

Η Εύθραυστη Δημοσιονομική Πειθαρχία στην Ελλάδα:

Έχει επιτύχει η Ελλάδα μια διατηρήσιμη δημοσιονομική εξυγίανση, ή η ισορροπία εξαρτάται από προσωρινούς και εξαιρετικά ευνοϊκούς παράγοντες;

Βασικά Συμπεράσματα:

- Το πρωτογενές πλεόνασμα της Ελλάδας ανήλθε το 2025 στο 4,9% του ΑΕΠ, καταγράφοντας από τις υψηλότερες επιδόσεις στην Ευρωζώνη, ενώ το δημόσιο χρέος παραμένει επίσης το υψηλότερο στην ΕΕ στο 146,1% του ΑΕΠ, με μειούμενη τάση.
- Η αποκλιμάκωση του λόγου χρέους/ΑΕΠ από την κορύφωση του 209% του 2020 ενισχύθηκε από υψηλή ονομαστική ανάπτυξη, πληθωριστικά έσοδα και εξαιρετικά ευνοϊκούς όρους χρηματοδότησης μέσω των δανείων EFSF και ESM.
- Τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια μειώθηκαν από 49,1% το 2016 σε 3,3% τον Δεκέμβριο 2025, συγκλίνοντας πλέον με τον μέσο όρο της Τραπεζικής Ένωσης.
- Η Ελλάδα έχει επιστρέψει σε επενδυτική βαθμίδα από τους οίκους S&P, Fitch, DBRS και Scope, ενώ τα περιθώρια απόδοσης των ελληνικών ομολόγων έχουν υποχωρήσει στις 77 μονάδες βάσης το 2025, από περίπου 2.100 μονάδες βάσης το 2012. Με άλλα λόγια, οι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης και οι αγορές αναγνωρίζουν πλέον ότι η Ελλάδα μπορεί να δανείζεται με όρους πολύ πιο κοντά σε χώρες υψηλής πιστοληπτικής αξιοπιστίας, όπως η Γερμανία, αντί να απαιτούν ένα εξαιρετικά υψηλό «ασφάλιστρο κινδύνου» λόγω φόβων χρεοκοπίας.
- Παρά τη σημαντική βελτίωση του τραπεζικού συστήματος, ένα σημαντικό μέρος των κεφαλαίων των τραπεζών εξακολουθεί να βασίζεται στις Αναβαλλόμενες Φορολογικές Απαιτήσεις. Πρόκειται, ουσιαστικά, για τη δυνατότητα να συμψηφίζουν τα κέρδη τους με ζημιές που κατέγραψαν κατά την κρίση. Οι απαιτήσεις αυτές αντιστοιχούν σε περίπου 45% των εποπτικών κεφαλαίων CET1, γεγονός που δείχνει ότι μεγάλο μέρος των «αποθεμάτων ασφαλείας» τους βασίζεται ακόμη σε ειδικό φορολογικό πλαίσιο και όχι μόνο σε οργανική κερδοφορία και πραγματική κεφαλαιακή ενίσχυση.
- Η περίοδος 2026-2028 χαρακτηρίζεται από τέσσερις παράλληλες πηγές πίεσης: τη λήξη του Ταμείου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας τον Αύγουστο του 2026, την εφαρμογή επεκτατικού δημοσιονομικού πακέτου κόστους 0,6%-0,8% του ΑΕΠ, τη διατήρηση δεσμών μεταξύ κράτους και τραπεζικού συστήματος, καθώς και τις υψηλές συνταξιοδοτικές δαπάνες, που ανέρχονται σε περίπου 14% του ΑΕΠ. Οι παράγοντες αυτοί εντείνουν την αβεβαιότητα ως προς τη δυνατότητα διατήρησης της μακροοικονομικής ανάκαμψης τα επόμενα χρόνια.

ⁱ Οικονομολόγος, Συνεργάτης Ερευνητής ΚΕΦΙΜ

Η ελληνική οικονομία παρουσιάζει τα τελευταία χρόνια μια εικόνα ισχυρής δημοσιονομικής και χρηματοπιστωτικής βελτίωσης. Σύμφωνα με τα στοιχεία της Eurostat και της ΕΛΣΤΑΤ, το πρωτογενές πλεόνασμα της Γενικής Κυβέρνησης διαμορφώθηκε στο 4,9% του ΑΕΠ το 2025, ξεπερνώντας τον στόχο του 3,7% για τέταρτη συνεχόμενη χρονιά, και καταγράφοντας το υψηλότερο επίπεδο στην Ευρωζώνη. Παράλληλα, ο πληθωρισμός αποκλιμακώθηκε από το 9,3% του 2022 στο 2,7% του 2025 και η ανεργία υποχώρησε στο 8,2%, από το ιστορικό υψηλό 27,5% του 2013.¹ Επιπλέον η Ελλάδα επέστρεψε σε επενδυτική βαθμίδα για πρώτη φορά μετά την κρίση χρέους, ενώ τα περιθώρια απόδοσης των ελληνικών δεκαετών ομολόγων έναντι των γερμανικών υποχώρησαν στις 77 μονάδες βάσης το 2025.²

Η εικόνα αυτή διαφοροποιείται ριζικά από την περίοδο της κρίσης. Το 2009, η οικονομία βρισκόταν στο κατώφλι έξι ετών συνεχούς ύφεσης που προκάλεσε σωρευτική απώλεια ΑΕΠ άνω του 25% και ανοιχτή αμφισβήτηση της δυνατότητας παραμονής της χώρας στην Ευρωζώνη. Η μετάβαση στη σημερινή εικόνα δεν είναι λογιστική: αντανakλά μία από τις βαθύτερες δημοσιονομικές προσαρμογές που έχει βιώσει χώρα-μέλος της Ευρωζώνης.

Ωστόσο, μέρος αυτής της βελτίωσης συνδέεται με παράγοντες που ενδέχεται να αποδειχθούν προσωρινοί. Σύμφωνα με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (εφεξής ΔΝΤ) και την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, η περίοδος 2023–2025 ενισχύθηκε σημαντικά από τους πόρους του Ταμείου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (εφεξής ΤΑΑ), την υψηλή ονομαστική ανάπτυξη και τα πληθωριστικά έσοδα. Παράλληλα, η δομή του ελληνικού χρέους παραμένει ιδιαίτερα προστατευμένη λόγω των δανείων του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (εφεξής ΕFSF) και του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (εφεξής ΕSM) με μέσο επιτόκιο περίπου 1,5% και μέσο ορίζο-

ντα λήξης κοντά στα 19 έτη.³⁴

Το βασικό ερώτημα δεν είναι αν η αναβάθμιση ήταν δικαιολογημένη, αλλά κατά πόσο η σημερινή εικόνα μπορεί να διατηρηθεί όταν σταδιακά υποχωρήσουν οι παράγοντες που τη στήριξαν. Η παρούσα ανάλυση εξετάζει το ερώτημα αυτό σε τέσσερις άξονες: τη μετάβαση του ελληνικού χρέους από δάνεια διάσωσης σε χρηματοδότηση μέσω αγορών, την ανθεκτικότητα του τραπεζικού συστήματος, τις τέσσερις ταυτόχρονες δημοσιονομικές πιέσεις της περιόδου 2026–2028, και τη μακροπρόθεσμη επιβάρυνση από το συνταξιοδοτικό σύστημα.

Τότε και Τώρα: Από τη δημοσιονομική κατάρρευση στην επενδυτική βαθμίδα

Η σύγκριση των βασικών δεικτών μεταξύ 2009 και 2025 αποκαλύπτει μία από τις πιο εντυπωσιακές μακροοικονομικές αναστροφές της Ευρωζώνης. Πέρα από τη δημοσιονομική και χρηματοπιστωτική διάσταση, η βελτίωση είναι ορατή και στους πραγματικούς δείκτες: η απασχόληση αυξήθηκε κατά 21,3% σε σχέση με το 2013, η χρηματοδότηση νοικοκυριών και επιχειρήσεων επανήλθε σε θετικούς ρυθμούς από το 2023, και η ιδιωτική κατανάλωση αυξάνεται για τρίτη χρονιά πάνω από τον μέσο όρο της Ευρωζώνης.⁵

Το Γράφημα 1 αποτυπώνει την πορεία του δημόσιου χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ από το 2009 έως το 2025. Το χρέος αυξήθηκε από 128,5% του ΑΕΠ το 2009 σε ιστορικό υψηλό 209% το 2020, καθώς η πανδημία επιβάρυνε έντονα τα δημόσια οικονομικά και συρρίκνωσε ταυτόχρονα την οικονομική δραστηριότητα. Στην ΕΕ το δημόσιο χρέος παρουσιάζει μικρότερη μεταβλητότητα με 75,7% το 2009 και 81,7% το 2025. Για την Ελλάδα από το 2021 και μετά καταγράφεται ταχεία αποκλιμάκωση, με το χρέος να μειώνεται στο 146,1% του ΑΕΠ το 2025. Παρά τη μείωση κατά περίπου 61 ποσοστιαίες

1 ΕΛΣΤΑΤ: [Fiscal data 2022–2025](#), και Eurostat: [Government deficit/surplus, debt and associated data \(gov_10dd_edpt1 / gov_10dd_ggd\)](#), και European Commission: [Economic forecast for Greece](#).

