -0,35%), των επενδύσεων ΠΚ κατά 7,66% (9μηνο 2024: 1,73%) και από νέα αύξηση των Εσα+ΣΔ κατά 4,22 δισ €. Η συνολική επίπτωση της ΕΤΔ στην αύξηση του ΑΕΠ στο 9μηνο 2025 ανήλθε σε 5,29 π.μ. Αντίθετα, οι καθαρές εξαγωγές είχαν και πάλι αρνητική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ, κατά -1,38 π.μ., λόγω της σχεδόν στάσιμης αύξησης των εξαγωγών Α&Υ (+0,42%, έναντι +0,98% στο 9μηνο 2024) και της σημαντικής αύξησης των εισαγωγών Α&Υ κατά 5,42% (9μηνο 2024: -6,86%). Το import content ratio (χ) της αύξησης του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ κατά 4,24% διαμορφώθηκε στο 27,8% (9μηνο 2024: -169,0%), με την αύξηση των εισαγωγών Α&Υ να είναι ελαφρώς υψηλότερη από την αύξηση του ΕΤΔ+Χ.

Πίνακας 4.21. Τουρκία: Εξέλιξη του ΑΕΠ το 2022-2024 και στο 9μηνο 2025 και εκτιμήσεις για το 4ο 3μηνο 2025 και για το 2025																
	9μηνο	4ο 3μηνο	2023		9μηνο 2024		4ο 3μηνο 2024		2024		9μηνο 2025		4ο 3μηνο 2025*		2025*	
	Δισ. €	Δισ. €	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ
<b>Συνολική Κατανάλωση</b>	444,3	171,4	615,7	459,3	3,40%	177,5	3,5%	636,8	<b>3,43%</b>	474,4	3,29%	184,0	3,7%	658,4	<b>3,40%</b>	
<b>Ιδιωπκή Κατανάλωση</b>	367,9	140,9	508,8	383,3	4,17%	147,5	4,7%	530,8	<b>4,32%</b>	397,8	3,79%	153,9	4,3%	551,7	<b>3,93%</b>	
<b>Δημόσια κατανάλωση</b>	76,3	30,5	106,9	76,1	-0,35%	29,9	-1,9%	106,0	<b>-0,80%</b>	76,6	0,77%	30,1	0,6%	106,8	<b>0,73%</b>	
<b>Επενδύσεις ΠΚ</b>	155,7	58,6	214,4	158,4	1,73%	61,7	5,2%	220,1	<b>2,67%</b>	170,6	7,66%	65,4	6,1%	236,0	<b>7,22%</b>	
<b>Εσα+ΣΔ</b>	-29,2	-7,8	-37,0	-41,5	42,3%	-7,2	-8%	-48,7	<b>32%</b>	-37,3	-10%	-6,9	-4%	-44,2	<b>-9%</b>	
<b>Εγχώρια Τελική Δαπάνη (ΕΤΔ)</b>	570,8	222,2	793,0	576,2	0,95%	231,9	4,4%	808,2	<b>1,91%</b>	607,7	5,46%	242,5	4,6%	850,2	<b>5,20%</b>	
<b>Εξαγωγές Αγαθών &amp; Υπηρεσιών</b>	181,5	66,3	247,8	183,3	0,98%	64,7	-2,4%	248,0	<b>0,07%</b>	184,1	0,42%	65,8	1,7%	249,9	<b>0,76%</b>	
<b>Εισαγωγές Αγαθών &amp; υπηρεσιών</b>	177,5	72,8	250,3	165,4	-6,86%	73,9	1,6%	239,30	<b>-4,40%</b>	174,3	5,42%	76,2	3,1%	250,55	<b>4,70%</b>	
<b>Ισοζύγιο Αγαθών &amp; Υπηρεσιών</b>	4,0	-6,5	-2,5	18,0	349,5%	-9,3	42,8%	8,7	<b>-448%</b>	9,8	-45,5%	-10,5	13%	-0,7	<b>-107,9%</b>	
<b>ΑΕΠ, σταθερές τιμές αγοράς</b>	<b>574,8</b>	<b>215,7</b>	<b>790,6</b>	<b>594,2</b>	<b>3,38%</b>	<b>222,6</b>	<b>3,20%</b>	<b>816,9</b>	<b>3,33%</b>	<b>617,5</b>	<b>3,92%</b>	<b>232,0</b>	<b>4,22%</b>	<b>849,5</b>	<b>4,00%</b>	
<b>Συμβολή στη Μεταβολή του ΑΕΠ</b>																
Ιδιωπκή κατανάλωση				2,67		3,08		2,78		2,44		2,85		2,55		
Δημόσια Κατανάλωση				-0,05		-0,27		-0,11		0,10		0,08		0,09		
Επενδύσεις				0,47		1,40		0,72		2,04		1,69		1,95		
Εσα+ΣΔ				-2,15		0,28		-1,49		0,71		0,13		0,55		
Εγχώρια Τελική Δαπάνη (ΕΤΔ)				0,95		4,49		1,91		5,29		4,75		5,15		
Εξαγωγές Αγαθών & Υπηρεσιών				0,31		-0,74		0,02		0,13		0,49		0,23		
Εισαγωγές Αγαθών & υπηρεσιών				-2,12		0,55		-1,39		1,51		1,03		1,38		
Καθαρές Εξαγωγές				2,43		-1,29		1,41		-1,38		-0,54		-1,15		
<b>ΑΕΠ, σταθερές τιμές αγοράς</b>				<b>3,38</b>		<b>3,20</b>		<b>3,33</b>		<b>3,92</b>		<b>4,22</b>		<b>4,00</b>		

Πηγή: Eurostat, \* Εκτιμήσεις ΙΝΣΕΤΕ

Μετά τα ανωτέρω, η αύξηση του ΑΕΠ της Τουρκίας στο 4ο τρίμηνο 2025 και στο σύνολο του 2025 εκτιμάται πλέον από το ΙΝΣΕΤΕ στο 4,2% και στο 4,0% αντίστοιχα (ΕΕ – Νοέμβριος 2025: 3,4%). Η αύξηση αυτή προσδιορίζεται ως εξής:

(i) Από την αύξηση της Εγχώριας Τελικής Ζήτησης (ΕΤΔ):

(i1) κατά 4,6% στο 4ο τρίμηνο 2025 (ΙΚ: 4,3%, Κατανάλωση ΓΚ: 0,6%, επενδύσεις ΠΚ: 6,1% και Εσα+ΣΔ: +297 εκατ. €), με συνολική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 4,75 π.μ., και

(i2) κατά 5,2% στο σύνολο του 2025 (ΙΚ: 3,93%, Κατανάλωση ΓΚ: 0,73%, επενδύσεις ΠΚ: 7,22% και Εσα+ΣΔ: +4,52 δισ €), με επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 5,15 π.μ..

- (ii) Από την αρνητική επίπτωση των καθαρών εξαγωγών στην αύξηση του ΑΕΠ, κατά -0,54 π.μ. στο 4ο τρίμηνο 2025 (Εξαγωγές Α&Υ: 1,7%, Εισαγωγές Α&Υ: 3,1%) και κατά -1,15 π.μ. στο σύνολο του 2025 (Εξαγωγές Α&Υ: 0,76%, Εισαγωγές Α&Υ: 4,70%).

