

# POLICY PAPER #1

Ιανουάριος 2025

## Το κριτήριο χρέους του Μάαστριχτ θέτει εμπόδια στην αναγκαία μεταρρύθμιση των συνταξιοδοτικών συστημάτων σε Ελλάδα και Ευρώπη

Συντάκτης: Κωνσταντίνος Σαραβάκος

# Το κριτήριο χρέους του Μάαστριχτ θέτει εμπόδια στην αναγκαία μεταρρύθμιση των συνταξιοδοτικών συστημάτων σε Ελλάδα και Ευρώπη

**Κωνσταντίνος Σαραβάκος**

Επικεφαλής Ερευνών ΚΕΦΙΜ, [Constantinos.saravakos@kefim.org](mailto:Constantinos.saravakos@kefim.org)



Πρώτη Έκδοση

Αθήνα, Ιανουάριος 2025

## Επιτελική Σύνοψη

Στο κείμενο πολιτικής αναλύεται η επίδραση της έλλειψης κεφαλαιοποιητικών συνταξιοδοτικών συστημάτων στην Ελλάδα και στην Ευρωπαϊκή Ένωση κατά την περίοδο 2012-2021. Η ανάλυση δείχνει πως η Ελλάδα υστερεί σημαντικά σε σχέση με άλλες χώρες της ΕΕ, καθώς δεν έχει δημιουργηθεί πλούτος μέσω κεφαλαιοποίησης συνταξιοδοτικών αποταμιεύσεων, ενώ το αντίστοιχο ποσοστό για χώρες όπως η Ισλανδία και η Δανία ανέρχεται σε 11% του ΑΕΠ. Η απουσία ενός ισχυρού κεφαλαιοποιητικού πυλώνα οδηγεί σε απώλειες εισοδήματος, που για την Ελλάδα εκτιμώνται στα 770 ευρώ ετησίως ανά άτομο (2022), επηρεάζοντας αρνητικά τόσο το ΑΕΠ όσο και τη βιωσιμότητα του συνταξιοδοτικού συστήματος. Από το 2021, στην Ελλάδα έχουν γίνει σημαντικά βήματα προς τη δημιουργία και ενίσχυση του κεφαλαιοποιητικού πυλώνα συντάξεων. Ωστόσο, τα αποτελέσματα αυτών των μεταρρυθμίσεων αναμένονται κυρίως σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα, με θετικές προοπτικές για τη βιωσιμότητα του συστήματος. Επιπλέον, η κρατική μονοπώληση της επικουρικής ασφάλισης και οι περιορισμοί του κριτηρίου χρέους του Μάαστριχτ αποτελούν εμπόδια για την αναγκαία μετάβαση σε πιο αποδοτικά συστήματα. Οι προτεινόμενες πολιτικές περιλαμβάνουν την τροποποίηση του κριτηρίου χρέους του Μάαστριχτ ώστε να περιλαμβάνει και τα σιωπηρά χρέη, τη μεταφορά εισφορών επικουρικής σύνταξης σε ατομικούς επενδυτικούς λογαριασμούς, την κατάργηση του κρατικού μονοπωλίου στην επικουρική ασφάλιση, καθώς και τη βελτίωση της οικονομικής ελευθερίας μέσω μέτρων που ενισχύουν την ανάπτυξη και τις πραγματικές αμοιβές. Τέλος, ο εκσυγχρονισμός του πλαισίου νόμιμης μετανάστευσης μπορεί να συμβάλει στην άμβλυση του συνταξιοδοτικού προβλήματος και την κάλυψη αναγκών της αγοράς εργασίας, αυξάνοντας τον λόγο των εργαζομένων προς τους συνταξιούχους.



**Λέξεις κλειδιά:** Συνταξιοδοτικό σύστημα, κεφαλαιοποιητικό σύστημα, επενδύσεις και εισόδημα, Ελλάδα, Ευρωπαϊκή Ένωση.

**Προτεινόμενη αναφορά:** Σαραβάκος, Κ. (Ιανουάριος 2025). Το κριτήριο χρέους του Μάαστριχτ θέτει εμπόδια στην αναγκαία μεταρρύθμιση των συνταξιοδοτικών συστημάτων σε Ελλάδα και Ευρώπη. Κείμενο Πολιτικής (1). Κέντρο Φιλελεύθερων Μελετών – Μάρκος Δραγούμης.

## Βασικά συμπεράσματα:

- Σύμφωνα με τα στοιχεία των εισηγητικών εκθέσεων των προϋπολογισμών την περίοδο 2018-2025, το 2018 η μισή δαπάνη για συντάξεις χρηματοδοτήθηκε από τον τακτικό προϋπολογισμό (δηλαδή από τη γενική φορολογία) και μόνο το υπόλοιπο 50% της συνταξιοδοτικής δαπάνης προήρθε από εισφορές. Το 2025 προβλέπεται ότι η δαπάνη για συντάξεις θα χρηματοδοτηθεί από τον τακτικό προϋπολογισμό κατά το 43%.
- Παρά τις δύσκολες μεταρρυθμίσεις μίας ολόκληρης δεκαετίας και την πτωτική τάση της κρατικής δαπάνης για συντάξεις, η Ελλάδα συνεχίζει να έχει την 3η μεγαλύτερη δαπάνη για συντάξεις (ως προς το ΑΕΠ) στην ΕΕ, αποκλίνοντας κατά 2,12 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ από τον μέσο όρο των 27 κρατών μελών, για το 2022, έτος με τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία στη Eurostat.
- Ο πλούτος που δημιουργήθηκε χάρη στην κεφαλαιοποίηση συνταξιοδοτικών αποταμιεύσεων στην Ισλανδία και τη Δανία την περίοδο 2012-2021 ανέρχεται κατά μέσο όρο σε 11% του ΑΕΠ, ενώ το αντίστοιχο ποσοστό για την Ελλάδα είναι μηδενικό.
- Τα κεφαλαιοποιητικά συνταξιοδοτικά συστήματα στην ΕΕ αντιστοιχούν κατά μέσο όρο στο 29% του ΑΕΠ την περίοδο 2012-2021, δηλαδή υπολείπονται κατά 55 ποσοστιαίες μονάδες από τον μέσο όρο του ΟΟΣΑ, ο οποίος ήταν 84%, με αποτέλεσμα το ΑΕΠ της Ευρωπαϊκής Ένωσης να είναι χαμηλότερο κατά 2,4 ποσοστιαίες μονάδες ΑΕΠ ή 350 δισεκατομμύρια ευρώ. Η αντίστοιχη απώλεια εισοδήματος από την έλλειψη κεφαλαιοποιητικού συστήματος συνταξιοδότησης στην Ελλάδα εκτιμάται στα 770 ευρώ ετησίως κατά κεφαλή, σε τρέχουσες τιμές 2022.
- Το κριτήριο χρέους του Μάαστριχτ θέτει εμπόδια στην αναγκαία μεταρρύθμιση των συνταξιοδοτικών συστημάτων στην Ευρώπη. Υπολογίζεται ως λόγος του ακαθάριστου χρέους προς το ΑΕΠ και δεν περιλαμβάνει τα σιωπηρά χρέη που οφείλονται στις συνταξιοδοτικές υποσχέσεις προς τους εργαζόμενους στον ιδιωτικό και στον δημόσιο τομέα, με αποτέλεσμα η αναγκαία χρηματοδότηση του κόστους μετάβασης από διανεμητικά σε κεφαλαιοποιητικά συστήματα να οδηγεί σε μη πλήρωση του κριτηρίου.