2 FRED: [Greece 10-year government bond yield spread over Germany](#).

3 IMF: [Greece: 2025 Article IV Consultation. European Commission, Country Report –](#) και European Commission: [Greece. Greece 2.0 / Recovery and Resilience Plan and Scoreboard](#).

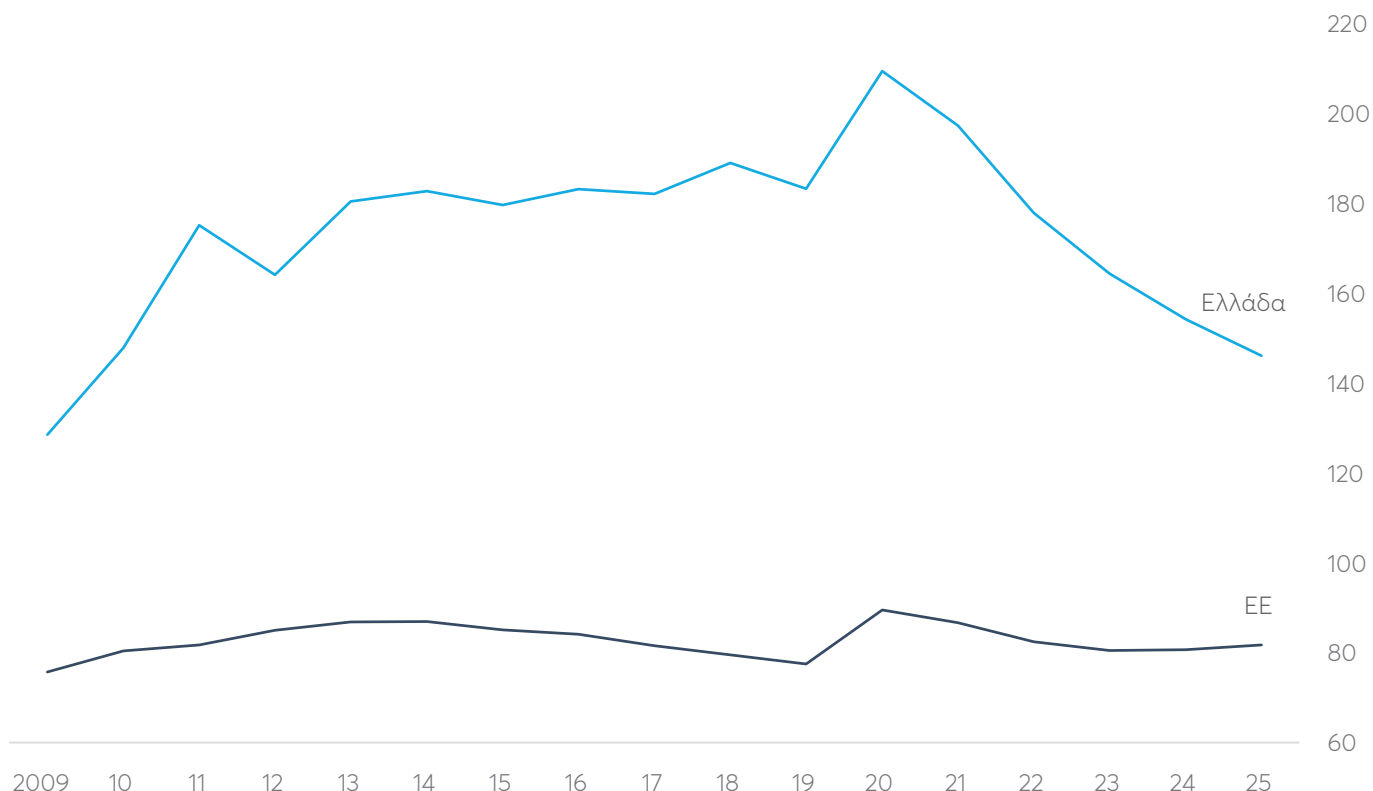
4 European Stability Mechanism: [Annual Report 2024](#), και Public Debt Management Agency: [Annual Public Debt Report 2025](#).

5 Eurostat: [government finance and labour market data](#), και European Commission: [Economic forecast for Greece](#), και ΕΛΣΤΑΤ: [Έρευνα Εργατικού Δυναμικού, Δ' τρίμηνο 2025](#).

μονάδες από την κορύφωση, το χρέος παραμένει υψηλότερο από το επίπεδο του 2009, γεγονός που

αναδεικνύει το κεντρικό παράδοξο της ελληνικής περίπτωσης.

Γράφημα 1. Δημόσιο Χρέος ως % ΑΕΠ, 2009–2025 - Ελλάδα, ΕΕ

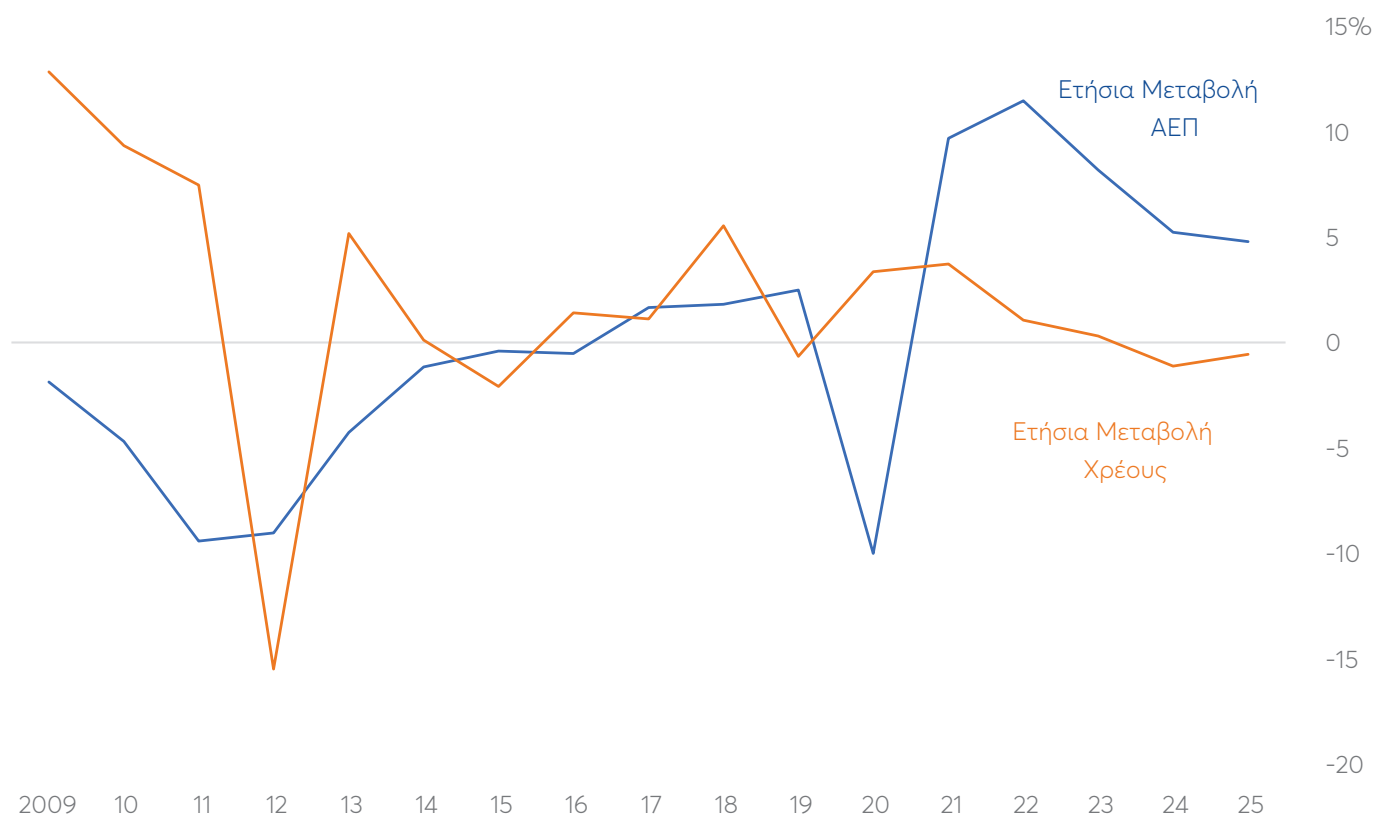


Πηγή: Eurostat ([gov_10dd_edpt1](#))