Το import content ratio ( $\chi$ ) της αύξησης του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ (κατά 3,94% στο 4ο τρίμηνο 2025 και κατά 4,16% στο σύνολο του 2025), εκτιμάται στο 19,6% και στο 25,6% αντίστοιχα (2024: -71,9%, 2023: 41,5%, 2022: 30,9%). Το  $\chi$ -ratio εκτιμάται εξαιρετικά χαμηλό, δεδομένου ότι η αύξηση του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ υπερέβη την αντίστοιχη αύξηση των εισαγωγών Α&Υ (3,1% και 3,5% αντίστοιχα).

Όσον αφορά το 2026 και το 2027, η αύξηση του ΑΕΠ της Τουρκίας εκτιμάται στο 3,3% και στο 3,7% αντίστοιχα (ΕΕ – Νοέμβριος 2025: 3,4% και 4,0%). Οι εκτιμήσεις του ΙΝΣΕΤΕ βασίζονται στην προβλεπόμενη αύξηση της ΕΤΔ κατά 3,5% και 4,0% αντίστοιχα, με επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 3,53 π.μ. και 3,98 π.μ.. Η εξέλιξη αυτή προκύπτει από αύξηση των επενδύσεων ΠΚ κατά 3,1% και 4,1%, της κατανάλωσης της ΓΚ κατά 1,6% και 1,9%, της ιδιωτικής κατανάλωσης (ΙΚ) κατά 3,1% και 3,3% αντίστοιχα, καθώς και από αύξηση των ΕσΑ+ΣΔ κατά 3,9 δις € και 4,1 δις €.

Η επίπτωση των καθαρών εξαγωγών στην αύξηση του ΑΕΠ εκτιμάται αρνητική και στις δύο χρονιές, κατά -0,24 π.μ. το 2026 και -0,27 π.μ. το 2027, με αύξηση των εξαγωγών Α&Υ κατά 2,3% και 2,6% και των εισαγωγών Α&Υ κατά 3,1% και 3,5% αντίστοιχα. Το import content ratio ( $\chi$ ) της αύξησης του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ (κατά 3,25% το 2026 και 3,66% το 2027) εκτιμάται στο 21,7% και στο 21,8% αντίστοιχα, καθώς η αύξηση του ΕΤΔ+Χ εξακολουθεί να υπερβαίνει την αύξηση των εισαγωγών Α&Υ.

Στην περίοδο 2026–2030, η Κυβέρνηση της Τουρκίας, σε συνεργασία με την Κεντρική Τράπεζα της χώρας (TCMB), θα πρέπει να επιδιώξουν την επαναφορά του πληθωρισμού με βάση τον ΔΤΚ σε επίπεδα κάτω του 5,0%. Υπενθυμίζεται ότι τον Αύγουστο 2025 η TCMB εκτιμούσε τον πληθωρισμό του Δεκεμβρίου 2025 στο εύρος 26%–29% (έναντι στόχου 24%), ενώ τελικά ο πληθωρισμός με βάση τον ΕΔΤΚ διαμορφώθηκε στο 31,11% τον Νοέμβριο 2025. Αντίστοιχα, η εκτίμηση της TCMB για τον πληθωρισμό του Δεκεμβρίου 2026 ήταν στο εύρος 13%–19% (με στόχο 16%), ενώ ο στόχος για τον Δεκέμβριο 2027 είναι πληθωρισμός 9,0%.

Η περαιτέρω αποκλιμάκωση του πληθωρισμού θα δημιουργήσει τις προϋποθέσεις για σταδιακή μείωση του βασικού επιτοκίου παρέμβασης της TCMB από το 38% (Δεκέμβριος 2025), καθώς και για σχετική σταθεροποίηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας της TRY/EUR, ιδίως το 2026, έτος κατά το οποίο το ευρώ εκτιμάται ότι θα παραμείνει σχετικά σταθερό έναντι του δολαρίου. Σε κάθε περίπτωση, προϋπόθεση αποτελεί η εξυγίανση του δυναμικού ιδιωτικού επιχειρηματικού τομέα και η ενίσχυση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της οικονομίας, με βάση το REERULC, το οποίο έχει ανατιμηθεί σημαντικά μετά το 2022 (Διάγραμμα 2.27.). Η σταθεροποίηση της ισοτιμίας της TRY έναντι του EUR ή του USD προϋποθέτει, επίσης, ουσιαστική μείωση των μισθολογικών αυξήσεων και του πληθωρισμού, εξέλιξη που δεν επιτεύχθηκε στην περίοδο 2023–2025.

Στο δημοσιονομικό πεδίο, η αύξηση των εγχώριων επιτοκίων συνέβαλε στη διεύρυνση του ελλείμματος της Γενικής Κυβέρνησης στο -4,8% του ΑΕΠ το 2023. Στη συνέχεια, το έλλειμμα αυτό περιορίστηκε στο -3,2% του ΑΕΠ το 2024 και στο -3,1% το 2025, κυρίως λόγω της σημαντικής αύξησης των δημοσίων εσόδων που συνδέεται με τον πολύ υψηλό πληθωρισμό. Η ΕΕ εκτιμά περαιτέρω μείωσή του στο -2,8% του ΑΕΠ το 2027. Παράλληλα, ο πολύ υψηλός πληθωρισμός έχει οδηγήσει σε σημαντική απαξίωση του χρέους της Γενικής Κυβέρνησης, το

οποίο διαμορφώθηκε στο 28,2% του ΑΕΠ το 2023 και στο 23,6% το 2024, από 40,4% το 2021, και εκτιμάται στο 24,2% το 2025 και στο 23,9% το 2029.

Δεδομένου ότι η Τουρκία αποτελεί σημαντικό εμπορικό εταίρο και ανταγωνιστική χώρα της Ελλάδας τόσο στο εμπόριο αγαθών όσο και στον τουρισμό, η μεγάλη υποτίμηση της TRY έναντι του ευρώ επηρεάζει ανατιμητικά τη σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ για την Ελλάδα. Ωστόσο, όπως προκύπτει από το Διάγραμμα 2.27., η σημαντική αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (ULC) στην Τουρκία υπερ-αντισταθμίζει, μετά το 2023, την υποτίμηση της ονομαστικής ισοτιμίας της TRY. Ως αποτέλεσμα, η REERULC της Ελλάδας υφίσταται μάλλον υποτιμητική – και όχι ανατιμητική – επίπτωση από τις πρόσφατες εξελίξεις στην Τουρκία. Η Ελλάδα, ακόμη και με το σημαντικά ανατιμημένο ευρώ, εμφανίζεται να κερδίζει σε διεθνή ανταγωνιστικότητα έναντι της Τουρκίας της ταχέως διολισθαίνουσας TRY, επιβεβαιώνοντας ότι για την ανταγωνιστικότητα καθοριστική σημασία έχει η πραγματική και όχι η ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία.