## Εισαγωγή: τα συνταξιοδοτικά συστήματα από την αναδιανομή στη κεφαλαιοποίηση

Τα συνταξιοδοτικά συστήματα στην ηπειρωτική Ευρώπη αναπτύχθηκαν κυρίως με βάση το αναδιανεμητικό σύστημα, δηλαδή τη χρηματοδότηση των συντάξεων των σημερινών συνταξιούχων από τις κοινωνικές εισφορές των σημερινών εργαζομένων, και βασίστηκαν σε μικρότερο βαθμό στην κεφαλαιοποίηση, δηλαδή την αποταμίευση και επένδυση των εισφορών για τη χρηματοδότηση μελλοντικών συντάξεων. Σε μια εποχή αύξησης του πληθυσμού και των μισθών, αυτό φαινόταν ως μια ρεαλιστική επιλογή. Ο Paul Samuelson έδειξε ότι το διανεμητικό σύστημα μπορεί να προσφέρει σημαντική θετική απόδοση όταν ο πληθυσμός αυξάνεται. Σε άρθρο του το 1958,<sup>1</sup> επισήμανε ότι τα έσοδα των διανεμητικών συστημάτων αυξάνονται όταν ο ρυθμός αύξησης των μισθών είναι θετικός. Αυτό επιτρέπει την αναδιανομή περισσότερων χρημάτων κάθε χρόνο, παρά την απουσία πραγματικής δημιουργίας πλούτου στην οποία θα οδηγούσαν οι αποταμίευσεις των κεφαλαιοποιητικών συστημάτων. Με το άρθρο αυτό, ο άνθρωπος που κέρδισε το βραβείο Νόμπελ Οικονομικών το 1970 έθεσε τα θεμέλια της θεωρίας της ισοδυναμίας μεταξύ διανομής και κεφαλαιοποίησης. Όμως, με τη μείωση του ποσοστού γεννήσεων και την αύξηση του προσδόκιμου ζωής κατά τη συνταξιοδότηση, η ισοδυναμία μεταξύ διανεμητικού και κεφαλαιοποιητικού συνταξιοδοτικού συστήματος εξαφανίστηκε, χωρίς τα ευρωπαϊκά συνταξιοδοτικά συστήματα να έχουν προσαρμοστεί ανάλογα. Με τα σύγχρονα δεδομένα, το διανεμητικό συνταξιοδοτικό σύστημα είναι μια μη ανταγωνιστική μέθοδος χρηματοδότησης των συντάξεων,<sup>2</sup> αποτελώντας έναν «σιωπηρό φόρο» (implicit tax).<sup>3</sup> Σε ένα διανεμητικό σύστημα

μα ένα άτομο πρέπει να πληρώσει δύο έως τρεις φορές περισσότερες εισφορές για να πάρει την ίδια μελλοντική σύνταξη που θα έπαιρνε σε ένα κεφαλαιοποιητικό σύστημα.<sup>4</sup>

Όταν το συνταξιοδοτικό σύστημα βασίζεται σε σημαντικό βαθμό στην κεφαλαιοποίηση, η χρηματοδότηση των συνταξιούχων βασίζεται στις συνταξιοδοτικές τους εισφορές και τις αποδόσεις από την επένδυσή τους, ιδίως τα μερίσματα και τα κεφαλαιακά κέρδη. Όταν, από την άλλη πλευρά, οι συντάξεις χρηματοδοτούνται σε διανεμητική βάση, δεν υπάρχει αποταμίευση και η συνεπαγόμενη δημιουργία πλούτου. Αυτό αυξάνει το κόστος της εργασίας, μέσω των κοινωνικών εισφορών ή άλλων μορφών φορολογίας (φόρος στο εισόδημα, ΦΠΑ κ.λπ.) που χρησιμοποιούνται για τη χρηματοδότηση των διανεμητικών συντάξεων. Ορισμένοι φόροι είναι λιγότερο επιζήμιοι από άλλους, αλλά σε κάθε περίπτωση η αύξησή τους για να αντιμετωπιστεί η μείωση του ποσοστού γεννήσεων και η αύξηση του προσδόκιμου ζωής αποτελεί σημαντικό εμπόδιο για τη δημιουργία πλούτου. Η πτυχή αυτή συχνά παραβλέπεται στη δημόσια συζήτηση, όπως επίσης και η έμμεση επίδραση της υπανάπτυξης της κεφαλαιοποίησης των συντάξεων στην καινοτομία. Εκτός από τη μείωση της ανταγωνιστικότητας της οικονομίας και της αγοραστικής δύναμης των πολιτών που συνδέονται με την υπανάπτυξη των κεφαλαιοποιητικών συντάξεων, η έλλειψη κεφαλαιοποιητικού συνταξιοδοτικού συστήματος συμβάλλει στην υπο-κεφαλαιοποίηση των οικονομιών, γεγονός που εξηγεί την υστέρηση στην καινοτομία, τόσο σε εθνικό όσο και σε ευρωπαϊκό επίπεδο.

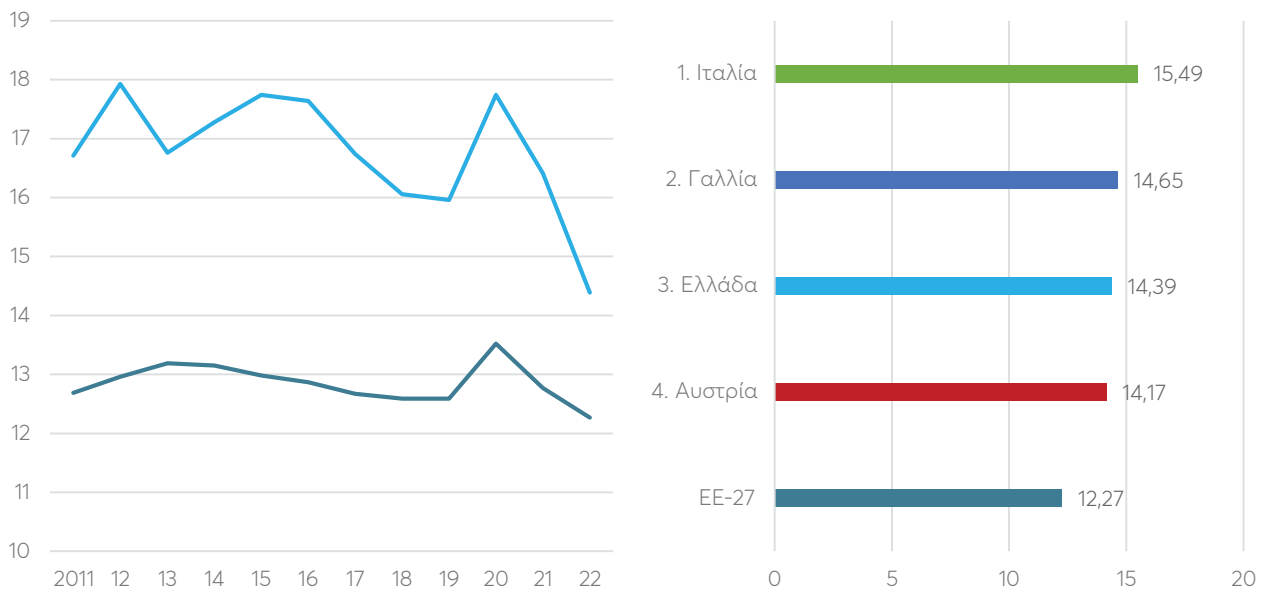
- 1 Samuelson, P. (1958). An Exact Consumption-Loan Model of Interest with or without the Social Contrivance of Money. *Journal of Political Economy*, 66, 467-482.
- 2 Kifman, M. and Schindler, D. (2001). Smoothing the Implicit Tax Rate in a Pay-as-you-go Pension System. *FinanzArchiv: Public Finance Analysis*, 57(3), 261-283.
- 3 Feldstein, M. and Samwick, A. (1992, January). Social Security Rules and Marginal Tax Rates [Working Paper]. National Bureau of Economic Research. doi:10.3386/w3962.
- 4 Davanne, O. and Pujol, T. (1997). Analyse économique de la retraite par répartition. *Revue française d'économie*, 12(1), 33-56. doi:10.3406/rfeco.1997.1014.