Η διάκριση μεταξύ μείωσης του λόγου χρέους και μείωσης του ονομαστικού χρέους είναι κρίσιμη. Το Γράφημα 2 αποτυπώνει την εξέλιξη του ονομαστικού ΑΕΠ και του χρέους σε απόλυτα μεγέθη και παρουσιάζει μια εικόνα μετάβασης της ελληνικής οικονομίας από την περίοδο της κρίσης στη φάση της δημοσιονομικής σταθεροποίησης. Την περίοδο 2009–2013, η βαθιά ύφεση συνδυάστηκε με υψηλά πρωτογενή ελλείμματα και ταχεία αύξηση του δημόσιου χρέους. Από το 2016 και μετά καταγράφεται σταδιακή βελ-

τίωση των βασικών μακροοικονομικών δεικτών, ενώ μετά την προσωρινή επιδείνωση της πανδημίας το 2020 η οικονομία επανέρχεται σε ισχυρούς θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης. Η περίοδος 2021–2023 χαρακτηρίζεται από υψηλό πληθωρισμό, ο οποίος ενίσχυσε τα φορολογικά έσοδα και το ονομαστικό ΑΕΠ. Σε ένα περιβάλλον αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού και επιβράδυνσης της ονομαστικής ανάπτυξης μετά το 2026, ο ρυθμός αποκλιμάκωσης αναμένεται να μειωθεί σημαντικά.

Γράφημα 2. Εξέλιξη ΑΕΠ και Χρέους, 2009–2025

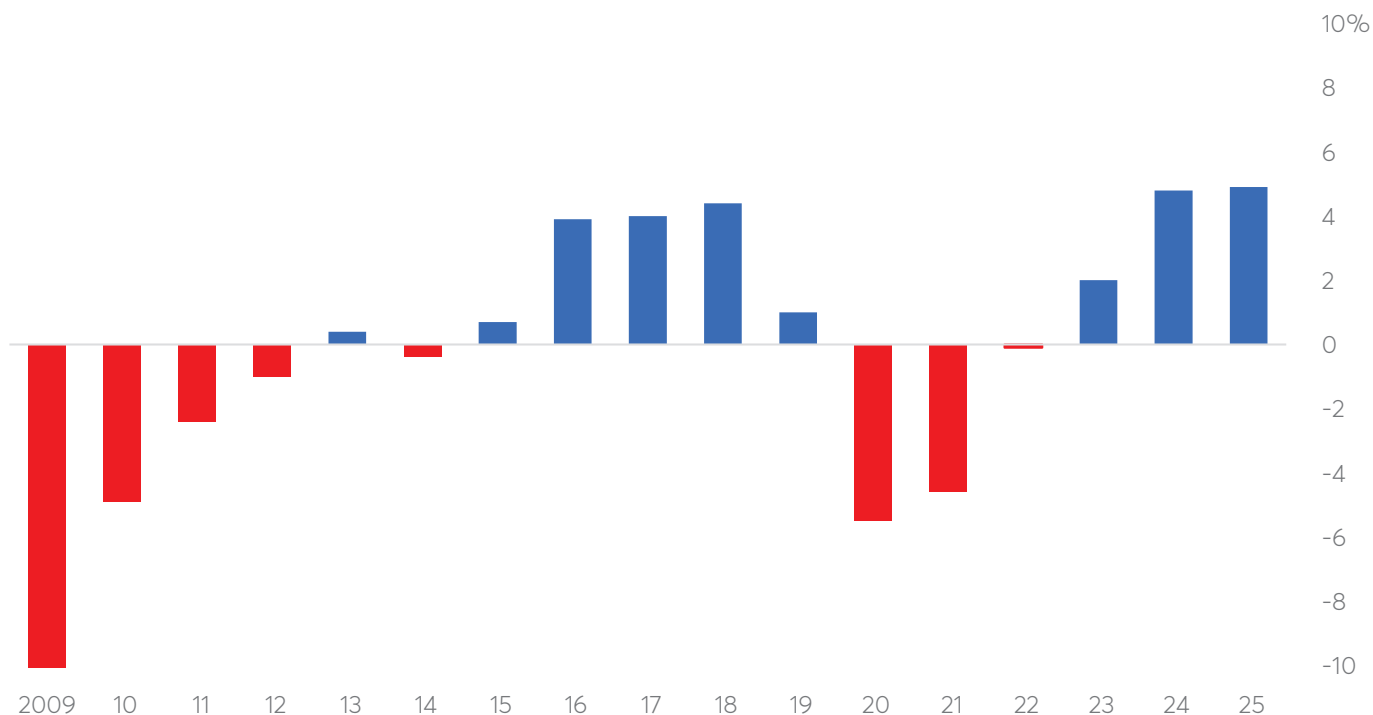


Πηγή: Eurostat ([nama_10_gdp_gov_10dd_ggd](#))

Το Γράφημα 3 δείχνει την κλίμακα της δημοσιονομικής προσαρμογής μετά την κρίση. Από το πρωτογενές έλλειμμα 10,2% του ΑΕΠ το 2009, η Ελλάδα πέρασε σε πρωτογενές πλεόνασμα ήδη από το 2016 (3,9%), διατηρώντας θετικές τιμές έως το 2019. Η πανδημία προκάλεσε προσωρινή επιδείνωση σε -5,5% το 2020, αλλά η ανάκαμψη ήταν ταχεία: από

το 2023 το πρωτογενές πλεόνασμα κινείται σταθερά πάνω από το 2% του ΑΕΠ, φτάνοντας το 4,9% το 2025. Σύμφωνα με τις προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, ο δείκτης αναμένεται να υποχωρήσει στο 3,4% το 2026 και στο 3,2% το 2027, καθώς ενσωματώνεται το κόστος του επεκτατικού δημοσιονομικού πακέτου.

Γράφημα 3. Πρωτογενές Πλεόνασμα/Έλλειμμα Γενικής Κυβέρνησης, 2009–2025 (% ΑΕΠ)



Πηγή: [Eurostat \(gov_10dd_edpt1\)](https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&code=sdg_11_10_10dd_edpt1).