#### 4.8 Η οικονομία της Σερβίας

Όπως προκύπτει από τον Πίνακα 4.22., το ΑΕΠ της Σερβίας ανήλθε μόλις στα € 58,6 δισ. το 2024 (σε σταθερές τιμές 2020) και ήταν αυξημένο κατά 38,4% έναντι του 2009 (ΜΕΡΜ: 2,19%) και κατά 36,12% έναντι του 2013 (ΜΕΡΜ: 2,84%).

Η αύξηση του ΑΕΠ στην περίοδο 2014–2024, με ΜΕΡΜ 2,84%, προσδιορίζεται σχεδόν αποκλειστικά από την εγχώρια ζήτηση. Ειδικότερα, η Εγχώρια Τελική Ζήτηση (ΕΤΔ) αυξήθηκε με ΜΕΡΜ 3,0% και συνέβαλε στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 3,16 π.μ. ετησίως, ενώ, αντίθετα, οι καθαρές εξαγωγές είχαν αρνητική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά -0,32 π.μ. ετησίως.

Στον εξωτερικό τομέα καταγράφηκε επιδείνωση του Εξωτερικού Ισοζυγίου Αγαθών και Υπηρεσιών (ΕΙΑ&Υ), με το έλλειμμα να αυξάνεται στα -4,2 δισ. € το 2024 (ή -7,2% του ΑΕΠ), από -2,3 δισ. € (ή -5,4% του ΑΕΠ) το 2013. Η εξέλιξη αυτή προέκυψε παρά τη σημαντική αύξηση των εξαγωγών Α&Υ με ΜΕΡΜ 7,91% στην περίοδο 2014–2024, καθώς οι εισαγωγές Α&Υ αυξήθηκαν επίσης με υψηλό ΜΕΡΜ 7,63%, παραμένοντας σε απόλυτα μεγέθη σημαντικά υψηλότερες από τις εξαγωγές σε ευρώ.

Το import content ratio ( $\chi$ ) της αύξησης του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ, το οποίο αυξήθηκε με ΜΕΡΜ 4,45% στην περίοδο 2024/2013, διαμορφώθηκε στο σχετικά υψηλό επίπεδο του 57,9%. Το υψηλό αυτό  $\chi$ -ratio οφείλεται αποκλειστικά στην εκρηκτική αύξηση των εισαγωγών Α&Υ με ΜΕΡΜ 7,63%, ρυθμό σημαντικά υψηλότερο από τον αντίστοιχο ρυθμό αύξησης του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ (4,45%), γεγονός που υποδηλώνει υψηλή εισαγωγική εξάρτηση της αναπτυξιακής δυναμικής της σερβικής οικονομίας.

Πίνακας 4.22. ΑΕΠ Σερβίας (Δισεκατομμύρια €, σταθερές τιμές 2020)												
	2009	2013	2024	%Δ 2024/2009	MERM 2010-2024	%Δ 2024/2013	MERM 2014-2024	%Δ 2023	%Δ 2024	%Δ 2025*	%Δ 2026*	%Δ 2027*
Συνολική Κατανάλωση	39,6	38,3	47,5	20,1%	1,23%	24,07%	1,98%	-0,15%	4,92%	3,0%	3,2%	3,4%
Ιδιωτική Κατανάλωση	30,6	29,3	37,3	21,8%	1,32%	27,25%	2,22%	0,49%	5,19%	3,1%	3,4%	3,7%
Δημόσια Κατανάλωση	8,9	9,0	10,2	14,1%	0,88%	13,64%	1,17%	-2,41%	3,97%	2,8%	2,5%	2,3%
Επενδύσεις ΠΚ	6,9	6,8	14,6	111,3%	5,11%	115,33%	7,22%	9,71%	7,70%	-1,2%	4,8%	5,2%
Μεταβολή Αποθεμάτων	0,0	0,3	0,6	-249,6%	-223,59%	115,85%	7,25%	-51,5%	10,0%	151,4%	2,8%	12,5%
Στατιστικές Διαφορές	0,2	0,1	0,2	17,0%	1,05%	196,41%	10,38%	2060%	58,43%	63,5%	-12,3%	14,2%
Εγχώρια Τελική Δαπάνη (ΕΤΔ)	46,6	45,4	62,8	34,9%	2,02%	38,46%	3,00%	1,12%	5,70%	3,6%	3,5%	4,1%
Εξαγωγές Αγαθών & Υπηρεσιών (Χ)	9,9	14,9	34,4	246,4%	8,63%	131,10%	7,91%	2,73%	5,19%	6,0%	4,6%	3,5%
Εισαγωγές Αγαθών & υπηρεσιών (Μ)	14,2	17,2	38,7	172,7%	6,92%	124,44%	7,63%	-1,40%	8,00%	8,1%	4,7%	3,8%
Ισοζύγιο Αγαθών & Υπηρεσιών	-4,2	-2,3	-4,2	-0,1%	-0,01%	81,76%	5,58%	-31,0%	38%	24,7%	5,4%	5,9%
<b>ΑΕΠ, σταθερές τιμές 2015</b>	<b>42,4</b>	<b>43,1</b>	<b>58,6</b>	<b>38,39%</b>	<b>2,19%</b>	<b>36,12%</b>	<b>2,84%</b>	<b>3,75%</b>	<b>3,95%</b>	<b>2,11%</b>	<b>3,31%</b>	<b>3,90%</b>
Επίπτωση της Εγχώριας Τελικής Ζήτησης				38,38	2,22	40,54	3,16	1,21	6,01	3,89	3,79	4,42
Επίπτωση των Καθαρών εξαγωγών				0,01	-0,03	-4,42	-0,32	2,54	-2,06	-1,78	-0,48	-0,53
ΕΤΔ+Χ, %Δ	56,5	60,3	97,3	72,07%	3,68%	61,35%	4,45%	1,69%	5,52%	4,47%	3,88%	3,86%
Δ(ΕΤΔ+Χ)		3,8		40,74		36,98		1,53	5,09	4,35	3,94	4,07
ΔΜ		3,0		24,48		21,43		-0,51	2,86	3,12	1,96	1,66
<b>(ΔΜ/Δ(ΕΤΔ+Χ))=χ</b>		<b>81,2%</b>		<b>60,1%</b>		<b>57,9%</b>		<b>-33,4%</b>	<b>56,2%</b>	<b>71,6%</b>	<b>49,8%</b>	<b>40,8%</b>

Πηγή: Eurostat, \*INSETE Forecasts

Το 2023 (Πίνακας 4.22.), το ΑΕΠ της Σερβίας αυξήθηκε κατά 3,75% και η αύξηση αυτή προσδιορίστηκε:

(i) από τη μικρή αύξηση της ΕΤΔ κατά 1,12%, με επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 1,21 π.μ., και αυτό παρά τη σημαντική αύξηση των επενδύσεων ΠΚ κατά 9,71%. Η ιδιωτική κατανάλωση (ΙΚ) αυξήθηκε ελάχιστα κατά 0,49%, ενώ η κατανάλωση της ΓΚ μειώθηκε κατά -2,41%. Παράλληλα, οι Εσα+ΣΔ μειώθηκαν κατά -0,47 δισ. €, με αρνητική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά -0,87 π.μ.