## Οι συντάξεις στην Ελλάδα: η υψηλή κρατική δαπάνη αυξάνει τη φορολογία

Παρά τις δύσκολες μεταρρυθμίσεις μίας ολόκληρης δεκαετίας και την πτωτική τάση της σχετικής κρατικής δαπάνης για συντάξεις, η Ελλάδα συνεχίζει να έχει την 3<sup>η</sup> μεγαλύτερη δαπάνη για συντάξεις (ως προς το ΑΕΠ) στην ΕΕ, αποκλί-

νοντας κατά 2,12 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ από τον μέσο όρο των 27 κρατών μελών, για το 2022, έτος με τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία στη Eurostat (Γράφημα 1).

**Γράφημα 1. Δαπάνη για συντάξεις ως % του ΑΕΠ**

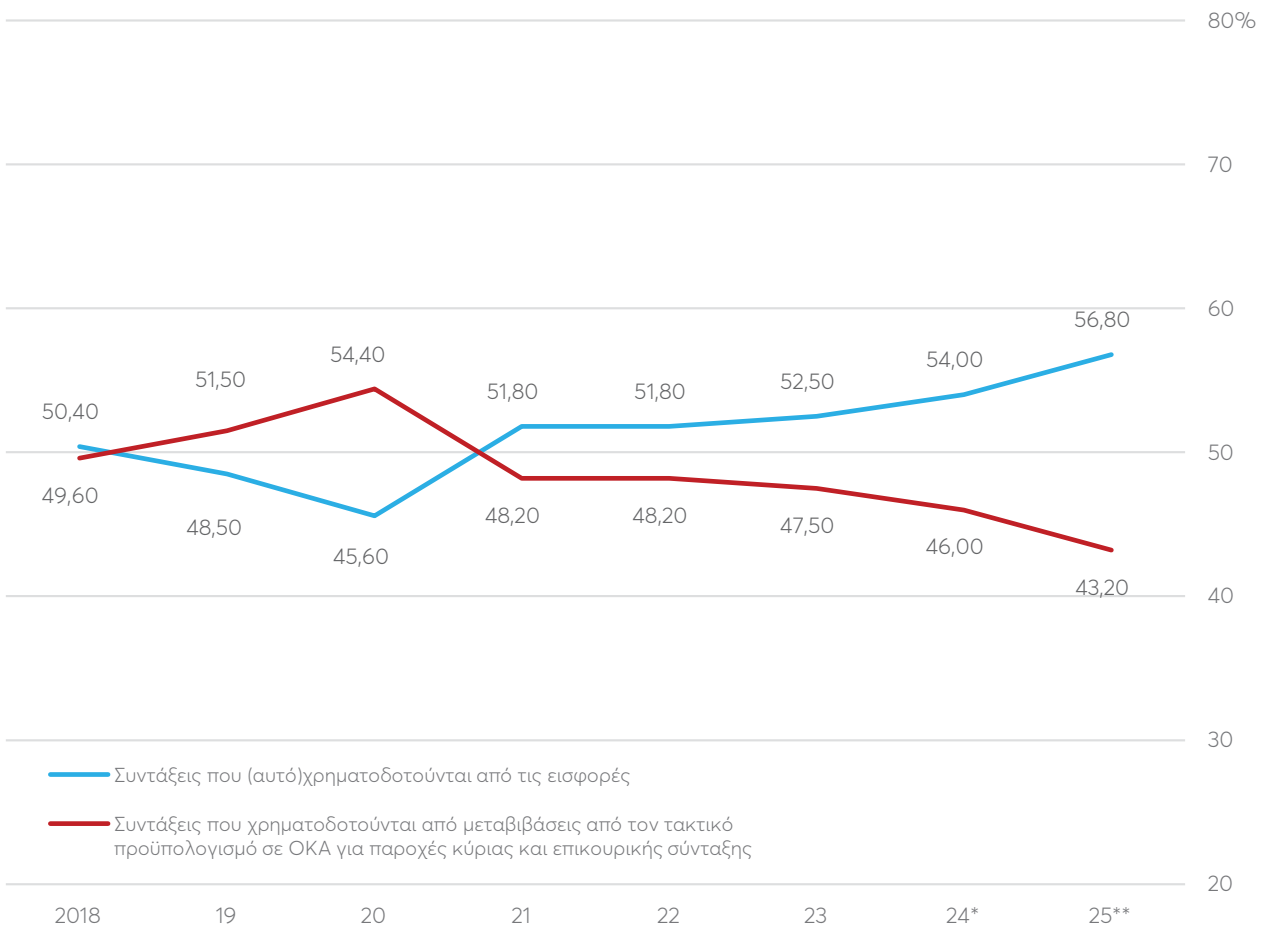


Πηγή: [Expenditure on pensions, Eurostat](#).

Παράλληλα, η μείωση της χρηματοδότησης της συνταξιοδοτικής δαπάνης από τον τακτικό προϋπολογισμό, αποτελεί ένα θετικό βήμα για τη μείωση της συνολικής φορολογικής επιβάρυνσης, αλλά δεν λύνει το πρόβλημα βιωσιμότητας του ασφαλιστικού. Σύμφωνα με τα στοιχεία των εισηγητικών εκθέσεων των προϋπολογισμών της περιόδου 2018-2025, το 2018 η μισή δαπάνη για συντάξεις χρηματοδοτήθηκε από τον τακτικό προϋπολογισμό (δηλαδή από τη γενική φορολογία)

και μόλις το υπόλοιπο 50% από εισφορές. Στον κρατικό προϋπολογισμό του 2025 προβλέπεται η χρηματοδότηση σχεδόν του 43% της δαπάνης για συντάξεις από τον τακτικό προϋπολογισμό (Γράφημα 2). Αυτή η μείωση κοντά στις 7 ποσοστιαίες μονάδες αποτυπώνει τα θετικά βήματα που γίνονται, αλλά αυτά δεν αρκούν για να λύσουν το πρόβλημα που δημιουργεί ένα αναδιανεμητικό συνταξιοδοτικό σύστημα σε μία οικονομία που γερνάει.

## Γράφημα 2. Ποσοστό χρηματοδότησης συντάξεων από τον τακτικό προϋπολογισμό



Σημείωση: \*εκτίμηση, \*\* πρόβλεψη.

Πηγές: Εισηγητικές [Εκθέσεις Προϋπολογισμών, 2019-2025](#). Επεξεργασία: Ίδιοι υπολογισμοί.