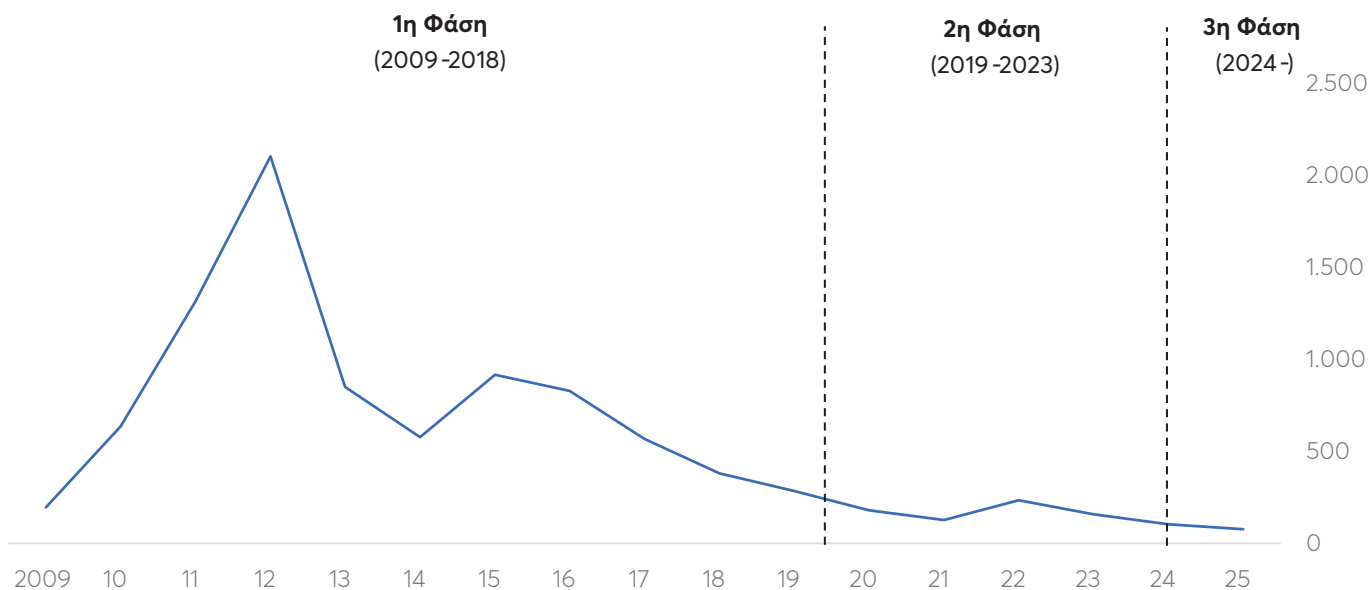
Ελλάδα και Ευρωζώνη: Από «ειδική περίπτωση κρίσης» σε μία ακόμη ευρωπαϊκή οικονομία

Η σημαντικότερη αλλαγή της τελευταίας τριετίας δεν είναι αριθμητική, αλλά δομική, και αφορά τον τρόπο με τον οποίο αξιολογείται πλέον η Ελλάδα από τις αγορές. Κατά την περίοδο 2009–2018, η χώρα θεωρούταν ειδική περίπτωση κρίσης, καθώς αποκλείστηκε ουσιαστικά από τις αγορές για επτά συναπτά έτη και η χρηματοδότηση εξαρτήθηκε σχεδόν αποκλειστικά από τους ευρωπαϊκούς μηχανισμούς στήριξης.

Το Γράφημα 4 αποτυπώνει την εξέλιξη του κό-

στους δανεισμού σε τρεις διακριτές φάσεις. Στην πρώτη φάση (2009–2018), τα περιθώρια απόδοσης κορυφώθηκαν στις 2.100 μονάδες βάσης το 2012, αντανakλώντας τον αποκλεισμό από τις αγορές και την αμφισβήτηση της παραμονής στην Ευρωζώνη. Στη δεύτερη φάση (2019–2023), παρατηρείται σταδιακή αποκατάσταση εμπιστοσύνης και επιστροφή σε τακτικές εκδόσεις ομολόγων, με τα περιθώρια να υποχωρούν από τα επίπεδα των 200 (στο τέλος του έτους) στις 115 μονάδες βάσεις. Στην τρίτη φάση (2024–2025), η Ελλάδα δεν αντιμετωπίζεται πλέον ως ειδική περίπτωση που χρειάζεται διαχείριση κρίσης, αλλά ως μία οικονομία που πρέπει να αποδείξει ότι η σταθερότητά της είναι δομική και όχι συγκυριακή.

Γράφημα 4. Περιθώρια Απόδοσης Ελληνικού 10ετούς έναντι Γερμανικού Bund, 2009–2025 (μονάδες βάσης)



Πηγή: [FRED](#)

Η μετατόπιση αυτή έχει διπλή σημασία. Από τη μία πλευρά, η Ελλάδα απολαμβάνει πλέον πρόσβαση σε κεφάλαια με κόστος συγκρίσιμο με άλλες ευρωπαϊκές οικονομίες επενδυτικής βαθμίδας, γεγονός που μειώνει σημαντικά τον κίνδυνο ρευστότητας και αναχρηματοδότησης. Από την άλλη, η μετάβαση στην κανονικότητα συνεπάγεται ότι οποιαδήποτε δημοσιονομική επιδείνωση θα αξιολογείται πλέον με αυστηρά κριτήρια αγοράς, χωρίς το αμυντικό απόθεμα που παρείχε η κατηγορία της «ειδικής περίπτωσης». Σε αυτό το περιβάλλον, ακόμη και μικρές μεταβολές στις προσδοκίες των επενδυτών μπορούν να επηρεάσουν δυσανάλογα το κόστος δανεισμού.

1. Ανατιμολόγηση Κρατικού Κινδύνου: Η πορεία προς τις αγορές

Η Ελλάδα κατόρθωσε να διατηρήσει εξαιρετικά υψηλό λόγο χρέους/ΑΕΠ χωρίς άμεσες πιέσεις χρηματοδότησης χάρη στη δομή του χρέους της. Περίπου τα τρία τέταρτα του δημόσιου χρέους κατέχονται από επίσημους πιστωτές, κυρίως EFSF και ESM,

με μέσο επιτόκιο περίπου 1,5% και μέσο ορίζοντα λήξης κοντά στα 19 έτη. Η δομή αυτή είναι ασυνήθιστη: το ετήσιο κόστος εξυπηρέτησης του ελληνικού χρέους παραμένει χαμηλότερο από αυτό χωρών με σημαντικά μικρότερο λόγο χρέους/ΑΕΠ, ενώ τα υψηλά ταμειακά διαθέσιμα του Δημοσίου περιορίζουν περαιτέρω τον βραχυπρόθεσμο κίνδυνο αναχρηματοδότησης.⁶

Η πρόωρη αποπληρωμή 7,9 δισ. ευρώ δανείων Ελληνικής Δανειακής Διευκόλυνσης (εφεξής GLF) τον Δεκέμβριο 2024, χωρίς εξωτερική υποχρέωση, αποτέλεσε μια σημαντική κίνηση αξιοπιστίας. Παράλληλα όμως επιτάχυνε τη μετάβαση: καθώς τα προνομιακά δάνεια διάσωσης αποπληρώνονται, αντικαθίστανται από ομόλογα αγοράς με βραχύτερες ληκτότητες και υψηλότερο κόστος. Το ποσοστό των ομολόγων αγοράς στο συνολικό χρέος αυξήθηκε από 15% το 2017 σε περίπου 28% σήμερα, ενώ ο ESM και ο EFSF, οι δύο μεγαλύτεροι πιστωτές της χώρας, κατέχουν από κοινού περίπου το 54% του ελληνικού δημόσιου χρέους.⁷ Με βάση τη γραμμική προέκταση αυτής της τάσης, το ποσοστό των ομολόγων θα μπορούσε να ξεπεράσει το 40% έως το

6 European Stability Mechanism: [Annual Report 2024](#), και Public Debt Management Agency: [Annual Public Debt Report 2025](#).

7 ΟΔΔΗΧ (PDMA), Public Debt Profile. ESM, Greece. [ESM and EFSF waive Greece's repayment obligation, enabling early repayment of GLF loans](#). Η εκτίμηση 40% για το 2030 αποτελεί ίδιο υπολογισμό βάσει γραμμικής προέκτασης, όχι επίσημη πρόβλεψη ΟΔΔΗΧ.

2030, μια εκτίμηση που εξαρτάται από τον ρυθμό αποπληρωμής των δανείων EFSF/ESM, την εξέλιξη των χρηματοδοτικών αναγκών του Δημοσίου και τις συνθήκες που θα επικρατήσουν στις διεθνείς αγορές χρέους την επόμενη πενταετία. Ήδη η σταδιακή πρόωρη αποπληρωμή δανείων GLF και EFSF, μέσω αντίστοιχων νέων εκδόσεων ομολόγων, επιταχύνει αυτή τη μετάβαση νωρίτερα απ' όσο θα υπαγόρευε μόνο η φυσική λήξη των υφιστάμενων δανείων, καθώς το Δημόσιο επιλέγει να υποκαθιστά προληπτικά το ακριβότερο μνημονιακό χρέος με χρηματοδότηση αγοράς υπό ευνοϊκότερες συνθήκες. Η μετάβαση αυτή δεν δημιουργεί άμεσο πρόβλημα βιωσιμότητας, αλλά αλλάζει σταδιακά τη φύση του κινδύνου. Όσο αυξάνεται η χρηματοδότηση μέσω αγορών, τόσο μεγαλύτερη σημασία αποκτούν οι προσδοκίες των επενδυτών για τη μελλοντική πορεία της οικονομίας, των πρωτογενών πλεονασμάτων και της πολιτικής σταθερότητας.⁸

Σε ένα σενάριο επιστροφής των δεκαετών αποδόσεων στα επίπεδα του 2008 (περίπου 4,5%), το πρόσθετο ετήσιο κόστος τόκων θα μπορούσε να φθάσει σταδιακά το 0,8%–1,0% του ΑΕΠ, δηλαδή ποσό συγκρίσιμο με το συνολικό κόστος του επεκατατικού πακέτου. Η περίοδος 2026–2028 ενδέχεται να αποτελέσει το πρώτο ουσιαστικό τεστ αυτής της μετάβασης.⁹

Η πρόκληση επομένως δεν αφορά μόνο το ύψος του ελληνικού χρέους, αλλά τη σταδιακή μετάβαση από ένα καθεστώς εξαιρετικά προστατευμένης χρηματοδότησης σε ένα περιβάλλον κανονικής πειθαρχίας των αγορών.

2. Τραπεζικό Σύστημα: Σημαντική βελτίωση με υπολειπόμενες αδυναμίες

Η εξυγίανση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος αποτελεί μία από τις πιο εντυπωσιακές διαρθρωτικές βελτιώσεις της τελευταίας δεκαετίας. Τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια μειώθηκαν από 49,1% το 2016, ένα από τα υψηλότερα επίπεδα που έχουν καταγραφεί σε ευρωπαϊκό τραπεζικό σύστημα, σε 3,3% τον Δεκέμβριο 2025, κάτω από τα προ κρίσης επίπεδα και σε σύγκλιση με τον μέσο όρο της Τραπεζικής Ένωσης. Οι τράπεζες επέστρεψαν σε διατηρήσιμη κερδοφορία. Η Fitch αναβάθμισε τις ελληνικές τράπεζες σε επενδυτική βαθμίδα, αναγνωρίζοντας τη βαθιά αλλαγή του τραπεζικού τοπίου.¹⁰

Πέρα από την αποκλιμάκωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων, η αλλαγή είναι ορατή σε όλους τους δείκτες κερδοφορίας και αποτελεσματικότητας: η απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE) διαμορφώνεται στο 13%, πάνω από τον μέσο όρο της Τραπεζικής Ένωσης (10,2%), οι τέσσερις συστημικές τράπεζες επανεκκίνησαν τη διανομή μερισμάτων το 2024 για πρώτη φορά από το 2008, και ο δείκτης CET1 κινείται περίπου στο 16%.¹¹

Το Γράφημα 5 αποτυπώνει την πλήρη διαδρομή της τραπεζικής κρίσης και της εξυγίανσης των ισολογισμών. Η ανάλυση ανά κατηγορία αποκαλύπτει ότι τα επιχειρηματικά δάνεια συγκέντρωσαν το μεγαλύτερο μέρος του προβλήματος, με τα στεγαστικά και καταναλωτικά να ακολουθούν. Η αποκλιμάκωση μετά το 2019, με τον δείκτη να φθάνει στο 3,3% τον Δεκέμβριο 2025, οφείλεται κυρίως στις τιτλοποιήσεις του προγράμματος «ΗΡΑΚΛΗΣ» που εγγυήθηκε ομόλογα συνολικής αξίας 18,7 δις. ευρώ και δευτερευόντως στη βελτίωση της οικονομικής κατάστασης των δανειοληπτών.

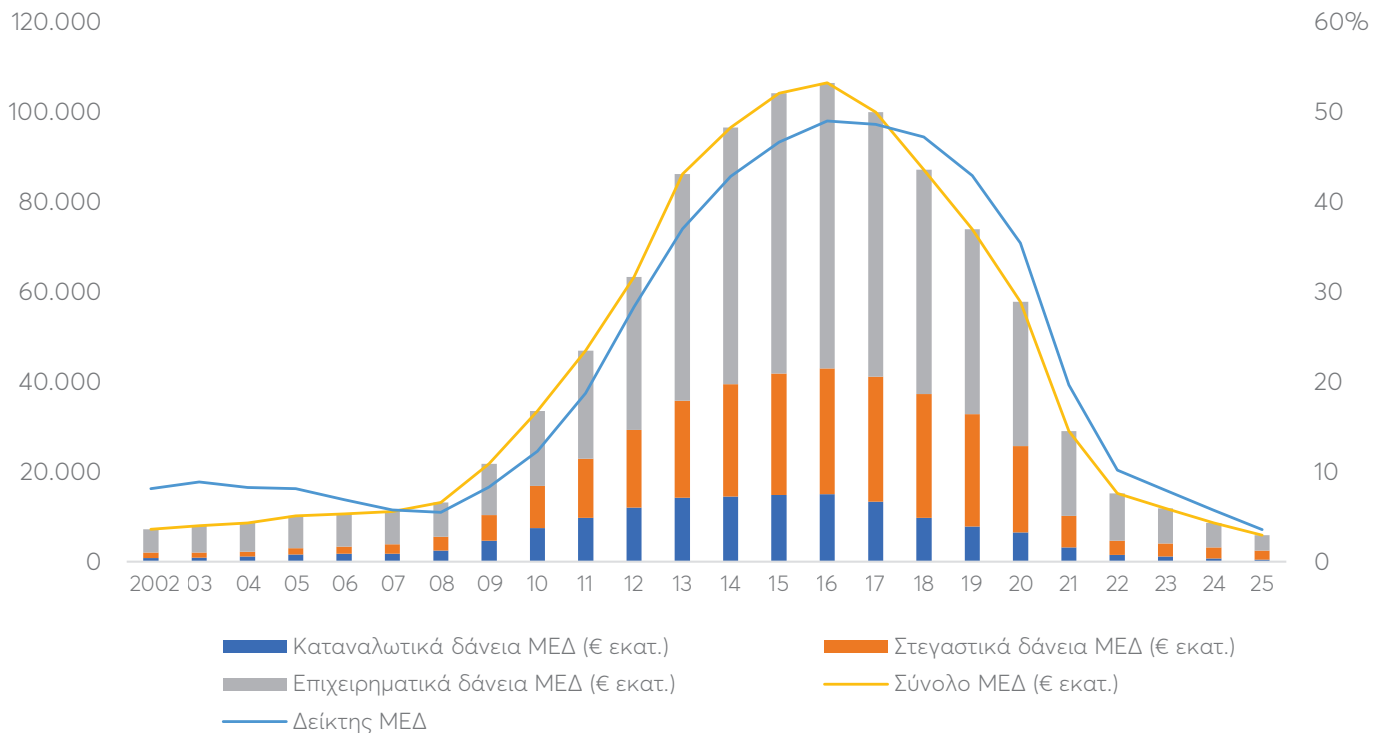
8 FRED: [long-term government bond yields: Greece and Germany](#), και PDMA: [Hellenic Republic Funding Strategy / debt profile](#).

9 European Commission: [Economic Forecast for Greece, Spring 2026](#).

10 Bank of Greece: [Financial Stability Review, May 2026](#), και Fitch Ratings: [Greece sovereign/bank sector commentary, 2025–2026](#).

11 Bank of Greece: [Financial Stability Review, May 2026](#).

Γράφημα 5. Μη Εξυπηρετούμενα Δάνεια ανά κατηγορία και Δείκτης ΜΕΔ σε εκατ. €, 2002–2025



Πηγή: [Τράπεζα της Ελλάδος, Financial Stability Review](#)

Παράλληλα όμως παραμένει μια σημαντική διαρθρωτική αδυναμία. Οι Αναβαλλόμενες Φορολογικές Απαιτήσεις αντιστοιχούν στο 44,6% των εποπτικών κεφαλαίων CET1 των τεσσάρων συστημικών τραπεζών. Αυτό σημαίνει ότι σχεδόν το μισό της κεφαλαιακής βάσης τους δεν είναι πραγματικό κεφάλαιο με την οικονομική έννοια, αλλά λογιστική απαίτηση που εξαρτάται από μελλοντικά φορολογικά κέρδη ή από κρατική εγγύηση.¹²

Ο δεσμός κράτους–τραπεζών έχει αποδυναμωθεί σημαντικά σε σχέση με την περίοδο της κρίσης, αλλά δεν έχει εξαλειφθεί πλήρως. Σε σενάριο δημοσιονομικής επιδείνωσης, η αύξηση των περιθωρίων απόδοσης πιέζει την αξία των ελληνικών ομολόγων στους τραπεζικούς ισολογισμούς και αυξάνει το κόστος χρηματοδότησης των τραπεζών. Αντίστροφα, ενδεχόμενες τραπεζικές ζημιές ενεργοποιούν τις Αναβαλλόμενες Φορολογικές Απαιτήσεις και επιβαρύνουν τον κρατικό προϋπολογισμό. Η σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος παραμένει επομένως στενά συνδεδεμένη με τη διατήρηση της δημοσιονομικής αξιοπιστίας.

3. Όρια Δημοσιονομικής Αξιοπιστίας: Τέσσερις ταυτόχρονες πιέσεις για την περίοδο 2026–2028

Η περίοδος 2026–2028 χαρακτηρίζεται από τέσσερις ταυτόχρονες πιέσεις που ενδέχεται να περιορίσουν σημαντικά τη δημοσιονομική ευελιξία της χώρας. Το κρίσιμο στοιχείο δεν είναι η ύπαρξη του κάθε κινδύνου μεμονωμένα, αλλά η χρονική σύμπτωση τους σε ένα παράθυρο τριών ετών, σε μια περίοδο όπου ταυτόχρονα αλλάζει και το συνολικό πλαίσιο χρηματοδότησης της χώρας.

1. Η λήξη του ΤΑΑ και η αναμενόμενη επιβράδυνση των δημόσιων επενδύσεων

Η χρηματοδότηση μέσω ΤΑΑ ολοκληρώνεται τον Αύγουστο 2026. Η Ελλάδα έχει λάβει 24,6 δισ. ευρώ ή 68,5% της συνολικής κατανομής των 35,95 δισ. ευρώ, με το 53% των ορόσημων εκπληρωμένα. Αυτές οι ροές έχουν συμβάλει κατ' εκτίμηση 1,5 ποσοστιαία μονάδα στον ετήσιο ρυθμό ανάπτυξης. Σύμφωνα με το ΔΝΤ, οι δημόσιες επενδύσεις θα μειωθούν κατά περίπου 2,5 ποσοστιαίες μονάδες του

¹² Bank of Greece: [Financial Stability Review, May 2026](#).

ΑΕΠ μετά τη λήξη, μια απότομη πτώση που δεν συνοδεύεται από αντίστοιχη αύξηση ιδιωτικών επενδύσεων, καθώς η ιδιωτική επένδυση παραμένει 24% κάτω από τα προ κρίσης επίπεδα. Η οικονομία δεν έχει αποδείξει ακόμη ότι μπορεί να αναπτύσσεται με ρυθμό άνω του 2% χωρίς τη στήριξη των ευρωπαϊκών πόρων.¹³

2. Το νέο επεκτατικό δημοσιονομικό πακέτο

Το επεκτατικό πακέτο 2026–2027 περιλαμβάνει μειώσεις φόρου εισοδήματος, ΕΝΦΙΑ και ΦΠΑ, καθώς και αυξήσεις συντάξεων και μισθών δημοσίου. Το συνολικό κόστος εκτιμάται στο 0,6% του ΑΕΠ το 2026 και 0,8% του ΑΕΠ το 2027. Το πακέτο εμφανίζει τρία δομικά προβλήματα. Πρώτον, είναι φιλοκυκλικό, δηλαδή ακολουθεί την πορεία του οικονομικού κύκλου. Εισάγεται τη στιγμή που η οικονομία ήδη υπεραποδίδει, σε αντίθεση με τη δημοσιονομική θεωρία που υπαγορεύει συγκράτηση σε περιόδους ευνοϊκής συγκυρίας. Δεύτερον, είναι ασύμμετρο: δημιουργεί μόνιμες δαπάνες, δηλαδή συντάξεις και μισθούς, που χρηματοδοτούνται από κυκλικά έσοδα τα οποία δεν είναι εγγυημένα για το 2027–2028. Τρίτον, αναβιώνει ένα ιστορικό μοτίβο: τη χαλάρωση της δημοσιονομικής πειθαρχίας αμέσως μετά την επίτευξη οικονομικού στόχου.¹⁴

3. Αναβαλλόμενες Φορολογικές Απαιτήσεις και ο φαύλος κύκλος κράτους–τραπεζών

Όπως αναλύεται στην ενότητα 2, οι Αναβαλλόμενες Φορολογικές Απαιτήσεις στο 44,6% του CET1 διατηρούν μια έμμεση διασύνδεση κράτους–τραπεζών που λειτουργεί αμφίδρομα. Σε σενάριο δημοσιονομικής επιδείνωσης, οι τράπεζες αντιμετωπίζουν αυξημένο κόστος χρηματοδότησης και πίεση στους ισολογισμούς τους, γεγονός που αυξάνει την πιθανότητα ενεργοποίησης των Αναβαλλόμενων Φορολογικών Απαιτήσεων και επιβαρύνει περαιτέρω τον προϋπολογισμό. Ο στόχος των τραπεζών είναι η μείωση στο 25%–30% του CET1 έως το 2030, με βάση τα προγράμματα κερδοφορίας που έχουν

συμφωνηθεί με τον SSM. Πάρα ταύτα, το 2026 παραμένουν σε επίπεδα που δεν επιτρέπουν εφησυχασμό.¹⁵

4. Συνταξιοδοτικό Σύστημα: Η αθέατη δημοσιονομική υποχρέωση

Το επίσημο χρέος 146,1% του ΑΕΠ υποεκτιμά το πραγματικό δημοσιονομικό βάρος, καθώς αγνοεί τη μεγαλύτερη μεσοπρόθεσμη δέσμευση των δημόσιων οικονομικών: τις συνταξιοδοτικές υποχρεώσεις. Το Γράφημα 6 συγκρίνει τις συνταξιοδοτικές δαπάνες ως ποσοστό του ΑΕΠ σε επιλεγμένες χώρες της ΕΕ. Η Ελλάδα δαπανά περίπου 14% του ΑΕΠ ετησίως για συντάξεις, την τέταρτη υψηλότερη δαπάνη στην ΕΕ και 1,7 ποσοστιαίες μονάδες πάνω από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο. Παρά τις διαδοχικές μεταρρυθμίσεις της προηγούμενης δεκαετίας, η δαπάνη παραμένει διαρθρωτικά υψηλή.¹⁶

Πέρα από το ύψος της δαπάνης, εξίσου ανησυχητικός είναι ο τρόπος χρηματοδότησής της. Σε αντίθεση με την πλειονότητα των χωρών της ΕΕ, η Ελλάδα στηρίζεται σχεδόν αποκλειστικά στον πρώτο πυλώνα διανεμητικού χαρακτήρα: οι σημερινοί εργαζόμενοι χρηματοδοτούν τους σημερινούς συνταξιούχους, χωρίς την ύπαρξη ενός αποταμιευτικού αποθέματος που να απορροφά κραδασμούς. Σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ, η Ελλάδα καταγράφει το χαμηλότερο ύψος συνταξιοδοτικών αποθεματικών ως ποσοστό του ΑΕΠ μεταξύ όλων των χωρών-μελών, με δεκαεπτά χώρες, συμπεριλαμβανομένης της Ελλάδας, να βρίσκονται κάτω από το 20% του ΑΕΠ.¹⁷

Τα αριθμητικά στοιχεία αποκαλύπτουν το βάθος της εξάρτησης. Σύμφωνα με επεξεργασία στοιχείων από τις Εισηγητικές Εκθέσεις Προϋπολογισμού 2018–2025 του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών¹⁸, την οποία διενήργησε το ΚΕΦΙΜ¹⁹, περίπου το 43% της συνολικής συνταξιοδοτικής δαπάνης χρηματοδοτείται άμεσα από τον κρατικό προϋπολογισμό και όχι από ασφαλιστικές εισφορές. Αυτό σημαίνει ότι σχεδόν οι μισές συντάξεις στην Ελλάδα

13 European Commission: [Recovery and Resilience Scoreboard, country overview](#), και IMF: [Greece: 2026 Article IV Consultation](#).

14 Ministry of Economy and Finance: [Draft Budgetary Plan 2026 – Greece](#), και European Commission, [Economic forecast for Greece](#).

15 European Commission: [Country Report – Greece, 2026: deferred tax credits in CET1](#).

16 Eurostat: [Social protection statistics: pension expenditure](#).

17 OECD: [Pensions at a Glance 2025](#).

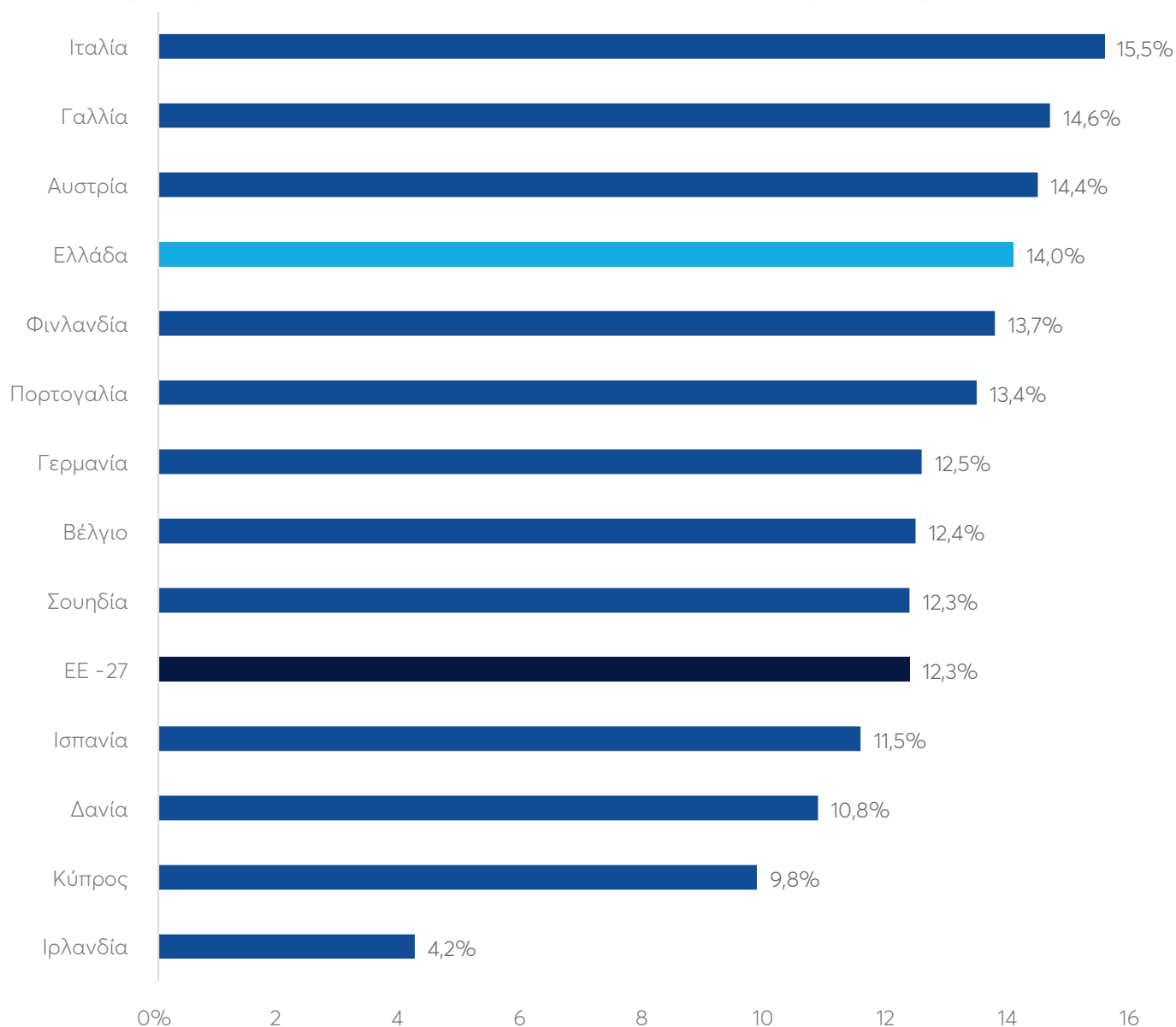
18 Κρατικός Προϋπολογισμός <https://minfin.gov.gr/kratikos-proypologismos/>.

19 ΚΕΦΙΜ, Policy Paper #2, Μάιος 2026: https://kefim.org/wp-content/uploads/2026/05/PolicyPaper_No2_Sintaxiodotiko-1-1.pdf

δεν καλύπτονται από το ίδιο το ασφαλιστικό σύστημα αλλά από τη γενική φορολογία. Παράλληλα, οι προβολές της Ευρωπαϊκής Επιτροπής δείχνουν ότι έως το 2029 η κρατική συμμετοχή στη χρηματοδό-

τηση των παροχών θα μπορούσε να προσεγγίσει το 62%, επιδείνωση που αντανakλά κυρίως τις δημογραφικές εξελίξεις.²⁰

Γράφημα 6. Συνταξιοδοτικές Δαπάνες ως % ΑΕΠ – Επιλεγμένες χώρες ΕΕ, 2023



Πηγή: [Eurostat, Social protection statistics](#)

Οι πιέσεις αυτές είναι διαρθρωτικές και μη αναστρέψιμες βραχυπρόθεσμα. Σύμφωνα με την Έκθεση Γήρανσης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής 2024, ο δείκτης εξάρτησης προβλέπεται να αυξηθεί από 39,0 το 2022 σε 74,4 το 2050. Αυτό σημαίνει ότι όλο και λιγότεροι εργαζόμενοι θα καλούνται να χρημα-

τοδοτούν όλο και περισσότερους συνταξιούχους, αυξάνοντας μηχανικά την πίεση στον προϋπολογισμό. Σε αντίθεση με τις πιέσεις που σχετίζονται με το ΤΑΑ, οι συνταξιοδοτικές υποχρεώσεις αποτελούν μόνιμη δέσμευση δημοσιονομικού χώρου για την επόμενη δεκαετία και πέρα. Στον ίδιο χρονικό ορί-

20 ΚΕΦΙΜ: [Το Συνταξιοδοτικό Σύστημα στην Ελλάδα και την ΕΕ: Ένα Αναπτυξιακό Εργαλείο Χωρίς Εφαρμογή](#).

ζοντα, η συνταξιοδοτική δαπάνη ενδέχεται να φτάσει μέχρι και το 17% του ΑΕΠ.²¹

Η πίεση αυτή ενισχύθηκε από το brain drain της κρίσης: πάνω από 796.000 κυρίως νέοι και υψηλής εκπαίδευσης Έλληνες μετανάστευσαν στο εξωτερικό την περίοδο 2010-2018, με το 60% να προέρχεται από την πιο παραγωγική ηλικιακή ομάδα (25-44 ετών), συρρικνώνοντας τόσο τον πληθυσμό εργάσιμης ηλικίας όσο και τη μελλοντική φοροδοτική βάση της χώρας.²² Το φαινόμενο αυτό έχει αρχίσει να αντιστρέφεται τα τελευταία χρόνια, μάλιστα το 2023 η επαναπατρισμένη μετανάστευση ξεπέρασε για πρώτη φορά την εκροή, ωστόσο ο συνολικός πληθυσμιακός αντίκτυπος της δεκαετίας 2010-2019 παραμένει μόνιμα εγγεγραμμένος στην ηλικιακή διάρθρωση της χώρας.²³

5. Ιστορικός παραλληλισμός: 1996–2004 ως καθρέφτης

Η Ελλάδα έχει ξαναζήσει παρόμοιο σενάριο. Μεταξύ 1996–2001 εφάρμοσε αυστηρή, εξωτερικά επιβεβλημένη, δημοσιονομική πειθαρχία με στόχο την ένταξη στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση (εφεξής ΟΝΕ). Το έλλειμμα της Γενικής Κυβέρνησης μειώθηκε από 7,4% σε 3,7% του ΑΕΠ, ενώ η πτώση των επιτοκίων και η προσδοκία συμμετοχής στο ευρώ βελτίωσαν σημαντικά την πρόσβαση της χώρας στις αγορές.²⁴

Η ένταξη στην ΟΝΕ λειτούργησε τότε ως ισχυρός εξωτερικός μηχανισμός πειθαρχίας. Ωστόσο, μετά την επίτευξη του στόχου, η δημοσιονομική πολιτική έγινε σταδιακά πιο επεκτατική. Μεταξύ 2001 και 2004 οι πρωτογενείς δαπάνες αυξήθηκαν κατά περίπου 6 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ, ενώ το δημοσιονομικό έλλειμμα επανήλθε στο 7,5% του ΑΕΠ.

Η αποκλιμάκωση του κόστους δανεισμού και η εύκολη πρόσβαση σε φθηνή χρηματοδότηση περιόρισαν τα κίνητρα για διατήρηση της δημοσιονομικής προσαρμογής, επιτρέποντας τη σταδιακή συσσώρευση ανισορροπιών που κορυφώθηκαν με την κρίση του 2010.²⁵

Ο παραλληλισμός με τη σημερινή συγκυρία παρουσιάζει ορισμένες αξιοσημείωτες ομοιότητες. Και στις δύο περιπτώσεις, μια περίοδος έντονης προσαρμογής συνδέθηκε με την επίτευξη ενός εξωτερικού στόχου, τότε η ένταξη στην ΟΝΕ, σήμερα η ανάκτηση της επενδυτικής βαθμίδας και η έξοδος από το καθεστώς ενισχυμένης εποπτείας. Παράλληλα, η βελτίωση της δημοσιονομικής εικόνας συνοδεύτηκε από ταχεία αποκλιμάκωση του κόστους δανεισμού και ενίσχυση της πρόσβασης στις αγορές.

Η σημερινή συγκυρία διαφέρει ουσιαστικά από εκείνη της δεκαετίας του 2000 ως προς τη θεσμική εποπτεία της Ευρωζώνης, τη δομή του ελληνικού χρέους και τη σημαντικά βελτιωμένη εικόνα του τραπεζικού συστήματος. Ωστόσο, η βασική πρόκληση παραμένει παρόμοια: κατά πόσο η δημοσιονομική πειθαρχία μετά το 2018 αντανάκλα μια βαθύτερη εγχώρια δέσμευση ή εξακολουθεί να εξαρτάται κυρίως από εξωτερικές πιέσεις και ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης.

Η περίοδος 2026–2028 πιθανότατα θα αποτελέσει το πρώτο ουσιαστικό τεστ αυτής της μετάβασης, καθώς η σταδιακή λήξη του ΤΑΑ, η επιβράδυνση της ονομαστικής ανάπτυξης, η μεγαλύτερη εξάρτηση από τις αγορές και οι δημογραφικές εξελίξεις που καθιστούν το συνταξιοδοτικό μη βιώσιμο στη σημερινή του μορφή μακροπρόθεσμα θα περιορίσουν τους παράγοντες που στήριξαν τη δημοσιονομική επίδοση των τελευταίων ετών.

21 European Commission: [2024 Ageing Report; Greek Pension System Fiche](#).

22 Institute for Alternative Policies(ENA): [Μελέτη 2024: 796.000 εργαζόμενοι ηλικίας μετανάστευσαν 2010–2018, 60% στην ηλικιακή ομάδα 25–44 ετών](#).

23 Eurostat: [Στοιχεία μετανάστευσης 2023: η επαναπατρισμένη μετανάστευση Ελλήνων πολιτών ξεπέρασε την εκροή για πρώτη φορά από το 2010](#).

24 European Commission: [AMECO database](#), και European Commission: [Public finances in EMU – 2004](#).

25 European Commission: [AMECO Database](#) και OECD: [The Costs of Delaying Fiscal Consolidation](#).

Συμπεράσματα

Η Ελλάδα έχει επιτύχει μια πραγματική και μετρήσιμη μεταμόρφωση. Η επιστροφή σε επενδυτική βαθμίδα, η αποκλιμάκωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων, η σύγκλιση των spread στις 77 μονάδες βάσης, η διατήρηση πρωτογενούς πλεονάσματος, σε συνδυασμό με τη δομική βελτίωση της φορολογικής συμμόρφωσης και την πρόωρη αποπληρωμή των δανείων, αντικατοπτρίζουν μια ουσιαστική και βαθιά αλλαγή. Η προηγούμενη δεκαετία υπήρξε μία από τις πιο επώδυνες οικονομικές προσαρμογές που έχει βιώσει χώρα-μέλος της Ευρωζώνης, και η Ελλάδα την ολοκλήρωσε.

Ωστόσο, το κρίσιμο ερώτημα δεν είναι αν η Ελλάδα έχει βελτιωθεί, αλλά αν η σημερινή δημοσιονομική ισορροπία μπορεί να διατηρηθεί όταν σταδιακά αποσυρθούν οι ευνοϊκές συνθήκες της τελευταίας περιόδου. Τέσσερις πιέσεις συγκλίνουν χρονικά στο

παράθυρο 2026–2028: η λήξη του ΤΑΑ τον Αύγουστο 2026, το φιλοκυκλικό επεκτατικό πακέτο, ο υπολειπόμενος δεσμός κράτους–τραπεζών μέσω των Αναβαλλόμενων Φορολογικών Απαιτήσεων και η δομική ακαμψία των συνταξιοδοτικών δαπανών. Καμία από αυτές δεν απαιτεί εξωτερικό σοκ για να γίνει ορατή στα περιθώρια απόδοσης· αρκεί μια αλλαγή προσδοκιών.

Το ιστορικό μοτίβο 1996–2004 αναβιώνει με ανησυχητική ακρίβεια. Η κρίσιμη διαφορά ανάμεσα σε δημοσιονομική επιτυχία και δημοσιονομική αξιοπιστία δεν βρίσκεται στα νούμερα, αλλά στη θεσμική εμπέδωση: στο κατά πόσο η πειθαρχία τηρείται επειδή υπάρχει εξωτερική πίεση ή επειδή έχει ενσωματωθεί στις εγχώριες πολιτικές επιλογές. Το παράθυρο 2026–2028 δεν αποτελεί απλώς ένα δημοσιονομικό τεστ· αποτελεί το τεστ του κατά πόσο η Ελλάδα έχει πραγματικά αλλάξει, ή αν απλώς εξαγόρασε χρόνο.

Το Κέντρο Φιλελεύθερων Μελετών είναι η κύρια ανεξάρτητη, μη κρατική, μη κομματική φιλελεύθερη δεξαμενή σκέψης στην Ελλάδα. Έχει τη νομική μορφή της αστικής μη κερδοσκοπικής εταιρείας και έδρα την Αθήνα. Το όραμά μας είναι μια Ελλάδα πρότυπο οικονομικής και κοινωνικής ελευθερίας που παρέχει στους πολίτες της τη δυνατότητα να δημιουργήσουν και να επιδιώξουν τα όνειρα και τις φιλοδοξίες τους. Ο σκοπός του Κέντρου Φιλελεύθερων Μελετών είναι να αυξήσει την επιρροή των φιλελεύθερων προτάσεων και ιδεών στον δημόσιο διάλογο και την πολιτική. Το έργο του περιλαμβάνει ερευνητικά προγράμματα, εκδόσεις και εκδηλώσεις που έχουν ως επίκεντρο την αύξηση της ατομικής ελευθερίας για κάθε πολίτη.

Κατά την εκπόνηση της μελέτης χρησιμοποιήθηκαν εργαλεία τεχνητής νοημοσύνης για την υποστήριξη της έρευνας, επεξεργασίας και παρουσίασης του υλικού. Το περιεχόμενο υποβλήθηκε σε ανθρώπινο έλεγχο και αξιολόγηση. Την ευθύνη για την ακρίβεια, την ανάλυση και την ερμηνεία των στοιχείων, καθώς και για τα συμπεράσματα της μελέτης φέρουν αποκλειστικά και πλήρως οι συγγραφείς της μελέτης και το ΚΕΦΙΜ.

Οι απόψεις που δημοσιεύονται στο κείμενο εκφράζουν τους συντάκτες του και όχι απαραίτητα τον οργανισμό.



ΚΕΝΤΡΟ ΦΙΛΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ

Τζωρτζ 5, 10682, Αθήνα

T: +30 210 5238373

www.kefim.org

info@kefim.org

[facebook.com/kefim.org](https://www.facebook.com/kefim.org)

x.com/kefim_org

[gr.linkedin.com/company/centerforliberalstudies](https://www.linkedin.com/company/centerforliberalstudies)

[youtube.com/kefim](https://www.youtube.com/kefim)