(ii) από τη πολύ μεγάλη θετική επίπτωση των καθαρών εξαγωγών κατά 2,54 π.μ., με αύξηση των εξαγωγών Α&Υ κατά 2,73% και ταυτόχρονη μείωση των εισαγωγών Α&Υ κατά -1,40%.

Υπό τις συνθήκες αυτές, το import content ratio (χ) της αύξησης του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ (κατά 1,69%) διαμορφώθηκε σε αρνητικό επίπεδο, στο  $\chi = -33,4\%$ , γεγονός που λειτούργησε έντονα ενισχυτικά για την αύξηση του ΑΕΠ της Σερβίας το 2023. Ειδικότερα, το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά € 1,5 δισ. λόγω της αύξησης του ΕΤΔ+Χ κατά 1,69% και επιπλέον κατά € 0,5 δισ. λόγω της πτώσης των εισαγωγών Α&Υ κατά -1,40%.

Το 2024 (Πίνακας 4.22.), το ΑΕΠ της Σερβίας αυξήθηκε κατά 3,95% και προσδιορίστηκε:

- (i) από τη μεγάλη αύξηση της ΕΤΔ κατά 5,70%, με συνολική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 5,01 π.μ., η οποία προήλθε από τη σημαντική αύξηση των επενδύσεων ΠΚ κατά 7,7%, της ιδιωτικής κατανάλωσης κατά 5,19% και της κατανάλωσης της ΓΚ κατά 3,97%, ενώ και οι Εσα+ΣΔ αυξήθηκαν κατά € 0,12 δισ.
- (ii) από τη πολύ μεγάλη αρνητική επίπτωση των καθαρών εξαγωγών κατά -2,06 π.μ., λόγω της αύξησης των εξαγωγών Α&Υ κατά 5,19% που συνοδεύτηκε από ακόμη μεγαλύτερη αύξηση των εισαγωγών Α&Υ κατά 8,0%.

Ως αποτέλεσμα, το import content ratio (χ) της αύξησης του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ (κατά 4,47%) διαμορφώθηκε στο ιδιαίτερα υψηλό επίπεδο του 71,6%, καθώς το 2024 – σε αντίθεση με το 2023 – η αύξηση του ΕΤΔ+Χ υπολείφθηκε σημαντικά της αύξησης των εισαγωγών Α&Υ.

Στο 9μηνο 2025 (Πίνακας 4.23.), το ΑΕΠ της Σερβίας αυξήθηκε κατά μόλις 1,97% (3ο 3μηνο 2024: 2,04%) και προσδιορίστηκε:

- (i) από τη σημαντική αύξηση της ΕΤΔ κατά 3,71%, κυρίως λόγω της αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης κατά 1,80%, της κατανάλωσης της ΓΚ κατά 2,77% και των ΕσΑ+ΣΔ κατά € 973 εκατ., με συνολική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 2,25 π.μ. Ωστόσο, οι επενδύσεις ΠΚ μειώθηκαν κατά -2,3%, εξέλιξη που αντανακλά τις έντονες πολιτικές αναταράξεις στο εσωτερικό της Σερβίας, με εκτεταμένες κινητοποιήσεις υπέρ και κατά της Κυβέρνησης καθ' όλη τη διάρκεια του 9μήνου 2025.<sup>28</sup> Συνολικά, η επίπτωση της αύξησης της ΕΤΔ στη μεταβολή του ΑΕΠ στο 9μηνο 2025 ανήλθε σε 3,97 π.μ.
- (ii) από τη σημαντική αρνητική επίπτωση των καθαρών εξαγωγών κατά -2,00 π.μ., παρά τη μεγάλη αύξηση των εξαγωγών Α&Υ κατά 6,17%, η οποία υπεραντισταθμίστηκε από ακόμη μεγαλύτερη αύξηση των εισαγωγών Α&Υ κατά 8,55%.

Υπό τις συνθήκες αυτές, το import content ratio (χ) της αύξησης του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ (κατά 4,59%) διαμορφώθηκε στο ιδιαίτερα υψηλό επίπεδο του 74,1% στο 9μηνο 2025, γεγονός που οφείλεται εκ νέου στη σαφώς ταχύτερη αύξηση των εισαγωγών Α&Υ σε σχέση με την αύξηση του ΕΤΔ+Χ.

Πίνακας 4.23. Σερβία: Εξέλιξη του ΑΕΠ το 2022-2024 και στο 9μηνο 2025 και εκτιμήσεις για το 4ο 3μηνο 2025 και για το 2025																
	9μηνο 2023	4ο 3μηνο 2023	2023		9μηνο 2024		4ο 3μηνο 2024		2024		9μηνο 2025		4ο 3μηνο 2025*		2025*	
	Δισ. €	Δισ. €	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ
<b>Συνολική Κατανάλωση</b>	33,3	12,0	45,3	35,1	5,32%	12,4	3,8%	47,5	<b>4,92%</b>	36,1	2,80%	12,9	3,6%	48,9	<b>3,00%</b>	
<b>Ιδιωπκή Κατανάλωση</b>	26,3	9,2	35,5	27,7	5,37%	9,6	4,7%	37,3	<b>5,19%</b>	28,5	2,80%	10,0	3,8%	38,5	<b>3,06%</b>	
<b>Δημόσια κατανάλωση</b>	7,0	2,8	9,8	7,4	5,14%	2,8	1,0%	10,2	<b>3,97%</b>	7,6	2,77%	2,9	2,7%	10,5	<b>2,75%</b>	
<b>Επενδύσεις ΠΚ</b>	9,5	4,0	13,5	10,5	9,63%	4,1	3,1%	14,6	<b>7,70%</b>	10,2	-2,30%	4,2	1,7%	14,4	<b>-1,17%</b>	
<b>Μεταβολή Αποθεμάτων (ΕσΑ)</b>	0,4	0,1	0,5	0,5	18,1%	0,1	-16,6%	0,6	<b>10%</b>	1,4	175%	0,2	40,4%	1,5	<b>151%</b>	
<b>Στατ. Διαφ. (ΣΔ)</b>	0,1	0,0	0,1	0,1	70,4%	0,1	34%	0,2	<b>58%</b>	0,2	81%	0,1	19%	0,3	<b>63%</b>	
<b>Εγχώρια Τελική Δαπάνη (ΕΤΔ)</b>	43,3	16,1	59,5	46,2	6,51%	16,7	3,5%	62,8	<b>5,70%</b>	47,9	3,71%	17,3	3,4%	65,1	<b>3,63%</b>	
<b>Εξαγωγές Αγαθών &amp; Υπηρεσιών</b>	24,4	8,4	32,7	25,5	4,55%	9,0	7,0%	34,4	<b>5,19%</b>	27,0	6,17%	9,5	5,6%	36,5	<b>6,02%</b>	
<b>Εισαγωγές Αγαθών &amp; υπηρεσιών</b>	26,3	9,5	35,8	28,5	8,46%	10,2	6,7%	38,65	<b>8,00%</b>	30,9	8,55%	10,9	6,7%	41,77	<b>8,07%</b>	
<b>Ισοζύγιο Αγαθών &amp; Υπηρεσιών</b>	-1,9	-1,2	-3,1	-3,0	58,7%	-1,2	4,5%	-4,2	<b>38%</b>	-3,9	28,8%	-1,4	15%	-5,3	<b>24,7%</b>	
<b>ΑΕΠ, σταθερές τιμές αγοράς</b>	<b>41,4</b>	<b>14,9</b>	<b>56,4</b>	<b>43,2</b>	<b>4,13%</b>	<b>15,5</b>	<b>3,46%</b>	<b>58,6</b>	<b>3,95%</b>	<b>44,0</b>	<b>1,97%</b>	<b>15,8</b>	<b>2,48%</b>	<b>59,9</b>	<b>2,11%</b>	
<b>Συμβολή στη Μεταβολή του ΑΕΠ</b>																
<b>Ιδιωπκή κατανάλωση</b>				3,40		2,88		3,26		1,80		2,37		1,95		
<b>Δημόσια Κατανάλωση</b>				0,87		0,18		0,69		0,47		0,49		0,48		
<b>Επενδύσεις</b>				2,22		0,81		1,85		-0,56		0,45		-0,29		
<b>Μεταβολή Αποθεμάτων</b>				0,18		-0,14		0,10		2,01		0,28		1,55		
<b>Στατ. Διαφ.</b>				0,13		0,09		0,12		0,24		0,06		0,20		
<b>Εγχώρια Τελική Δαπάνη (ΕΤΔ)</b>				6,81		3,82		6,01		3,97		3,65		3,89		
<b>Εξαγωγές Αγαθών &amp; Υπηρεσιών</b>				2,68		3,94		3,01		3,64		3,24		3,54		
<b>Εισαγωγές Αγαθών &amp; υπηρεσιών</b>				5,36		4,30		5,08		5,64		4,41		5,32		
<b>Καθαρές Εξαγωγές</b>				-2,68		-0,36		-2,06		-2,00		-1,17		-1,78		
<b>ΑΕΠ, σταθερές τιμές αγοράς</b>				4,13		3,46		3,95		1,97		2,48		2,11		