Οι πρόσφατες μεταρρυθμίσεις του συνταξιοδοτικού συστήματος στην Ελλάδα κινούνται προς τη σωστή κατεύθυνση και περιορισμό του προβλήματος μελλοντικά, περιλαμβάνοντας την εισαγωγή ενός κεφαλαιοποιητικού πυλώνα για τις επικουρικές συντάξεις, όπως θεσπίστηκε με τον νόμο 4826/2021. Ωστόσο, η μεταρρύθμιση αυτή εφαρμόζεται σε νέους ασφαλισμένους κάτω των 35 ετών και αφορά αποκλειστικά τις επικουρικές συντάξεις, με στόχο τη μείωση της απώλειας εισφορών που απαιτούνται για την καταβολή των υφιστάμενων συντάξεων. Επίσης, η πλήρης απόδοση του κεφαλαιοποιητικού συστήματος αναμένεται να επιτευχθεί σε βάθος δεκαετιών, καθώς απαιτείται χρόνος για τη συσσώρευση επαρκούς

κεφαλαίου. Οι εισφορές αυτές κατατίθενται και διαχειρίζονται από το Ταμείο Επικουρικής Κεφαλαιοποιητικής Ασφάλισης (ΤΕΚΑ), σε πρώτη φάση σε καταθέσεις του Κοινού Κεφαλαίου των Νομικών Προσώπων Δημοσίου Δικαίου και Ασφαλιστικών Φορέων, το οποίο διαχειρίζεται η Τράπεζα της Ελλάδος (2022). Από την επόμενη φάση η στρατηγική επένδυσης αναπτύσσεται σε βάση προκαθορισμένων χαρτοφυλακίων κύκλου ζωής (2024), ενώ από την τρίτη φάση (2026) οι ασφαλισμένοι θα μπορούν να επιλέγουν μεταξύ χαρτοφυλακίων διαφορετικού ρίσκου (συντηρητικό, ισορροπημένο, δυναμικό).<sup>5</sup> Αυτή η προσέγγιση αποσκοπεί στη σταδιακή αύξηση των αποδόσεων και την ενίσχυση της μελλοντικής συνταξιο-

5 ΤΕΚΑ. (n.d.). [Επενδύσεις](#). Ταμείο Επικουρικής Κεφαλαιοποιητικής Ασφάλισης.

δοτικής επάρκειας. Οι αποδόσεις αυτές, συνήθως, είναι σχετικά χαμηλές, ενώ η επένδυση σε μετοχές θα μπορούσε να προσφέρει υψηλότερες

αποδόσεις, γεγονός που θα αύξανε το δυναμικό του συστήματος για την ενίσχυση της μελλοντικής συνταξιοδοτικής επάρκειας.

## Το κεφαλοποιητικό ασφαλιστικό σύστημα ως μοχλός οικονομικής ανάπτυξης και μείωσης της φορολογικής επιβάρυνσης

Η υπανάπτυξη της κεφαλαιοποίησης των συντάξεων αποτελεί το μεγαλύτερο πρόβλημα για το συνταξιοδοτικό σύστημα της Ελλάδας, αλλά και για το σύνολο των ευρωπαϊκών χωρών. Σε λίγα χρόνια, το χάσμα θα διευρυνθεί μεταξύ των λίγων χωρών που είναι σε θέση να αυτοχρηματοδοτούν ένα σημαντικό μέρος των συντάξεων χωρίς να χρειάζεται να καταφύγουν σε φόρους ή εισφορές, χάρη στα κέρδη που δημιουργούνται από τις αποταμιεύσεις για συνταξιοδότηση. Οι υπόλοιπες, όπως η Ελλάδα, θα χρειαστεί να διατηρήσουν σε υψηλά επίπεδα ή ακόμα και να αυξήσουν φόρους και εισφορές, γεγονός που θα οδηγήσει σε μια αδιέξοδη οικονομική και κοινωνική κατάσταση. Η φορολογική επιβάρυνση θα παραμείνει υψηλή ή και θα αυξηθεί, είτε άμεσα με τη φορολόγηση των φυσικών προσώπων, είτε έμμεσα με τη φορολόγηση των επιχειρήσεων, γεγονός που θα έχει αρνητικές επιπτώσεις στη δημιουργία πλούτου και την αγοραστική δύναμη των νοικοκυριών.

Η μεταρρύθμιση του ελληνικού συνταξιοδοτικού συστήματος προς μία πιο ισχυρή κεφαλοποιητική βάση, προσφέρει δύο μεγάλα οφέλη. Το πρώτο, αφορά τη βιωσιμότητα του συστήματος απέναντι στη δεδομένη γήρανση του πληθυσμού στη χώρα.<sup>6</sup> Το δεύτερο, αφορά τη θετική επίδραση των συνταξιοδοτικών επενδύσεων τόσο στη μελλοντική σύνταξη των πολιτών, όσο και στο σύνολο της οικονομίας. Ένας μεγάλος αριθμός μελετών καταδεικνύει ότι η αποδοτικότητα των

χρηματοοικονομικών επενδύσεων είναι υψηλότερη από τον ρυθμό ανάπτυξης μακροπρόθεσμα. Αυτός είναι ένας από τους λόγους για τους οποίους ο Γάλλος οικονομολόγος Thomas Piketty προέβλεψε ότι η ανισότητα θα αυξηθεί τον 21<sup>ο</sup> αιώνα. Στο best-seller του 2013, θεωρεί ότι ο ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας (g) θα είναι περίπου 1,5% και ότι ο ρυθμός ανάπτυξης του κεφαλαίου (r) θα είναι 4,25% ετησίως μακροπρόθεσμα.<sup>7</sup> Υπό αυτές τις συνθήκες, η μη γενίκευση των κεφαλαιοποιητικών συντάξεων γίνεται πηγή ανισότητας.<sup>8</sup>

Με δεδομένη την έλλειψη δημογραφικής ενίσχυσης, η κεφαλαιοποίηση φαίνεται να είναι ο οικονομικότερος τρόπος χρηματοδότησης των συντάξεων. Τα οφέλη από τις επιδόσεις των χρηματοπιστωτικών αγορών χρηματοδοτούν υψηλότερες συντάξεις από ότι το διανεμητικό σύστημα. Μέρος της σύνταξης αυτοχρηματοδοτείται από τα κέρδη των επενδύσεων (μερίσματα, κεφαλαιακά κέρδη κ.λπ.), γεγονός που μειώνει τις συνταξιοδοτικές εισφορές για το ίδιο επίπεδο σύνταξης. Αυτό μπορεί να παρατηρηθεί ήδη στις Ηνωμένες Πολιτείες, όπου η κεφαλαιοποίηση έχει φθάσει σε πιο ώριμο στάδιο. Τα κεφαλαιοποιητικά συνταξιοδοτικά συστήματα στις ΗΠΑ πλήρωσαν συντάξεις που αντιστοιχούν κατά μέσο όρο στο 7,9% του ΑΕΠ κατά την περίοδο 2012-2021, ενώ οι συνταξιοδοτικές εισφορές που τα χρηματοδότησαν αντιστοιχούν μόλις στο 5,2% του ΑΕΠ. Συνεπώς, αναδιανέμουν σε συντάξεις 2,8 ποσοστιαίες μο-

6 Ενδεικτικά η έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την γήρανση του πληθυσμού στην Ελλάδα προβλέπει μεσοπρόθεσμα πως η διάμεση ηλικία του εργατικού δυναμικού θα αυξηθεί κατά 2 χρόνια, από 43 έτη το 2022, σε 45 έτη το 2030. Αντίστοιχα, το ποσοστό των εργαζομένων ηλικίας 65-74, στο σύνολο της ηλικιακής αυτής ομάδας, θα αυξηθεί από 91,7% το 2022 σε 93,9% το 2030. European Commission. (2024). [Ageing projections exercise 2024: Greece country fiche](#). Economic Policy Committee, Ageing Working Group.

7 Piketty, T. (2014). *Capital in the Twenty-First Century*. Cambridge, MA: Harvard University Press.

8 Milanovic, B. (2016). [Increasing Capital Income Share and its Effect on Personal Income Inequality](#) (p. 663). LIS Working papers. LIS Cross-National Data Center in Luxembourg.