Πηγή: Eurostat, \* Εκτιμήσεις ΙΝΣΕΤΕ

Μετά τα ανωτέρω, η αύξηση του ΑΕΠ της Σερβίας στο 4ο τρίμηνο 2025 και στο σύνολο του 2025 εκτιμάται πλέον στο 2,5% και στο 2,1% αντίστοιχα (ΕΕ – Νοέμβριος 2025: 2,2%). Η αύξηση αυτή το 2025 προσδιορίζεται:

- (i) από την αύξηση της ΕΤΔ κατά 3,63% (ΙΚ: +3,06%, Κατανάλωση της ΓΚ: +2,75%, επενδύσεις ΠΚ: -1,17%, ΕσΑ+ΣΔ: +€ 1,03 δισ.), με συνολική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 3,89 π.μ., και
- (ii) από τη σημαντική αρνητική επίπτωση των καθαρών εξαγωγών κατά -1,78 π.μ., λόγω της αύξησης των εξαγωγών Α&Υ κατά 6,02% που συνοδεύτηκε από ακόμη μεγαλύτερη αύξηση των εισαγωγών Α&Υ κατά 8,07%.

<sup>28</sup> Οι αντικυβερνητικές διαδηλώσεις άρχισαν από τον Οκτώβριο 2024 όταν κατέρρευσε η οροφή του Σιδηροδρομικού Σταθμού του Novi sad με αποτέλεσμα να σκοτωθούν 16 άνθρωποι.

Υπό τις συνθήκες αυτές, το import content ratio ( $\chi$ ) της αύξησης του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ (κατά 4,47%) εκτιμάται στο ιδιαίτερα υψηλό επίπεδο του 71,0% το 2025 (4ο τρίμηνο 2025: 64,0%), καθώς οι εισαγωγές Α&Υ αυξήθηκαν με ρυθμό σημαντικά υψηλότερο από την αύξηση του ΕΤΔ+Χ.

Σημειώνεται ότι το έλλειμμα του Εξωτερικού Ισοζυγίου Α&Υ (ΕΙΑ&Υ) εκτιμάται στο -8,8% του ΑΕΠ το 2025, ενώ οι εισαγωγές Α&Υ ανέρχονται στο 69,8% του ΑΕΠ (εξαγωγές Α&Υ: 61,0%). Παράλληλα, το έλλειμμα της Γενικής Κυβέρνησης (ΕτΓΚ) εκτιμάται από την ΕΕ στο -3,0% του ΑΕΠ το 2025 και παραμένει στο ίδιο επίπεδο και το 2026 και το 2027.

Ο πληθωρισμός με βάση τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕΔΤΚ) εκτιμάται στο 4,16% το 2025 (Νοέμβριος 2025: 3,06%), από 4,76% το 2024, και αναμένεται να παραμείνει σε παρόμοια επίπεδα και το 2026. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι το μέτρο επιβολής ανώτατου ποσοστού κέρδους στο λιανικό εμπόριο, το οποίο εφαρμόστηκε για χρονικό διάστημα έξι μηνών από τον Σεπτέμβριο 2025 και συνέβαλε στη μείωση του πληθωρισμού στο 3,15% τον Σεπτέμβριο 2025 από 4,87% τον Ιούλιο 2025, προβλέπεται να λήξει τον Μάρτιο 2026.

Όσον αφορά το ΑΕΠ της Σερβίας το 2026 και το 2027 (Πίνακας 4.33.), εκτιμάται πλέον αύξησή του κατά 3,3% και κατά 3,9% αντίστοιχα (ΕΕ – Νοέμβριος 2025: 3,3% και 4,2%). Οι εκτιμήσεις αυτές προκύπτουν από την αύξηση της ΕΤΔ κατά 3,5% και 4,1% αντίστοιχα, με επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 4,8 π.μ. το 2026 και κατά 4,4 π.μ. το 2027. Η εξέλιξη αυτή στηρίζεται στην αύξηση των επενδύσεων ΠΚ κατά 4,8% και 5,2% αντίστοιχα, της κατανάλωσης της ΓΚ κατά 2,5% και 2,3% αντίστοιχα, της ιδιωτικής κατανάλωσης κατά 3,4% και 3,7% αντίστοιχα, καθώς και στην αύξηση των ΕοΑ+ΣΔ κατά € 5,0 εκατ. το 2026 και κατά € 232 εκατ. το 2027.

Η επίπτωση των καθαρών εξαγωγών στην αύξηση του ΑΕΠ της Σερβίας εκτιμάται αρνητική και στα δύο έτη, κατά -0,48 π.μ. το 2026 και κατά -0,53 π.μ. το 2027, με αύξηση των εξαγωγών Α&Υ κατά 4,6% και 3,5% αντίστοιχα και των εισαγωγών Α&Υ κατά 4,7% και 3,8% αντίστοιχα. Το import content ratio ( $\chi$ ) της αύξησης του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ, που εκτιμάται στο 3,88% το 2026 και στο 3,86% το 2027, διαμορφώνεται στο 49,8% και στο 40,8% αντίστοιχα.