νάδες περισσότερο ΑΕΠ από ό,τι καταβάλλεται σε εισφορές, χωρίς να επιβαρύνονται οι φορολογούμενοι.<sup>9</sup> Παρόμοια αποτελέσματα εντοπίζονται στον Καναδά και το Ηνωμένο Βασίλειο, αλλά με μικρότερες διαφορές που οφείλονται σε διαφορές στην ωριμότητα του συστήματος ή και τη διάρθρωση των κεφαλαιοποιητικών συστημάτων συνταξιοδότησης. Θα πρέπει να προστεθεί ότι η κεφαλαιοποίηση δεν προστατεύει μόνο την

ανταγωνιστικότητα και την αγοραστική δύναμη, αλλά βοηθά επίσης δημοσιονομικά, επιτρέποντας τη μείωση της φορολογίας ή τη χρηματοδότηση άλλων δαπανών. Δεν είναι τυχαίο ότι οι πιο προηγμένες ευρωπαϊκές χώρες όσον αφορά τη χρηματοδότηση των συντάξεων (Ισλανδία, Δανία, Ολλανδία, Ελβετία κ.λπ.) έχουν παράλληλα και πιο ισοσκελισμένο κρατικό προϋπολογισμό.

## Συνταξιοδοτικό σύστημα και επενδύσεις στην ΕΕ: πως η υπανάπτυξη του κεφαλαιοποιητικού ασφαλιστικού συστήματος καταλήγει σε έλλειμμα επενδύσεων

Οι Ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές αντιμετωπίζουν σημαντικές προκλήσεις λόγω της περιορισμένης βάσης θεσμικών επενδυτών, καθώς τα περιουσιακά στοιχεία συνταξιοδοτικών ταμείων είναι σημαντικά μικρότερα συγκριτικά με τις Ηνωμένες Πολιτείες. Ενδεικτικά, στην Ευρωπαϊκή Ένωση, τα περιουσιακά στοιχεία που διαχειρίζονται συνταξιοδοτικά ταμεία και ασφαλιστικές εταιρείες το 2016 ανέρχονταν σε μόλις €3,7 τρισεκατομμύρια, ενώ στις ΗΠΑ έφταναν τα \$28,1 τρισεκατομμύρια.<sup>10</sup> Επιπλέον, το μεγαλύτερο μέρος των συνταξιοδοτικών περιουσιακών στοιχείων της ευρωζώνης συγκεντρώνεται στην Ολλανδία, ενώ το Ηνωμένο Βασίλειο, που διαθέτει επίσης μεγάλο μερίδιο, έχει πλέον αποχωρήσει από την ΕΕ. Η κυριαρχία των αναδιανεμητικών συστημάτων στις συντάξεις καθιστά αναγκαία τη σταδιακή μετάβαση σε ένα πλήρως κεφαλαιοποιητικό, ιδιωτικά διαχειριζόμενο σύστημα για την ενίσχυση της θεσμικής βάσης επενδυτών στην ΕΕ. Ωστόσο, αυτή η μετάβαση απαιτεί δεκαετίες για να αποδώσει σημαντικά αποτελέσματα, ενώ η έλλειψη κλίμακας των ευρωπαϊκών επενδυτικών ταμείων περιορίζει τις αποδόσεις και τη δυνατότητα απορρόφησης αποταμιεύσεων από τα νοικοκυριά. Η ανάπτυξη της Ευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς προϋποθέτει την προσφορά ση-

μαντικών κεφαλαίων προς επένδυση από κεφαλαιοποιητικά συνταξιοδοτικά ταμεία. Η έκθεση Ντράγκι επισημαίνει την ανάγκη ανάπτυξης των Ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών, στα πρότυπα των ΗΠΑ, ώστε να χρηματοδοτηθούν κρίσιμες επενδύσεις, όπως στην άμυνα και την πράσινη μετάβαση.

Η Παγκόσμια Τράπεζα ήδη από το 1994 πρότεινε τη χρηματοδότηση των συντάξεων μέσω τριών πυλώνων: υποχρεωτικά συλλογικά συστήματα που λειτουργούν σε διανεμητική βάση, υποχρεωτικά κεφαλαιοποιητικά συστήματα τα οποία μπορεί να είναι συλλογικά, και εθελοντικά ατομικά κεφαλαιοποιητικά συστήματα. Ωστόσο, ο συνδυασμός αυτός δεν έχει επιτευχθεί στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Με λίγες εξαιρέσεις (Δανία, Κάτω Χώρες και Σουηδία), τα κεφαλαιοποιητικά συστήματα είναι υπανάπτυκτα. Οι χώρες που έχουν αναπτύξει ισχυρό κεφαλαιοποιητικό πυλώνα συντάξεων στην Ευρώπη βρίσκονται συχνά εκτός ΕΕ (Ισλανδία, Ελβετία, Ηνωμένο Βασίλειο).

Σε μια πρόσφατη μελέτη, το Institut économique Molinari υπολόγισε το κόστος που συνδέεται με την υπανάπτυξη των συνταξιοδοτικών αποταμιεύσεων στην ΕΕ, συγκρίνοντάς τα με τον μέσο όρο του ΟΟΣΑ.<sup>11</sup> Το ετήσιο έλλειμμα αντιστοιχεί

9 Ganev, P., Āurana, R., Gross, F., Saravakos, C., & Marques, N. (2025). Economic competitiveness and wealth creation. Āurana, R., Bogdanov, L., & Ganev, P. (Eds.). Sofia, Bulgaria: EPICENTER.

10 Για περισσότερα σχετικά με την επενδυτική βάση των συνταξιοδοτικών συστημάτων βλ. Xafa, M. (2017, August). [European Capital Markets Union post-Brexit](#). CIGI Papers No. 140. Centre for International Governance Innovation.

11 Marques, N. (2023). [Le manque-à-gagner lié au sous-développement de l'épargne retraite](#) (p. 24). Paris-Bruxelles: Institut économique Molinari.

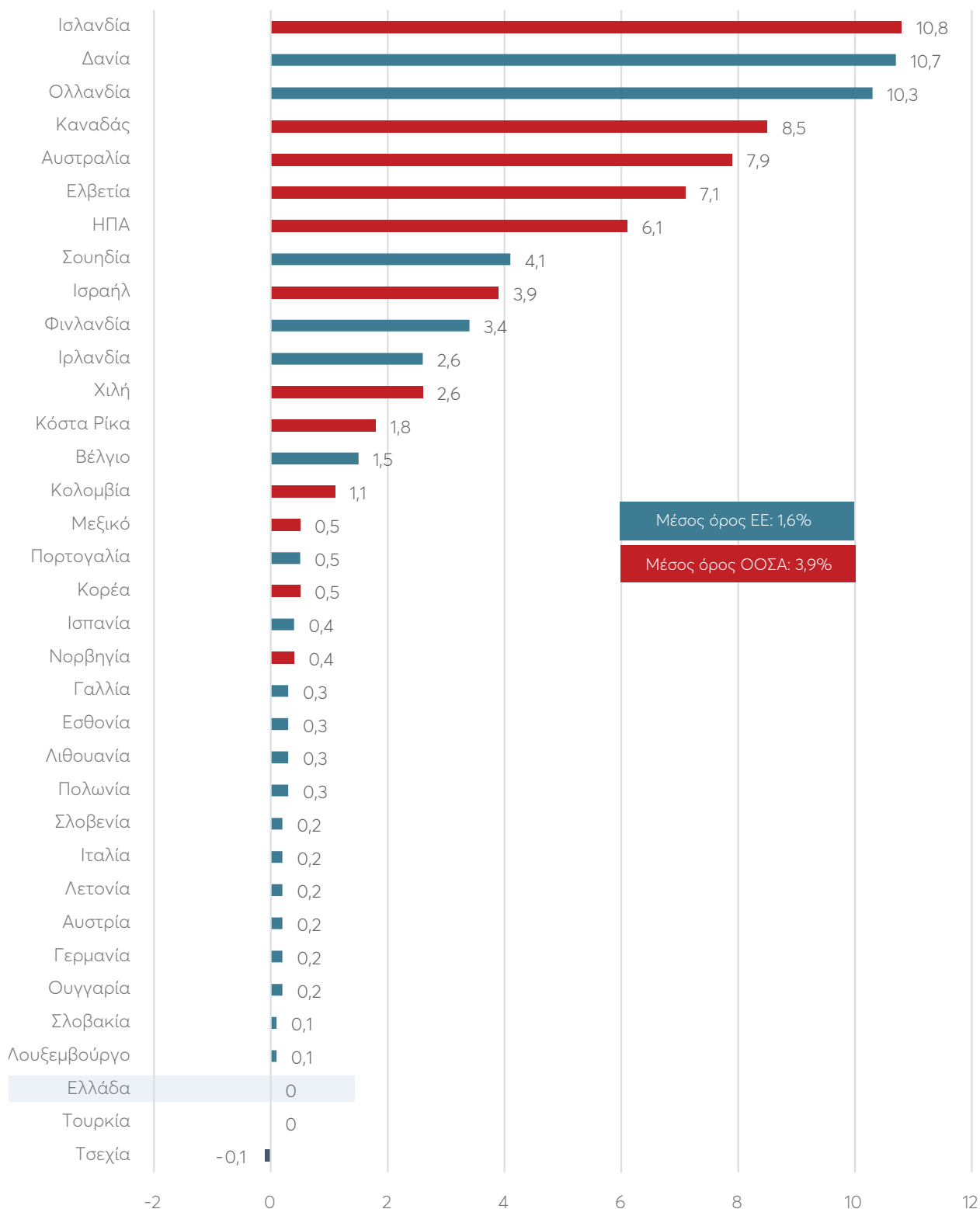
κατά μέσο όρο με το 2,4% του ΑΕΠ στην ΕΕ-27, δηλαδή σε περισσότερα από 350 δισεκατομμύρια ευρώ. Οι υπολογισμοί έγιναν για την περίοδο 2012-2021, η οποία περιλαμβάνει χρονικά διαστήματα τόσο με ανοδικές όσο και καθοδικές τάσεις της οικονομίας. Κατά την περίοδο αυτή, η πραγματική απόδοση των συνταξιοδοτικών αποταμιεύσεων στον ΟΟΣΑ ήταν κατά μέσο όρο 4,3% (σε σταθερές τιμές). Τα κεφαλαιοποιητικά συνταξιοδοτικά συστήματα στην ΕΕ αντιπροσώπευαν κατά μέσο όρο το 29% του ΑΕΠ, δηλαδή υπολείπονταν 55 ποσοστιαίες μονάδες από τον μέσο όρο του ΟΟΣΑ, ο οποίος βρισκόταν στο 84%. Ως εκ τούτου, το ετήσιο έλλειμμα για την Ευρωπαϊκή Ένωση ανέρχεται σε 2,4 ποσοστιαίες μονάδες ΑΕΠ (4,3% από την απόδοση x 55% διαφορά από μέσο όρο ΟΟΣΑ) ή 350 δισεκατομμύρια ευρώ. Η αντίστοιχη απώλεια εισοδήματος από την έλλειψη κεφαλαιοποιητικού συστήματος συνταξιοδότησης στην Ελλάδα εκτιμάται στα 770 ευρώ ετησίως κατά κεφαλή, σε τρέχουσες τιμές 2022.<sup>12</sup>

Στο Γράφημα 3 παρουσιάζεται ο ετήσιος μέσος όρος αύξησης εισοδήματος που οφείλεται στην κεφαλαιοποίηση συνταξιοδοτικών αποτα-

μιεύσεων, ως ποσοστό του ΑΕΠ, για την περίοδο 2012-2021. Λαμβάνοντας υπόψη το κεφάλαιο που επενδύεται για τη συνταξιοδότηση και την ετήσια απόδοσή του, φαίνεται η συμβολή της αποταμίευσης και της κεφαλαιοποίησης των συνταξιοδοτικών εισφορών στη δημιουργία εισοδήματος, στις χώρες του ΟΟΣΑ. Σε δύο χώρες της ΕΕ – την Ολλανδία και τη Δανία – οι αποταμιεύσεις των συνταξιοδοτικών εισφορών δημιουργούν ετήσιο εισόδημα που αντιστοιχεί σε 10 μονάδες του ΑΕΠ. Το εισόδημα που δημιουργείται από τη συσσώρευση μερισμάτων και κεφαλαιακών κερδών αυξάνει το κεφάλαιο που κατέχουν τα κεφαλαιοποιητικά συνταξιοδοτικά συστήματα για λογαριασμό των εργαζομένων. Αντίθετα, τα – κατά βάση – αναδιανεμητικά συνταξιοδοτικά συστήματα δημιουργούν εισόδημα μικρότερο από μία μονάδα του ΑΕΠ σε πάνω από τις μισές χώρες της ΕΕ, ιδίως στη Γαλλία, τη Γερμανία, την Ιταλία, τη Λιθουανία, την Πολωνία, τη Σλοβακία και την Ισπανία. Στην Ελλάδα, δεν δημιουργείται νέο εισόδημα από αποταμιεύσεις για συνταξιοδότηση, λόγω της μακράς έλλειψης κεφαλαιοποιητικού συνταξιοδοτικού συστήματος στη χώρα.

12 Κ. Σαραβάκος (2024). [Συνταξιοδοτικό Γιατί καθένας μας χάνει 770 ευρώ τον χρόνο και τι μπορούμε να κάνουμε γι' αυτό](#). Policy brief 3. Κέντρο Φιλελεύθερων Μελετών.

**Γράφημα 3: Ετήσιος μέσος όρος αύξησης εισοδήματος που συνδέεται με την κεφαλαιοποίηση συνταξιοδοτικών αποταμιεύσεων (ως ποσοστό του ΑΕΠ, μέσος όρος 2012-2021)**



Σημείωση: Υπολογίζεται ως τα κέρδη που προκύπτουν από τον πολλαπλασιασμό των συνταξιοδοτικών περιουσιακών στοιχείων με τις καθαρές αποδόσεις (μετά την αφαίρεση του πληθωρισμού). Τα δεδομένα για τη Γαλλία υπολογίζονται βάσει της καθαρής απόδοσης των αποταμιεύσεων που παρατηρείται στην ΕΕ. Δεν έχουν πραγματοποιηθεί όλα αυτά τα κέρδη (τα συνδεδεμένα περιουσιακά στοιχεία δεν έχουν απαραίτητα πουληθεί), συνεπώς το συγκεκριμένο μέγεθος συνδυάζει πραγματοποιηθέντα και δυνητικά κέρδη.

Πηγή: Ganev, P., Āurana, R., Gross, F., Saranakos, C., & Marques, N. (2025). *Economic competitiveness and wealth creation*. Āurana, R., Bogdanov, L., & Ganev, P. (Eds.). Sofia, Bulgaria: EPICENTER.

Η Ευρώπη έχει υιοθετήσει μια στάση αναμονής απέναντι στη γήρανση. Παρά το γεγονός ότι έχει εντοπίσει την πρόκληση που θέτει η υπανάπτυξη των συνταξιοδοτικών αποταμιεύσεων και έχει διατυπώσει γενικές συστάσεις με στόχο την αύξηση του ποσοστού των κεφαλαιοποιητικών συντάξεων,<sup>13</sup> δεν έλαβε εγκαίρως τις απαραίτητες πρωτοβουλίες και υποτίμησε την πρόκληση της αναδιάρθρωσης των συστημάτων κοινωνικής προστασίας σε έναν κόσμο που γερνάει.

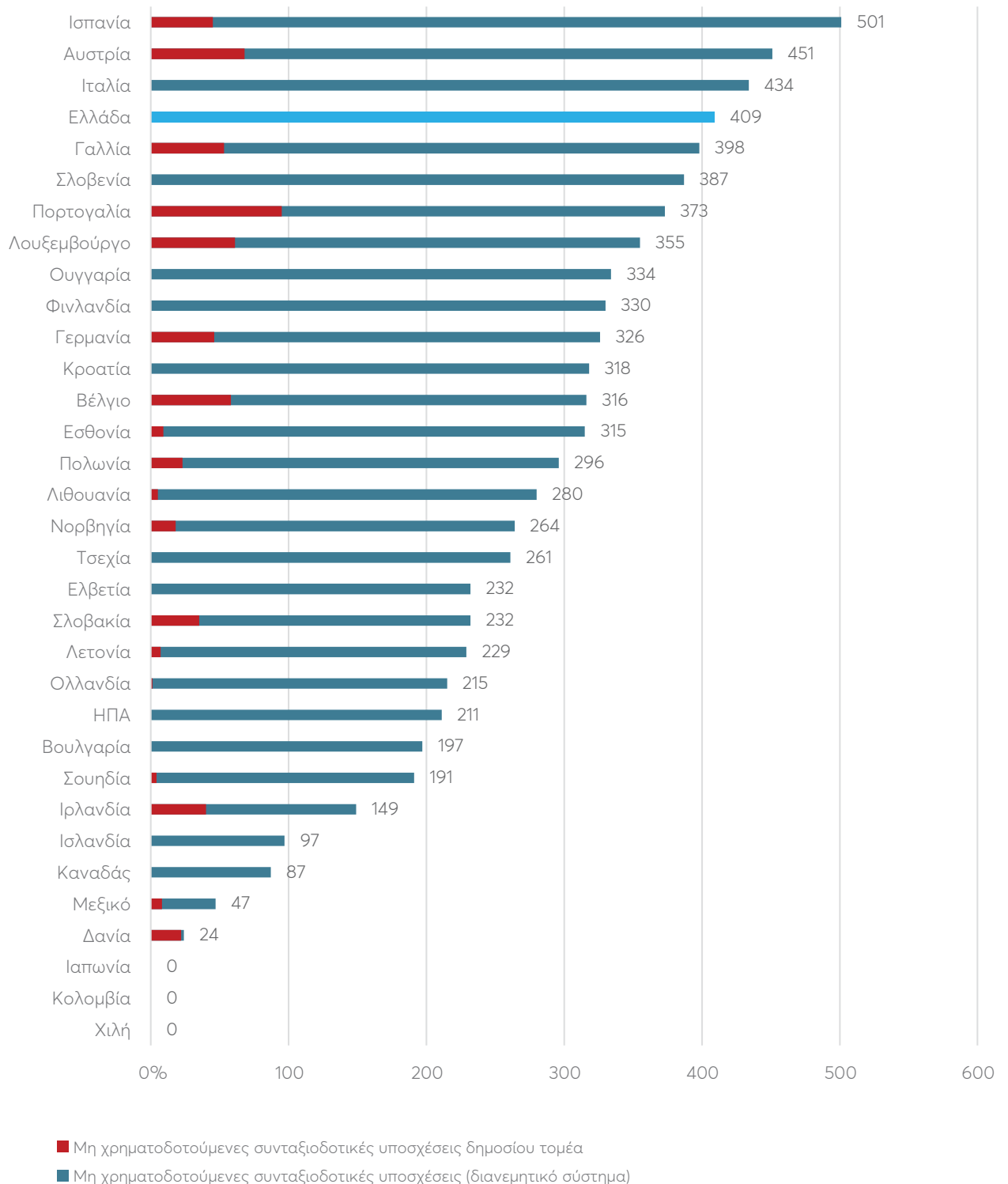
Από τη μία πλευρά, η δημοσιονομική και λογιστική προσέγγιση της Ευρωπαϊκής Ένωσης, αντί να ευαισθητοποιεί, ενθαρρύνει τον εφησυχασμό. Το κριτήριο του χρέους του Μάαστριχτ, που υπολογίζεται ως ο λόγος του ακαθάριστου χρέους προς το ΑΕΠ, δεν περιλαμβάνει τα σιωπηρά χρέη που οφείλονται στις συνταξιοδοτικές υποσχέσεις προς τους εργαζόμενους στον ιδιωτικό και στον δημόσιο τομέα, τα οποία στην Ελλάδα ξεπερνούν το 400% του ΑΕΠ. Η διεθνής πρακτική είναι να μη λαμβάνονται υπόψη τα χρέη που συνδέονται με

τα διανεμητικά συστήματα εργαζομένων του ιδιωτικού τομέα, με το σκεπτικό ότι είναι ανακλητά, αλλά να λαμβάνονται υπόψη οι συνταξιοδοτικές υποσχέσεις των κυβερνήσεων προς τους υπαλλήλους τους, με την παραδοχή ότι αποτελούν δεσμευση που είναι δύσκολο να ανακληθεί. Ωστόσο, κατά την κατάρτιση του ευρωπαϊκού λογιστικού συστήματος, οι ευρωπαϊκές αρχές αποφάσισαν να παρεκκλίνουν από τα διεθνή πρότυπα (IAS 19), μη θεωρώντας τις συνταξιοδοτικές υποσχέσεις προς τους δημόσιους υπαλλήλους ως χρέος.<sup>14</sup> Ως αποτέλεσμα, τα στοιχεία του ευρωπαϊκού δημόσιου χρέους δεν λαμβάνουν υπόψη τις δεσμεύσεις για μελλοντικές συντάξεις των δημοσίων υπαλλήλων και δεν είναι συγκρίσιμα με εκείνα άλλων ανεπτυγμένων χωρών, ιδίως των Ηνωμένων Πολιτειών, του Καναδά και της Αυστραλίας. Αυτό καθιστά δύσκολη την κατανόηση της πρόκλησης της χρηματοδότησης των συντάξεων σε σχέση με την ευρωπαϊκή ανταγωνιστικότητα.

13 Commission of the European Communities (2001) An integrated approach to support national strategies for safe and sustainable pensions. COM (2001) 362 final. Brussels: Commission to the Council, the European Parliament and the Economic and Social Committee.

14 Lequiller, F. (2005) Contribution to the task force on pension schemes towards a compromise for the new SNA. Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development.

#### Γράφημα 4: Μη χρηματοδοτούμενες συνταξιοδοτικές υποσχέσεις που δεν λαμβάνονται υπόψη στα δημόσια ελλείμματα (2021, ως ποσοστό του ΑΕΠ)



Πηγή: Ganev, P., Āurana, R., Gross, F., Saravakos, C., & Marques, N. (2025). *Economic competitiveness and wealth creation*. Āurana, R., Bogdanov, L., & Ganev, P. (Eds.). Sofia, Bulgaria: EPICENTER.

Από την άλλη πλευρά, η Ευρωπαϊκή Ένωση έχει κάνει ελάχιστα για να διευκολύνει την αύξηση του επιπέδου χρηματοδότησης των συντάξεων στις χώρες όπου αυτό είναι ανεπαρκές. Αυτό του είδους οι ενέργειες είναι από τη φύση τους μακροχρόνιες, δεδομένου ότι η κεφαλαιοποίηση απαιτεί χρόνο για να αναπτυχθεί. Είναι επίσης δαπανηρή κατά τη διάρκεια της μεταβατικής περιόδου, δεδομένου ότι πρέπει να συνεχιστεί η παροχή διανεμητικών συντάξεων και ταυτόχρονα να επενδυθούν οι κοινωνικές εισφορές για τη χρηματοδότηση των μελλοντικών συντάξεων. Στον δημόσιο τομέα, μια λύση είναι η χρηματοδότηση του κόστους μετάβασης με δανεισμό, όπως έκανε η κυβέρνηση του Κεμπέκ μεταξύ 1993 και 2000.<sup>15</sup> Αυτός ο τύπος δανεισμού είναι μια επένδυση που δημιουργεί αξία με δύο τρόπους. Αφενός, από την άποψη του ενεργητικού η πράξη είναι άμεσα κερδοφόρα, χάρη στη διαφορά μεταξύ της απόδοσης των μακροπρόθεσμων αποταμιεύσεων (όταν επενδύονται σε μεγάλο βαθμό σε μετοχές) και του κόστους του δημόσιου χρέους (σημαντικά χαμηλότερη από την απόδοση των μετοχών, εκτός από συγκεκριμένες περιπτώσεις όπου αντιπαραγωγικές προληπτικές ρυθμίσεις περιορίζουν τις επενδύσεις σε μετοχές). Από την άλλη πλευρά, οι επενδύσεις αυτές μειώνουν το κόστος των εκτός ισολογισμού κρατικών υποχρεώσεων, δεδομένου ότι ένα αυξανόμενο ποσοστό των υποσχόμενων συντάξεων καλύπτεται από την κεφαλαιοποίηση.

Όμως, ο τρόπος με τον οποίο έχει οριστεί το κριτήριο χρέους του Μάαστριχτ θέτει εμπόδια στη μετάβαση από διανεμητικά σε κεφαλαιοποιητικά συστήματα στην Ευρώπη. Όπως ήδη αναφέρθηκε, το κριτήριο χρέους του Μάαστριχτ εκφράζεται σε όρους ακαθάριστου χρέους, χωρίς να λαμβάνονται υπόψη οι συνταξιοδοτικές

υποσχέσεις. Το γεγονός αυτό έχει ως αποτέλεσμα να περιλαμβάνεται στην αύξηση του χρέους ο δανεισμός που απαιτείται για τη μετάβαση από ένα διανεμητικό σε ένα κεφαλαιοποιητικό σύστημα, χωρίς να λαμβάνεται αντίστοιχα υπόψη η μείωση του εκτός ισολογισμού χρέους της κυβέρνησης. Αν το κριτήριο χρέους του Μάαστριχτ βασιζόταν στο καθαρό χρέος τα αποτελέσματα θα ήταν εντελώς διαφορετικά. Στην περίπτωση αυτή, η μείωση του εκτός ισολογισμού χρέους της κυβέρνησης θα αντιστάθμιζε πλήρως την αύξηση του χρέους από το δανεισμό που απαιτείται για τη μετάβαση από ένα διανεμητικό σε ένα κεφαλαιοποιητικό σύστημα, και παράλληλα η μετάβαση θα μείωνε περαιτέρω το χρέος χάρη στις μεγαλύτερες αποδόσεις των κεφαλαίων του κεφαλαιοποιητικού συστήματος σε σχέση με το κόστος δανεισμού που χρηματοδότησε τη μετάβαση.

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή κατά τη θητεία της που μόλις αρχίζει θα πρέπει να ασχοληθεί με το θέμα αυτό, που αποτελεί κλειδί για την ανταγωνιστικότητα και την αγοραστική δύναμη, αλλά και για την αναπλήρωση του χαμένου χρόνου στη χρηματοδότηση της καινοτομίας, καθώς η υπανάπτυξη των συνταξιοδοτικών αποταμιεύσεων είναι επιζήμια για τη χρηματοδότηση της οικονομίας και της καινοτομίας, όπως σωστά επισημαίνει η πρόσφατη [έκθεση](#)<sup>1</sup> για την ανταγωνιστικότητα που δημοσιεύθηκε υπό την ηγεσία του πρώην προέδρου της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) Μάριο Ντράγκι. Η γενίκευση της χρήσης των συνταξιοδοτικών ταμείων θα πρέπει να αποτελέσει προτεραιότητα για την Ευρωπαϊκή Ένωση, σε συνδυασμό με το σχέδιο της ΕΕ για την Ένωση Κεφαλαιαγορών και τις χρηματοπιστωτικές αγορές.

15 Deslauriers, J., Gagné, R., Laurin, C., and Paré, J. (2023) Productivité du secteur public québécois: La Caisse de dépôt et placement du Québec. Québec: Centre on Productivity and Prosperity.

## Προτάσεις πολιτικής

Η ισχυρή και άμεση ανάπτυξη του κεφαλαιοποιητικού πυλώνα του ελληνικού συνταξιοδοτικού συστήματος αποτελεί μεταρρυθμιστική προτεραιότητα τόσο για τη βιωσιμότητα του ασφαλιστικού συστήματος, όσο και για την ενίσχυση της οικονομίας με επενδυτικούς πόρους. Στην κατεύθυνση αυτή, προτείνονται τα εξής<sup>16</sup>:

- Τροποποίηση του κριτηρίου χρέους του Μάαστριχτ, που υπολογίζεται ως ο λόγος του ακαθάριστου χρέους προς το ΑΕΠ, ώστε να περιλαμβάνει τα σιωπηρά χρέη που οφείλονται στις συνταξιοδοτικές υποσχέσεις προς τους εργαζόμενους στον ιδιωτικό και στον δημόσιο τομέα. Η εξαίρεση του κόστους μετάβασης σε κεφαλαιοποιητικό σύστημα από τον ορισμό του δημοσίου χρέους της ΕΕ θα μπορούσε να θεωρηθεί μια σημαντική κοινωνική επένδυση, καθώς αναμένεται να έχει θετικό μελλοντικό ισοζύγιο.
- Μεταφορά των εισφορών επικουρικής σύνταξης σε ατομικούς επενδυτικούς λογαριασμούς του κεφαλαιοποιητικού πυλώνα.
- Κατάργηση του κρατικού μονοπωλίου στην επικουρική ασφάλιση και απελευθέρωσή του μέσω μίας ανταγωνιστικής αγοράς που θα οδηγεί σε μεγαλύτερη απόδοση και θα τροφοδοτεί την πραγματική οικονομία με επενδύσεις.
- Εκσυγχρονισμός του πλαισίου της νόμιμης μετανάστευσης με σαφείς και λειτουργικούς κανόνες, που μπορεί να απαλύνει άμεσα πιεχές του οικονομικού προβλήματος, και αύξηση διεθνών συμφωνιών για κάλυψη θέσεων εργασίας από πολίτες τρίτων χωρών.
- Έμφαση σε πολιτικές που ενισχύουν την ανάπτυξη και τις πραγματικές αμοιβές μέσω την ενίσχυσης της οικονομικής ελευθερίας, καθώς η απόδοση και η βιωσιμότητα του ασφαλιστικού συστήματος συνδέεται άμεσα και αναπόδραστα με τις επιδόσεις της οικονομίας.

16 Για μία συνολική πρόταση μεταρρύθμισης του συνταξιοδοτικού συστήματος βλ. Τήνιος, Π. (2019), [Συντάξεις: Αλλαγή φιλοσοφίας, αποκατάσταση του προγραμματισμού ζωής](#). Κέντρο Φιλελεύθερων Μελετών.



Στέγη Μάρκου Δραγούμη

Μαιζώνος 38, Αθήνα

T: +30 210 5238373

[www.kefim.org](http://www.kefim.org)

[info@kefim.org](mailto:info@kefim.org)

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

[x x.com/kefim\\_org](https://x.com/kefim_org)

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

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