#### 4.9 Η οικονομία της Βόρειας Μακεδονίας

Η Βόρεια Μακεδονία (ΒΜ) είναι χώρα με πληθυσμό 1,47 εκατ. κατοίκους και με ΑΕΠ ύψους € 12,31 δισ. το 2024, σε σταθερές τιμές 2020 (Πίνακας 4.24.). Η εισβολή της Ρωσία στην Ουκρανία και η εκτεταμένη ενεργειακή κρίση που ακολούθησε είχαν αισθητά σοβαρότερες αρνητικές επιπτώσεις στην οικονομία της ΒΜ σε σύγκριση με τη Σερβία, αντανακλώντας τόσο το μικρότερο μέγεθος της οικονομίας της όσο και τη μεγαλύτερη σχετική της ευαλωτότητα σε εξωγενείς ενεργειακούς και γεωπολιτικούς κλυδωνισμούς.

Πίνακας 4.24. ΑΕΠ Βόρειας Μακεδονίας (Δισεκατομμύρια €, σταθερές τιμές 2020)												
	2009	2013	2024	%Δ 2024/2009	MERM 2010-2024	%Δ 2024/2013	MERM 2014-2024	%Δ 2023	%Δ 2024	%Δ 2025*	%Δ 2026*	%Δ 2027*
Συνολική Κατανάλωση	7,63	7,71	10,27	34,6%	2,00%	33,18%	2,64%	1,17%	1,84%	2,6%	3,0%	3,6%
Ιδιωτική Κατανάλωση	6,03	6,10	8,52	41,4%	2,33%	39,63%	3,08%	1,65%	2,14%	2,1%	2,8%	3,5%
Δημόσια Κατανάλωση	1,60	1,60	1,74	9,0%	0,58%	8,60%	0,75%	-1,09%	0,39%	5,0%	4,1%	4,2%
Επενδύσεις ΠΚ	1,61	1,93	2,80	73,8%	3,75%	45,13%	3,44%	5,64%	4,96%	9,5%	5,5%	5,2%
Μεταβολή Αποθεμάτων	0,46	0,68	0,67	43,4%	2,43%	-1,67%	-0,15%	-60,9%	40,2%	9,5%	11,0%	-2,5%
Στατιστικές Διαφορές	0,25	0,16	0,03	-86,5%	-12,49%	-79,32%	-13,35%	55%	#####	101,2%	-17,9%	10,7%
Εγχώρια Τελική Δαπάνη (ΕΤΔ)	9,95	10,48	13,76	38,3%	2,18%	31,36%	2,51%	-3,52%	4,09%	4,6%	3,9%	3,7%
Εξαγωγές Αγαθών & Υπηρεσιών (X)	2,47	3,84	7,38	198,9%	7,57%	92,37%	6,13%	-2,99%	-3,96%	4,5%	3,8%	4,4%
Εισαγωγές Αγαθών & υπηρεσιών (M)	3,64	4,80	8,83	142,8%	6,09%	84,24%	5,71%	-10,19%	-1,36%	6,6%	4,7%	5,0%
Ισοζύγιο Αγαθών & Υπηρεσιών	-1,17	-0,96	-1,45	24,3%	1,46%	51,65%	3,86%	-38,1%	14%	17,2%	8,8%	7,6%
<b>ΑΕΠ, σταθερές τιμές 2015</b>	<b>8,78</b>	<b>9,52</b>	<b>12,31</b>	<b>40,15%</b>	<b>2,28%</b>	<b>29,32%</b>	<b>2,36%</b>	<b>2,55%</b>	<b>2,99%</b>	<b>3,10%</b>	<b>3,20%</b>	<b>3,10%</b>
Επίπτωση της Εγχώριας Τελικής Ζήτησης				43,38	2,48	34,52	2,76	-4,14	4,52	5,13	4,37	4,18
Επίπτωση των Καθαρών εξαγωγών				-3,23	-0,20	-5,20	-0,40	6,69	-1,53	-2,03	-1,18	-1,07
ΕΤΔ+Χ, %Δ	12,4	14,3	21,1	70,22%	3,61%	47,72%	3,61%	-3,32%	1,13%	4,56%	3,84%	3,92%
Δ(ΕΤΔ+Χ)		1,9		8,72		6,83		-0,72	0,24	0,96	0,85	0,90
ΔM		1,2		5,20		4,04		-1,02	-0,12	0,58	0,44	0,49
<b>ΔM/Δ(ΕΤΔ+Χ)=χ</b>		<b>61,1%</b>		<b>59,6%</b>		<b>59,1%</b>		<b>141,4%</b>	<b>-51,4%</b>	<b>60,4%</b>	<b>52,2%</b>	<b>54,8%</b>

Πηγή: Eurostat, \*INSETE Forecasts

Όπως φαίνεται στον Πίνακα 4.24., το ΑΕΠ της Βόρεια Μακεδονία, σε σταθερές τιμές 2020, ανήλθε μόλις στα € 12,31 δισ. το 2024 και ήταν αυξημένο κατά 40,15% έναντι του 2009 (ΜΕΡΜ: 2,28%) και κατά 29,32% έναντι του 2013 (ΜΕΡΜ: 2,36%). Η αύξηση αυτή του ΑΕΠ οφείλεται αποκλειστικά στην ενίσχυση της εγχώριας τελικής ζήτησης (ΕΤΔ), η οποία αυξήθηκε με ΜΕΡΜ 2,18% στην περίοδο 2010-2024 (επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ: 2,48 π.μ. ετησίως) και με ΜΕΡΜ 2,51% στην περίοδο 2014-2024 (επίπτωση: 2,76 π.μ. ετησίως).

Αντίθετα, οι καθαρές εξαγωγές είχαν διαχρονικά αρνητική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ, κατά -0,20 π.μ. ετησίως στην περίοδο 2010-2024, με το έλλειμμα του Εξωτερικού Ισοζυγίου Αγαθών και Υπηρεσιών (ΕΙΑ&Υ) να διαμορφώνεται στα -1,45 δισ. € (-11,8% του ΑΕΠ) το 2024, από -1,17 δισ. € (-13,3% του ΑΕΠ) το 2009 και από -0,96 δισ. € (-10,1% του ΑΕΠ) το 2013. Ειδικότερα, η αρνητική επίπτωση των καθαρών εξαγωγών στην αύξηση του ΑΕΠ ήταν ιδιαίτερα έντονη το 2019 (-1,93 π.μ.), το 2021 (-2,18 π.μ.), το 2022 (-3,83 π.μ.) και το 2024 (-1,53 π.μ.), ενώ το 2023 καταγράφηκε εξαιρετικά υψηλή θετική επίπτωση, ύψους 6,69 π.μ.

Η εξέλιξη αυτή συνδέεται άμεσα με το γεγονός ότι το έλλειμμα του ΕΙΑ&Υ είχε διογκωθεί σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα το 2022 (-2,0 δισ. €). Όπως είχε προβλεφθεί, το 2023 εφαρμόστηκαν μέτρα περιορισμού του εξωτερικού ελλείμματος, με αποτέλεσμα τη μείωσή του στα -1,3 δισ. €, κυρίως μέσω της μεγάλης πτώσης των εισαγωγών Α&Υ κατά -10,19%, έναντι σαφώς μικρότερης πτώσης των εξαγωγών Α&Υ κατά -2,99%. Το 2024 καταγράφηκε εκ νέου πτώση των εξαγωγών Α&Υ κατά -3,96%, ενώ οι εισαγωγές Α&Υ μειώθηκαν κατά -1,36%.

Συνολικά, το import content ratio (χ) της αύξησης του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ, με ΜΕΡΜ 3,61% στην περίοδο 2024/2009, διαμορφώθηκε στο σχετικά υψηλό 59,6%, ενώ στην περίοδο 2014-2024 ανήλθε στο 59,1%, αντανακλώντας τη διαχρονικά υψηλή εξάρτηση της οικονομίας της ΒΜ από εισαγόμενα αγαθά και υπηρεσίες.

Το 2023, το ΑΕΠ της ΒΜ αυξήθηκε κατά 2,55%, παρά την πολύ σημαντική πτώση της ΕΤΔ κατά -3,52%. Η πτώση αυτή προήλθε κυρίως από τη μεγάλη μείωση των Εσα+ΣΔ κατά -741 εκατ. €, η οποία είχε αρνητική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά -6,35 π.μ., καθώς και από τη μείωση της κατανάλωσης της ΓΚ κατά -1,09%. Αντίθετα, καταγράφηκε αύξηση των επενδύσεων ΠΚ κατά 5,64% και της ιδιωτικής κατανάλωσης (ΙΚ) κατά 1,65%.

Η έντονη συρρίκνωση της ΕΤΔ το 2023 οδήγησε, όπως προαναφέρθηκε, σε μεγάλη πτώση των εισαγωγών Α&Υ κατά -10,19%, με σαφώς μικρότερη πτώση των εξαγωγών Α&Υ κατά -2,99%. Ως

αποτέλεσμα, προέκυψε εξαιρετικά υψηλή θετική επίπτωση των καθαρών εξαγωγών στην αύξηση του ΑΕΠ, ύψους 6,69 π.μ., αντανakλώντας τη μείωση του ελλείμματος του ΕΙΑ&Υ κατά -38,05% σε ετήσια βάση. Το import content ratio (χ) το 2023 διαμορφώθηκε στο πολύ υψηλό 141,4%, καθώς η πτώση των εισαγωγών Α&Υ (-10,19%) υπερέβη κατά πολύ την πτώση του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ (-3,32%).

Πίνακας 4.25. Βόρ.Μακεδονία: Εξέλιξη του ΑΕΠ το 2022-2024 και στο 9μηνο 2025 και εκτιμήσεις για το 4ο 3μηνο 2025 και για το 2025																
	9μηνο 2023	4ο 3μηνο 2023	2023		9μηνο 2024		4ο 3μηνο 2024		2024		9μηνο 2025		4ο 3μηνο 2025*		2025*	
	Δισ. €	Δισ. €	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ	Δισ. €	% Δ
<b>Συνολική Κατανάλωση</b>	7,36	2,72	10,08	7,5	2,35%	2,7	0,5%	10,3	1,84%	7,7	2,63%	2,8	2,6%	10,5	2,62%	
<b>Ιδιωτική Κατανάλωση</b>	6,11	2,24	8,35	6,2	2,24%	2,3	1,9%	8,5	2,14%	6,4	2,15%	2,3	2,1%	8,7	2,13%	
<b>Δημόσια κατανάλωση</b>	1,25	0,48	1,73	1,3	2,87%	0,5	-6,0%	1,7	0,39%	1,4	4,96%	0,5	5,1%	1,8	5,00%	
<b>Επενδύσεις ΠΚ</b>	2,15	0,99	3,14	2,2	4,12%	1,2	23,7%	3,5	10,29%	2,6	14,01%	1,2	1,2%	3,8	9,48%	
<b>ΕοΑ+ΣΔ</b>	-0,01	0,01	0,00	0,0	-74,3%	0,0	215%	0,0	2037%	0,0	-954%	0,0	25%	0,1	99%	
<b>Εγχώρια Τελική Δαπάνη (ΕΤΔ)</b>	9,50	3,72	13,22	9,8	2,83%	4,0	7,3%	13,8	4,09%	10,3	5,49%	4,1	2,4%	14,4	4,59%	
<b>Εξαγωγές Αγαθών &amp; Υπηρεσιών</b>	5,73	1,96	7,69	5,5	-3,35%	1,8	-5,7%	7,4	-3,96%	5,8	4,93%	1,9	3,2%	7,7	4,50%	
<b>Εισαγωγές Αγαθών &amp; υπηρεσιών</b>	6,56	2,39	8,96	6,4	-2,14%	2,4	0,8%	8,83	-1,36%	6,9	7,94%	2,5	3,0%	9,42	6,59%	
<b>Ισοζύγιο Αγαθών &amp; Υπηρεσιών</b>	-0,83	-0,44	-1,27	-0,9	6,2%	-0,6	30,0%	-1,5	14%	-1,1	26,8%	-0,6	2%	-1,7	17,2%	
<b>ΑΕΠ, σταθερές τιμές αγοράς</b>	<b>8,67</b>	<b>3,28</b>	<b>11,95</b>	<b>8,9</b>	<b>2,50%</b>	<b>3,4</b>	<b>4,29%</b>	<b>12,3</b>	<b>2,99%</b>	<b>9,2</b>	<b>3,37%</b>	<b>3,5</b>	<b>2,38%</b>	<b>12,7</b>	<b>3,10%</b>	
<b>Συμβολή στη Μεταβολή του ΑΕΠ</b>																
<b>Ιδιωτική κατανάλωση</b>				1,58		1,26		1,49		1,51		1,40		1,48		
<b>Δημόσια Κατανάλωση</b>				0,41		-0,89		0,06		0,72		0,68		0,71		
<b>Επενδύσεις</b>				1,02		7,14		2,70		3,53		0,43		2,67		
<b>ΕοΑ+ΣΔ</b>				0,09		0,76		0,27		0,28		0,27		0,28		
<b>Εγχώρια Τελική Δαπάνη (ΕΤΔ)</b>				3,10		8,28		4,52		6,04		2,77		5,13		
<b>Εξαγωγές Αγαθών &amp; Υπηρεσιών</b>				-2,22		-3,42		-2,55		3,07		1,72		2,70		
<b>Εισαγωγές Αγαθών &amp; υπηρεσιών</b>				-1,62		0,57		-1,02		5,74		2,11		4,73		
<b>Καθαρές Εξαγωγές</b>				-0,60		-3,99		-1,53		-2,67		-0,39		-2,03		
<b>ΑΕΠ, σταθερές τιμές αγοράς</b>				<b>2,50</b>		<b>4,29</b>		<b>2,99</b>		<b>3,37</b>		<b>2,38</b>		<b>3,10</b>		

Πηγή: Eurostat, \* Εκτιμήσεις ΙΝΣΤΕΤΕ

Το 2024, η αύξηση του ΑΕΠ της Βόρεια Μακεδονία διαμορφώθηκε στο 2,99%, με σημαντική αύξηση της εγχώριας τελικής ζήτησης (ΕΤΔ) κατά 4,09%. Η αύξηση αυτή της ΕΤΔ οφείλεται κυρίως στην άνοδο των ΕοΑ+ΣΔ κατά € 223 εκατ., η οποία είχε έντονα αρνητική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ, ύψους -1,87 π.μ.. Παράλληλα, καταγράφηκε εκ νέου σημαντική αύξηση των επενδύσεων ΠΚ κατά 4,96% και της ιδιωτικής κατανάλωσης (ΙΚ) κατά 2,14%, ενώ η κατανάλωση της ΓΚ αυξήθηκε οριακά κατά 0,39%.

Στον εξωτερικό τομέα, σημειώθηκε νέα πτώση των εξαγωγών Α&Υ κατά -3,96% το 2024, με σαφώς μικρότερη πτώση των εισαγωγών Α&Υ κατά -1,36%. Ως αποτέλεσμα, η επίπτωση των καθαρών εξαγωγών στην αύξηση του ΑΕΠ ήταν και πάλι αρνητική, κατά -1,53 π.μ., αντανakλώντας την αύξηση του ελλείμματος του ΕΙΑ&Υ κατά 14,39% σε ετήσια βάση. Σημειώνεται ότι το import content ratio (χ) το 2023 είχε διαμορφωθεί στο εξαιρετικά υψηλό 141,4%, καθώς η πτώση των εισαγωγών Α&Υ (-10,19%) υπερέβη κατά πολύ την πτώση του αθροίσματος ΕΤΔ+Χ (-3,32%).

Στο 9μηνο του 2025, η αύξηση του ΑΕΠ της ΒΜ επιταχύνθηκε στο 3,37%, με σημαντική αύξηση της ΕΤΔ κατά 5,49%. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται κυρίως στη πολύ μεγάλη αύξηση των επενδύσεων ΠΚ κατά 14,01%, καθώς και στην αύξηση της κατανάλωσης της ΓΚ κατά 4,96% και της ΙΚ κατά 2,15%, ενώ καταγράφηκε και μικρή αύξηση των ΕοΑ+ΣΔ κατά € 24,8 εκατ.. Η συνολική επίπτωση της αύξησης της ΕΤΔ στην αύξηση του ΑΕΠ στο 9μηνο 2025 ανήλθε σε 6,04 π.μ..

Αντίθετα, οι καθαρές εξαγωγές είχαν και πάλι σημαντικά αρνητική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ, κατά -2,67 π.μ., καθώς οι εξαγωγές Α&Υ αυξήθηκαν κατά 4,93%, αλλά οι εισαγωγές Α&Υ αυξήθηκαν με σαφώς υψηλότερο ρυθμό, κατά 7,94%. Ως αποτέλεσμα, το έλλειμμα του ΕΙΑ&Υ αυξήθηκε κατά 26,8% σε ετήσια βάση.

Με βάση τα ανωτέρω, η αύξηση του ΑΕΠ της ΒΜ στο 4ο τρίμηνο 2025 και στο σύνολο του 2025 εκτιμάται στο 2,38% και στο 3,1% αντίστοιχα (ΕΕ: 3,2%). Στο 4ο τρίμηνο 2025 εκτιμάται αύξηση της ΕΤΔ κατά 2,4%, με θετική επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 2,77 π.μ., η οποία αντισταθμίστηκε εν μέρει από την αρνητική επίπτωση των καθαρών εξαγωγών κατά -0,39 π.μ..

Για το σύνολο του 2025, η αύξηση του ΑΕΠ κατά 3,1% εκτιμάται ότι θα προκύψει από σημαντική αύξηση της ΕΤΔ κατά 4,69%, κυρίως λόγω της αύξησης των επενδύσεων ΠΚ κατά 9,48%, της κατανάλωσης της ΓΚ κατά 5,0%, της ΙΚ κατά 2,13% και των ΕσΑ+ΣΔ κατά € 34,0 εκατ.. Η επίπτωση της ΕΤΔ στην αύξηση του ΑΕΠ εκτιμάται σε 5,13 π.μ., ενώ η επίπτωση των καθαρών εξαγωγών αναμένεται να είναι αρνητική, κατά -2,03 π.μ. (εξαγωγές Α&Υ: +4,5%, εισαγωγές Α&Υ: +6,59%), με το έλλειμμα του ΕΙΑ&Υ να αυξάνεται κατά 17,2% σε ετήσια βάση.

Όσον αφορά το 2026 και το 2027, παρά το γεγονός ότι θα αναμενόταν η λήψη μέτρων για τον περιορισμό του ελλείμματος του ΕΙΑ&Υ και του πληθωρισμού (ο μέσος πληθωρισμός διαμορφώθηκε στο 4,16% το 2025 και εκτιμάται σε παρόμοια επίπεδα και το 2026), δεν διαφαίνεται επί του παρόντος πρόθεση εφαρμογής πολιτικών προς αυτές τις κατευθύνσεις.

Υπό αυτές τις συνθήκες, η αύξηση του ΑΕΠ της ΒΜ εκτιμάται στο 3,2% το 2026 και στο 3,1% το 2027 (ΕΕ-Νοέμβριος 2026: 3,3% και για τα δύο έτη). Ειδικότερα, εκτιμάται αύξηση της ΕΤΔ κατά 3,86% και 3,66% αντίστοιχα, με επίπτωση στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 4,37 π.μ. και 4,18 π.μ., αντίστοιχα. Η εξέλιξη αυτή συνδέεται με αύξηση των επενδύσεων ΠΚ κατά 5,5% και 5,2%, αντίστοιχα, λόγω της υλοποίησης συνεχιζόμενων επενδύσεων σε σημαντικές οδικές αρτηρίες και της αναμενόμενης ενίσχυσης των ιδιωτικών επενδύσεων, καθώς και με αύξηση της κατανάλωσης της ΓΚ κατά 4,1% και 4,2% και της ΙΚ κατά 2,8% και 3,5%, αντίστοιχα. Οι ΕσΑ+ΣΔ εκτιμάται ότι θα αυξηθούν κατά € 68 εκατ. το 2026 και θα μειωθούν κατά -14,0 εκατ. € το 2027.

Η επίπτωση των καθαρών εξαγωγών στην αύξηση του ΑΕΠ της ΒΜ εκτιμάται σε -1,18 π.μ. το 2026 και -1,07 π.μ. το 2027, με αύξηση των εξαγωγών Α&Υ κατά 3,8% και 4,4% αντίστοιχα και των εισαγωγών Α&Υ κατά 4,7% και 5,0%. Υπό αυτές τις συνθήκες, το έλλειμμα του ΕΙΑ&Υ αναμένεται να διευρυνθεί περαιτέρω στο -14,1% του ΑΕΠ το 2026 και στο -14,8% του ΑΕΠ το 2027, από -13,4% του ΑΕΠ το 2025 και -11,8% του ΑΕΠ το 2024.



Ινστιτούτο ΣΕΤΕ  
Βουκουρεστίου 32,  
106 71 | Αθήνα  
t: +302103244368  
e: [info@insete.gr](mailto:info@insete.gr)  
[www.insete.gr](http://www.insete.gr)



Με τη συγχρηματοδότηση  
της Ευρωπαϊκής Ένωσης



ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ 2021 – 2027  
**ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑ**