



ΙΔΡΥΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ & ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΩΝ ΕΡΕΥΝΩΝ  
FOUNDATION FOR ECONOMIC & INDUSTRIAL RESEARCH

---

**Ενίσχυση της αποταμίευσης και  
ανάπτυξη με μοχλό την  
κεφαλαιαγορά**

**Νοέμβριος 2019**

Οι κρίσεις επί θεμάτων πολιτικής και οι προτάσεις που περιέχονται στην παρούσα ανάλυση εκφράζουν τις απόψεις των ερευνητών και δεν αντανακλούν, κατ' ανάγκη, τη γνώμη των μελών ή της Διοίκησης του IOBE.

**Συντονισμός:** Νίκος Βέττας, Γενικός Διευθυντής IOBE και Καθηγητής Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών

**Επιμέλεια:**

Γεώργιος Γατόπουλος, Επικεφαλής Τμήματος Διεθνών Μακροοικονομικών & Χρηματοοικονομικών  
Svetoslav Danchev, Επικεφαλής Τμήματος Μικροοικονομικής Ανάλυσης & Πολιτικής

**Ειδικός σύμβουλος μελέτης:** Γιώργος Στρατόπουλος, Οικονομικός Αναλυτής

**Ομάδα έργου:**

Μιχάλης Βασιλειάδης  
Στέλλα Κανελλοπούλου  
Αλέξανδρος Λουκά  
Αλέξανδρος Μουστάκας  
Γιάννης Πολυκάρπου  
Υακίνθη Πουντουράκη

Οι ερευνητές επιθυμούν να ευχαριστήσουν εκπροσώπους του Ομίλου Χρηματιστηρίου Αθηνών, της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών και της World Federation of Exchanges, για τη συμμετοχή τους σε συναντήσεις εργασίας και για τη συνεισφορά τους στη μελέτη με στοιχεία, ιδέες και σχόλια.

Το Ίδρυμα Οικονομικών και Βιομηχανικών Ερευνών (Ι.Ο.Β.Ε.) είναι ιδιωτικός, μη κερδοσκοπικός, κοινωφελής, ερευνητικός οργανισμός. Ιδρύθηκε το 1975 με δύο σκοπούς: αφενός να προωθεί την επιστημονική έρευνα για τα τρέχοντα και αναδυόμενα προβλήματα της ελληνικής οικονομίας, αφετέρου να παρέχει αντικειμενική πληροφόρηση και να διατυπώνει προτάσεις, οι οποίες είναι χρήσιμες στη διαμόρφωση πολιτικής.

ISBN ...

Copyright © 2019 Ίδρυμα Οικονομικών & Βιομηχανικών Ερευνών

Απαγορεύεται η με οιονδήποτε τρόπο ανατύπωση ή μετάφραση οποιουδήποτε μέρους της μελέτης, χωρίς την άδεια του εκδότη.

**Ίδρυμα Οικονομικών και Βιομηχανικών Ερευνών (IOBE)**

Τσάμη Καρατάσου 11, 117 42 Αθήνα

Τηλ.: (210 9211200-10), Fax: (210 9228130 & 210 9233977)

E-mail: [info@iobe.gr](mailto:info@iobe.gr) - URL: <http://www.iobe.gr>

## ΒΑΣΙΚΑ ΣΗΜΕΙΑ

- Για την ανάκαμψη του βιοτικού επιπέδου στην Ελλάδα απαιτούνται σημαντικές νέες επενδύσεις
  - Τα Ελληνικά νοικοκυριά καταγράφουν αρνητική αποταμίευση επί σειρά ετών
  - Το «κενό» παραγωγικών επενδύσεων στην Ελλάδα την περίοδο 2000-2018 κυμάνθηκε κατά μ.ό. σε 2,6% του ετήσιου ΑΕΠ, σωρευτικά περί τα €94 δισεκ.
- Είναι κρίσιμο να αναπτυχθεί η αγορά κεφαλαίων και να αξιοποιηθούν τα εργαλεία της
  - Η χρηματοδότηση της οικονομίας ήταν παραδοσιακά τραπεζικοκεντρική, αλλά το υψηλό ποσοστό κόκκινων δανείων θέτει περιορισμούς σε νέες δανειοδοτήσεις
  - Το μέγεθος των Ελληνικών επενδύσεων σε κινητές αξίες μέσα από θεσμικούς επενδυτές είναι από τα χαμηλότερα στην ΕΕ
  - Τα αποθεματικά των ασφαλιστικών ταμείων που είναι επενδεδυμένα στην κεφαλαιαγορά αντιστοιχούν σε μόλις 8% του ΑΕΠ, το δεύτερο χαμηλότερο ποσοστό στην ΕΕ
- Η αποταμίευση των νοικοκυριών θα ανακάμψει μέσα από μια ασφαλιστική μεταρρύθμιση και στοχευμένα φορολογικά κίνητρα στη βάση καλών πρακτικών της ΕΕ
  - Φορολογικά κίνητρα για στοχευμένες μακροχρόνιες επενδύσεις ιδιωτών μέσω κεφαλαιαγοράς
    - Ενδεικτικά επιλέξιμοι τίτλοι: Μετοχικά, μεϊκτά και εταιρικά ομολογιακά Α/Κ εσωτερικού
    - Δυνατότητα πριμοδότησης Α/Κ με τομείς προτεραιότητας όπως εγχώριες μικρομεσαίες επιχειρήσεις, εταιρείες με προσανατολισμό σε καινοτομία, οχήματα Venture Capital, «πράσινες» επενδύσεις και υποδομές
    - Ελάχιστη διακράτηση 3 έτη
  - Ενίσχυση των κεφαλαιοποιητικών πυλώνων ασφάλισης
    - Νέα πλήρως κεφαλαιοποιητική επικουρική ασφάλιση
    - Μείωση των ασφαλιστικών εισφορών μεσοσταθμικά κατά 3 π.μ.
    - Κίνητρα για προαιρετική κεφαλαιοποιητική ασφάλιση
- Τα προτεινόμενα μέτρα ενέχουν διαχειρίσιμο δημοσιονομικό κόστος
  - Μέσο ετήσιο δημοσιονομικό κόστος έως 1,8% του ΑΕΠ κατά την πρώτη πενταετία, μειούμενο στο χρόνο
  - Το ετήσιο κόστος των κινήτρων Α/Κ είναι μικρότερο από 0,05% του ΑΕΠ
- Η ενίσχυση της αποταμίευσης και των επενδύσεων μέσω της κεφαλαιαγοράς δημιουργεί σημαντικά οικονομικά οφέλη
  - Νέα αποθεματικά προς επένδυση έως και €99 δισεκ. μέσα σε 40 χρόνια
  - Αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ κατά μ.ο. 6,9 δισεκ. κατ'έτος για τα επόμενα 40 χρόνια
  - Περισσότεροι ισοδύναμα πλήρως απασχολούμενοι κατά μ.ο. 81 χιλιάδες άτομα κάθε έτος και μεγαλύτερη συμμετοχή στην αγορά εργασίας κατά 1,5 π.μ.
  - Αύξηση της ρευστότητας στην αγορά κεφαλαίου, η οποία την καθιστά περισσότερο ελκυστική στην ξένη αποταμίευση
- Κρίνεται σκόπιμο να δοθεί άμεση προτεραιότητα για αξιοποίηση του «δημοσιονομικού χώρου» σε μέτρα πολιτικής τόνωσης της εγχώριας αποταμίευσης

## Περιεχόμενα

|                                                                                      |           |
|--------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>Βασικά σημεία .....</b>                                                           | <b>3</b>  |
| <b>1. Εισαγωγή.....</b>                                                              | <b>5</b>  |
| <b>2. Χαρακτηριστικά της αποταμίευσης στην Ελλάδα .....</b>                          | <b>7</b>  |
| <b>3. Πρακτικές ενίσχυσης της αποταμίευσης και της κεφαλαιαγοράς στην Ευρώπη ..</b>  | <b>9</b>  |
| <b>4. Παράγοντες που επιδρούν στη συμμετοχή των νοικοκυριών στην κεφαλαιαγορά</b>    | <b>11</b> |
| <b>5. Προτεινόμενα μέτρα πολιτικής για ενίσχυση της αποταμίευσης στην Ελλάδα ..</b>  | <b>13</b> |
| 5.1 <i>Κίνητρα για επενδύσεις ιδιωτών μέσω της κεφαλαιαγοράς .....</i>               | <i>13</i> |
| 5.2 <i>Ενίσχυση των κεφαλαιοποιητικών πυλώνων του ασφαλιστικού συστήματος .....</i>  | <i>16</i> |
| 5.3 <i>Ενίσχυση επενδύσεων σε οχήματα ειδικού σκοπού τύπου Venture Capital .....</i> | <i>18</i> |
| <b>6. Συμπεράσματα .....</b>                                                         | <b>20</b> |
| <b>7. Παράρτημα.....</b>                                                             | <b>21</b> |

## Κατάλογος Διαγραμμάτων

|                                                                                                                                                              |    |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Διάγραμμα 1.1: Επενδύσεις, ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, κατά κεφαλήν ΑΕΠ, τραπεζικός δανεισμός και κεφαλαιαγορά.....                                       | 6  |
| Διάγραμμα 2.1: Αποταμιεύσεις νοικοκυριών, ενεργητικό θεσμικών επενδυτών και αποθεματικά συνταξιοδοτικών ταμείων και ασφαλιστικών εταιρειών.....              | 8  |
| Διάγραμμα 3.1: Αριθμός νέων εκδόσεων ομολογιών και αρχικών δημόσιων προσφορών στην Ιταλία .....                                                              | 10 |
| Διάγραμμα 3.2: Ακαθάριστη αποταμίευση και συνολικές επενδύσεις ως % του ΑΕΠ .....                                                                            | 10 |
| Διάγραμμα 4.1: Συμμετοχή νοικοκυριών δείγματος στην κεφαλαιαγορά, κεφαλαιοποίηση και φορολογική μεταχείριση.....                                             | 12 |
| Διάγραμμα 5.1: Οικονομικές επιδράσεις από τη θέσπιση φορολογικών κινήτρων για επενδύσεις σε αμοιβαία κεφάλαια.....                                           | 14 |
| Διάγραμμα 5.2: Οικονομικές επιδράσεις από την ασφαλιστική μεταρρύθμιση.....                                                                                  | 17 |
| Διάγραμμα 5.3: Οικονομικές επιδράσεις από τη θέσπιση φορολογικών κινήτρων για επενδύσεις σε αμοιβαία κεφάλαια σε συνδυασμό με ασφαλιστική μεταρρύθμιση ..... | 18 |

## Κατάλογος Πινάκων

|                                                                                                             |    |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Πίνακας 4.1: Αποτελέσματα οικονομετρικών εκτιμήσεων για τη συμμετοχή των νοικοκυριών στην κεφαλαιαγορά..... | 12 |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|

## 1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

*Στόχος της μελέτης είναι η ανάδειξη των προοπτικών που δημιουργούνται για χρηματοδότηση εγχώριων επενδύσεων μέσα από πρωτοβουλίες για την ενδυνάμωση της εγχώριας κεφαλαιαγοράς. Ειδικότερα, στη μελέτη εξετάζεται η ευρωπαϊκή εμπειρία για την παροχή φορολογικών κινήτρων για εγχώριες επενδύσεις ιδιωτών, αναπτύσσεται πρόταση για την παροχή παρόμοιων κινήτρων στην Ελλάδα και εκτιμώνται τα οφέλη για την ελληνική οικονομία από την εφαρμογή της πρότασης.*

Η οριστική έξοδος από την κρίση και η ανάκαμψη του βιοτικού επιπέδου στην Ελλάδα απαιτούν σημαντικές νέες επενδύσεις. Το 2018, οι επενδύσεις σε σχηματισμό πάγιου κεφαλαίου στην Ελλάδα υποχώρησαν σε μόλις 11,1% του ΑΕΠ, από 21%-26% πριν το 2009 και έναντι 21,0% κατά μέσο όρο στην Ευρωζώνη (Διάγραμμα 1.1).

Για την κάλυψη του επενδυτικού κενού που έχει η χώρα, το οποίο εκτιμάται κατά μ.ό. σε 2,6% του ετήσιου ΑΕΠ (σωρευτικά περί τα €94 δισεκ.) για την περίοδο 2000-2018, αναγκαία είναι η πληρέστερη επιστράτευση των εγχώριων αποταμιευτικών πόρων. Σημαντικό μέρος της χρηματοδότησης των επενδύσεων πρέπει να προέλθει από εγχώριες αποταμιεύσεις, αλλιώς επιβαρύνεται το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών<sup>1</sup>. Το ισοζύγιο βελτιώθηκε σε σύγκριση με τα προ-κρίσης επίπεδα (από -15,1% του ΑΕΠ το 2008 σε -2,9% του ΑΕΠ το 2018), ωστόσο παραμένει ελλειμματικό, σε αντίθεση με τον μέσο όρο της Ευρωζώνης (2,1%). Επομένως, ο διαθέσιμος χώρος για χρηματοδότηση επενδύσεων από ξένες αποταμιεύσεις χωρίς να επιστρέψει η χώρα σε υπερβολικά ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, τα οποία θέτουν σε κίνδυνο τη βιωσιμότητα της ανάκαμψης, είναι σχετικά περιορισμένος.

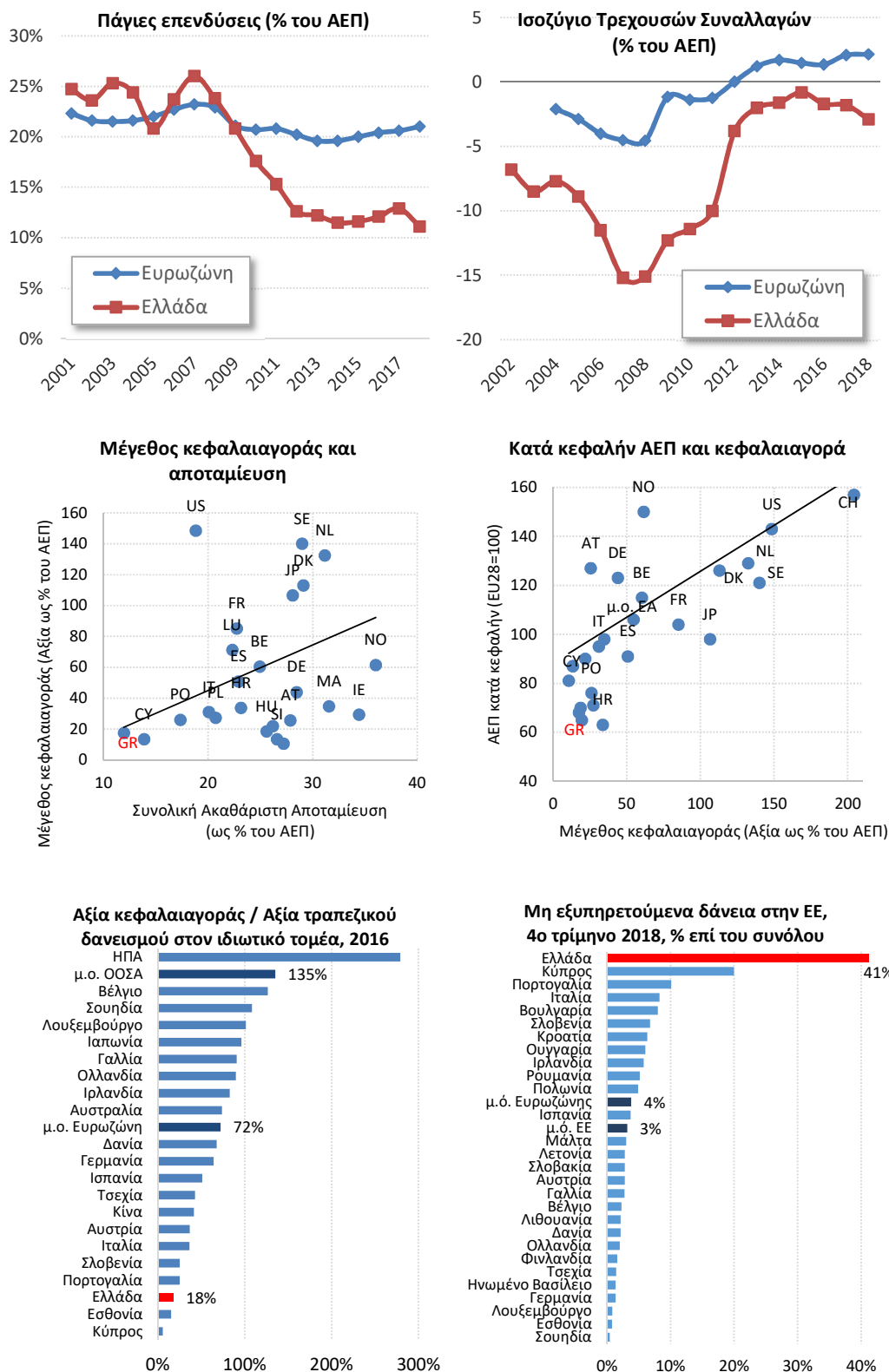
Η εγχώρια αποταμίευση δημιουργεί απαραίτητο χώρο για επενδύσεις και βιώσιμο εξωτερικό ισοζύγιο. Συνδυαστικοί κρίκοι μεταξύ αποταμίευσης, επενδύσεων και ανάπτυξης είναι οι αγορές κεφαλαίου και οι τράπεζες.

Η τραπεζική χρηματοδότηση αντιμετωπίζει σημαντικούς περιορισμούς, λαμβάνοντας υπόψη το ιδιαίτερο υψηλό ποσοστό μη εξυπηρετούμενων δανείων στην Ελλάδα (41,2% στο τέλος του 2018, έναντι 3,8% κατά μέσο όρο στην Ευρωζώνη και 3,2% στην Ευρωπαϊκή Ένωση). Ταυτόχρονα, υπάρχουν σημαντικά περιθώρια αύξησης της χρηματοδότησης από τις αγορές κεφαλαίου, καθώς σε σύγκριση με άλλες χώρες της Ευρώπης, αλλά και ακόμα περισσότερο, με άλλες χώρες του ΟΟΣΑ, οι αγορές κεφαλαίου δεν αξιοποιούνται επαρκώς στην Ελλάδα. Συγκεκριμένα, η αξία της κεφαλαιαγοράς προς την αξία τραπεζικού δανεισμού στον ιδιωτικό τομέα το 2016 ήταν μόλις 17,8% στην Ελλάδα, έναντι 72,1% κατά μέσο όρο στην Ευρωζώνη, 135% στον ΟΟΣΑ και 279% στις ΗΠΑ.

Επιπλέον, παρατηρείται ότι χώρες με υψηλότερη αποταμίευση τείνουν να έχουν ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές και αντίστοιχα, χώρες με ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές τείνουν να έχουν υψηλότερο βιοτικό επίπεδο. Συνεπώς, είναι κρίσιμο να αναπτυχθεί περαιτέρω η αγορά κεφαλαίων στην Ελλάδα.

<sup>1</sup> Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών καταγράφει τις εισπράξεις και τις πληρωμές της χώρας για εισοδήματα (όπως μισθοί, τόκοι και μερίσματα), για το εμπόριο αγαθών και υπηρεσιών και για άλλες τρέχουσες συναλλαγές. Αποδεικνύεται ότι ισούται με τη διαφορά μεταξύ των εγχώριων αποταμιεύσεων και των εγχώριων επενδύσεων.

**Διάγραμμα 1.1: Επενδύσεις, ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, κατά κεφαλήν ΑΕΠ, τραπεζικός δανεισμός και κεφαλαιαγορά**



Πηγές: Eurostat, ELSTAT, ΤτΕ, ΕΚΤ, World Bank, World Federation of Exchanges, Επεξεργασία IOBE

## 2. ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΗΣ ΑΠΟΤΑΜΙΕΥΣΗΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Η αποταμίευση των νοικοκυριών σημείωσε κατακόρυφη πτώση κατά τη διάρκεια της κρίσης, από €16 δισεκ. ή 9,0% του διαθέσιμου εισοδήματος το 2009, σε αρνητική αποταμίευση -€4 δισεκ. ή -3,1% του διαθέσιμου εισοδήματος το 2017 (Διάγραμμα 2.1). Αντίθετα, στην ΕΕ η αποταμίευση νοικοκυριών, η οποία είχε αυξηθεί με την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση το 2009 σε 11,1% του διαθέσιμου εισοδήματος, έχει σταθεροποιηθεί σε περίπου 9,0% από το 2011 και μετά.

Ως αποτέλεσμα αυτών των τάσεων, τα ελληνικά νοικοκυριά κατέγραψαν τη δεύτερη χαμηλότερη επίδοση στην ΕΕ το 2017, υψηλότερα μόνο σε σύγκριση με τη Ρουμανία. Από τη σύγκριση με τον μ.ό. της ΕΕ προκύπτει ότι τα ελληνικά νοικοκυριά σημειώνουν συστηματικό «αποταμιευτικό κενό». Την δεκαετία 2008-2017, το αποταμιευτικό κενό κυμάνθηκε κατά μ.ό. σε 7,3 π.μ. του ετήσιου διαθέσιμου εισοδήματός (από 2 π.μ. απόκλιση το 2009 έως και 13 π.μ. απόκλιση το 2017) και σωρευτικά ανέρχεται περί τα €94 δισεκ.

Τα ελληνικά νοικοκυριά παραδοσιακά επένδυναν μεγάλο μέρος των αποταμιεύσεών τους στην αγορά ακινήτων και πολύ μικρό μέρος σε προϊόντα της κεφαλαιαγοράς. Ως αποτέλεσμα, το μέγεθος των ελληνικών επενδύσεων σε κινητές αξίες μέσα από θεσμικούς επενδυτές είναι από τα χαμηλότερα στην ΕΕ. Συγκεκριμένα, το συνολικό ενεργητικό των διαχειριστών αμοιβαίων κεφαλαίων περιορίζεται σε μόλις 4,2% του ΑΕΠ στην Ελλάδα και η χώρα καταλαμβάνει την προτελευταία θέση στην κατάταξη, υψηλότερα μόνο σε σχέση με τη Βουλγαρία (1,4% του ΑΕΠ). Αντίθετα, στην Ολλανδία και στη Μάλτα, το ενεργητικό των θεσμικών επενδυτών ξεπερνά σε μέγεθος το ΑΕΠ των αντίστοιχων οικονομιών.

Ο μικρός όγκος ενεργητικού των θεσμικών επενδυτών στη χώρα οφείλεται και στις στρεβλώσεις του ασφαλιστικού συστήματος. Μέχρι τις περικοπές στις συντάξεις που έφερε η κρίση, το ύψος των συντάξεων σε πολλές περιπτώσεις ξεπερνούσε το καθαρό εισόδημα από εργασία κατά τη διάρκεια του εργασιακού βίου, με αποτέλεσμα η Ελλάδα να καταγράφει ποσοστά αναπλήρωσης υψηλότερα του 100%.<sup>2</sup> Σε συνδυασμό με τα υψηλά ποσοστά εισφορών για κύρια και επικουρική σύνταξη, περιορίζονταν σημαντικά τα κίνητρα για αποταμίευση και ειδικά για επενδύσεις σε κινητές αξίες.

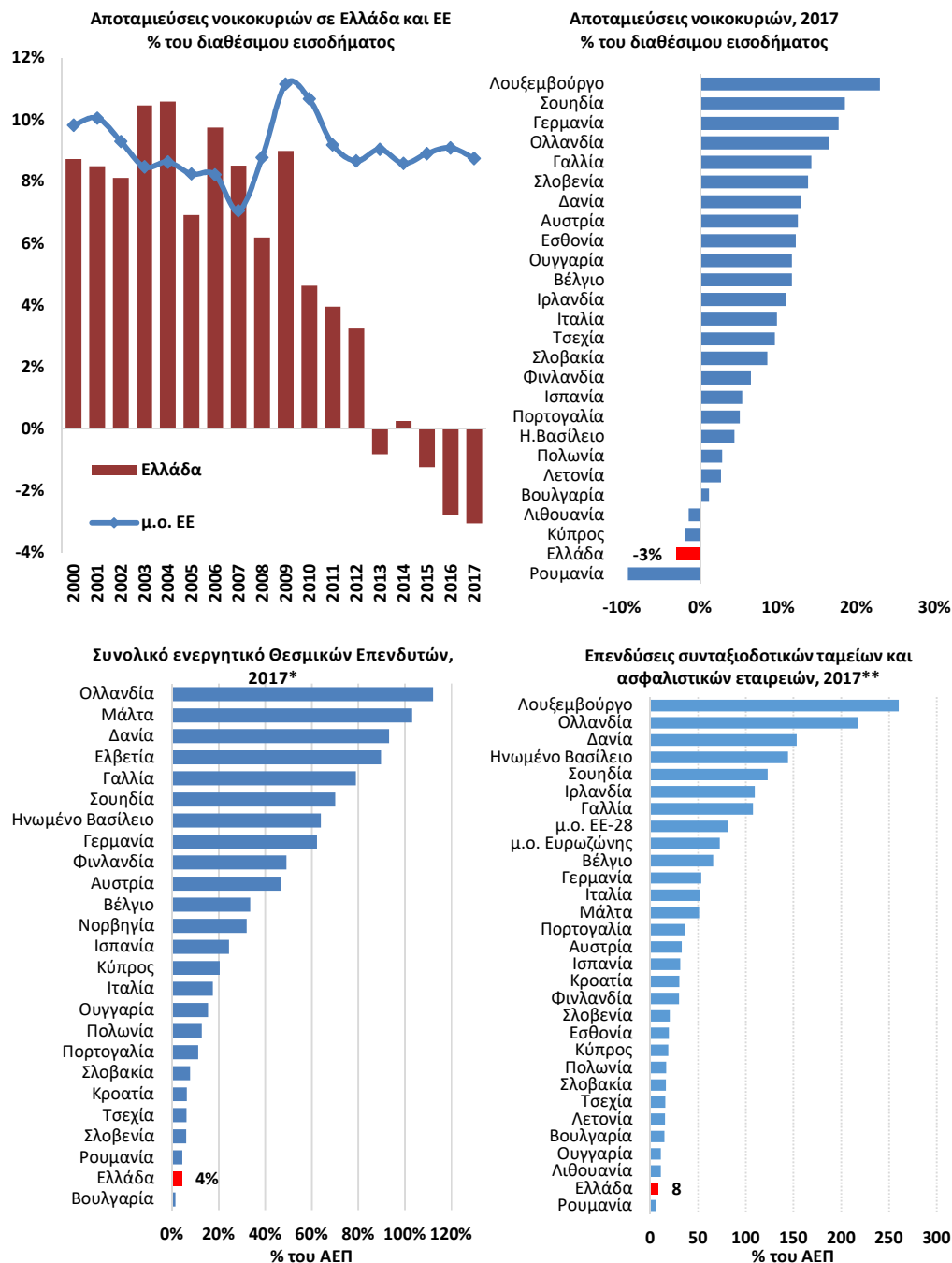
Παρότι τα ποσοστά αναπλήρωσης από τον διανεμητικό πυλώνα έχουν υποχωρήσει, η Ελλάδα παραμένει ουραγός όσον αφορά το μέγεθος του κεφαλαιοποιητικού πυλώνα του ασφαλιστικού συστήματος. Συγκεκριμένα, τα αποθεματικά των συνταξιοδοτικών ταμείων και των ασφαλιστικών εταιρειών που είναι επενδεδυμένα στην κεφαλαιαγορά αντιστοιχούν σε μόλις 8,0% του ΑΕΠ, έναντι 81,9% κατά μέσο όρο στην ΕΕ. Στην κατάταξη των χωρών-μελών της ΕΕ, η Ελλάδα βρίσκεται στην προτελευταία θέση, λίγο υψηλότερα από τη Ρουμανία (6,2% του ΑΕΠ).

Επομένως, η Ελλάδα αντιμετωπίζει σημαντικό κενό επενδύσεων και αποταμιεύσεων. Η βιώσιμη ανάκαμψη της οικονομίας απαιτεί κάλυψη αυτών των κενών. Σε αυτό το πλαίσιο,

<sup>2</sup> IOBE (2019), Συνταξιοδοτική μεταρρύθμιση και ανάπτυξη.

είναι ιδιαίτερα χρήσιμη η εξέταση της διεθνούς εμπειρίας στην προσπάθεια ενίσχυσης της αποταμίευσης και της κεφαλαιαγοράς.

**Διάγραμμα 2.1: Αποταμιεύσεις νοικοκυριών, ενεργητικό θεσμικών επενδυτών και αποθεματικά συνταξιοδοτικών ταμείων και ασφαλιστικών εταιρειών**



**Σημειώσεις:** \* Περιλαμβάνουν τους διαχειριστές των Α/Κ και των Επενδυτικών Ταμείων

\*\* Περιλαμβάνονται τίτλοι σε ομολογίες και μετοχές, μερίδια σε Α/Κ

**Πηγές:** Eurostat, ELSTAT, EFAMA, Επεξεργασία IOBE

### 3. ΠΡΑΚΤΙΚΕΣ ΕΝΙΣΧΥΣΗΣ ΤΗΣ ΑΠΟΤΑΜΙΕΥΣΗΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ

Η ενδυνάμωση της κεφαλαιαγοράς (οργανωμένης και μη) έχει αναγνωριστεί σε ευρωπαϊκό επίπεδο ως κρίσιμο παράγοντα για την κινητοποίηση αποταμιεύσεων και επενδύσεων (Παράρτημα Α). Ειδικότερα, ο Γενικός Απαλλακτικός Κανονισμός ΕΕ 651/2014 δίνει τη δυνατότητα στα κράτη-μέλη να θεσπίσουν μέτρα ενίσχυσης της χρηματοδότησης εγχώριων επενδύσεων από ιδιώτες σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις (ΜμΕ), χωρίς να παραβιάζεται η απαγόρευση κρατικών ενισχύσεων (state aid) εντός της ενιαίας αγοράς της ΕΕ.

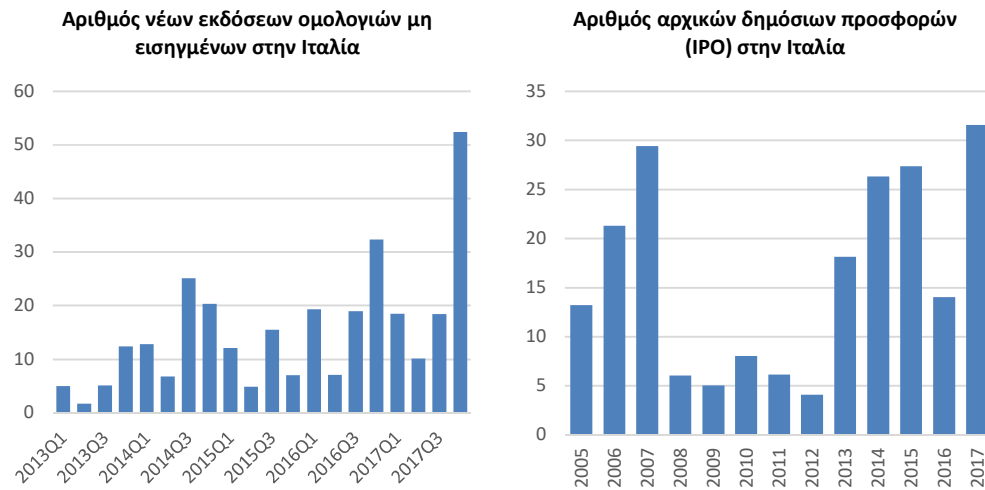
Αρκετά κράτη-μέλη (όπως το Ηνωμένο Βασίλειο, Γαλλία, Ιταλία, Ισπανία, Βέλγιο, Λουξεμβούργο και Πορτογαλία) έχουν ήδη εκμεταλλευτεί τις δυνατότητες που προσφέρει ο νέος απαλλακτικός κανονισμός, υιοθετώντας μέτρα ενδυνάμωσης των κεφαλαιαγορών τους. Ειδικότερα, παρέχονται φορολογικές απαλλαγές σε ιδιώτες που επενδύουν, είτε άμεσα είτε έμμεσα (μέσω συλλογικών επενδυτικών σχημάτων) σε κινητές αξίες (μετοχές ή ομόλογα) εγχώριων ΜμΕ ή νεοσύστατων επιχειρήσεων.

Για παράδειγμα, στην Ιταλία φοροαπαλλαγές για έκδοση ομολογιών εισηγμένων επεκτάθηκαν και σε μη-εισηγμένες το 2012, ενώ το 2016 θεσμοθετήθηκαν ατομικά σχέδια αποταμίευσης (PIR) με φορολογικά οφέλη σε ιδιώτες που επενδύουν μακροπρόθεσμα σε εγχώριες κινητές αξίες. Τα φορολογικά οφέλη στην Ιταλία, όπως και στη Γαλλία και στην Πολωνία, περιλαμβάνουν μείωση ή απαλλαγή από τη φορολογία μερισμάτων, τόκου και υπεραξίας κεφαλαίου από τις επιλέξιμες τοποθετήσεις, ενώ στο Ηνωμένο Βασίλειο τα κίνητρα έχουν τη μορφή έκπτωσης στο φόρο εισοδήματος των νοικοκυριών.

Για να δοθούν τα κίνητρα ισχύουν συγκεκριμένα κριτήρια επιλεξιμότητας, όπως η απαίτηση για μακροχρόνιο ορίζοντα διακράτησης των αποκτηθέντων τίτλων, ο οποίος κυμαίνεται από 3 (Πολωνία) έως 5 (Ιταλία, Γαλλία και Ηνωμένο Βασίλειο) έτη. Σε ορισμένες χώρες, όπως η Ιταλία και η Γαλλία, τα κίνητρα είναι στοχευμένα σε νεοσύστατες εταιρείες και ΜμΕ. Επιλέξιμες είναι τοποθετήσεις τόσο στην πρωτογενή αγορά όσο και έμμεσες επενδύσεις μέσω συλλογικών σχημάτων (όπως Αμοιβαία Κεφάλαια).

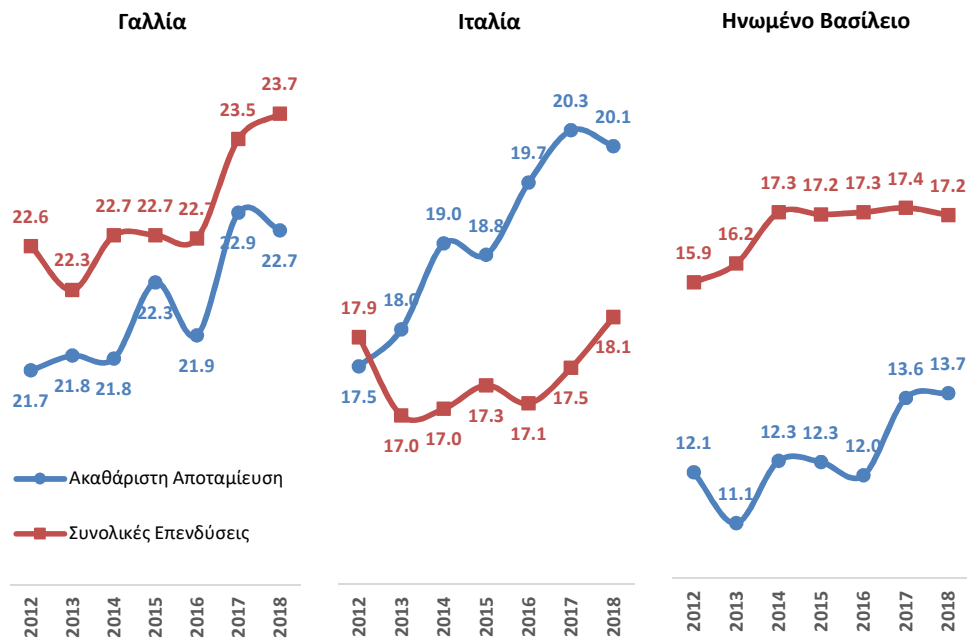
Τα παραπάνω κίνητρα φαίνεται πως έχουν επιφέρει άμεσα θετικά αποτελέσματα. Στην Ιταλία, οι μη εισηγμένες ΜμΕ που εκδίδουν ομολογίες τετραπλασιάστηκαν σε 4 έτη, ενώ ο αριθμός των αρχικών δημόσιων προσφορών (IPOs) το 2017 ξεπέρασε τα προ-κρίσης επίπεδα (Διάγραμμα 3.1). Η ακαθάριστη αποταμίευση στη χώρα ξεπέρασε το 20% του ΑΕΠ το 2017 και 2018 από 17,5% το 2012, ενώ και οι επενδύσεις επέστρεψαν σε ανοδική πορεία τη συγκεκριμένη διετία, μετά μια τριετία σχετικής στασιμότητας (Διάγραμμα 3.2). Θετική πορεία της αποταμίευσης σημειώθηκε επίσης στη Γαλλία και το Ηνωμένο Βασίλειο, μετά την ενίσχυση των σχετικών φορολογικών κινήτρων το 2014 και 2015 αντίστοιχα.

**Διάγραμμα 3.1: Αριθμός νέων εκδόσεων ομολογιών και αρχικών δημόσιων προσφορών στην Ιταλία**



Πηγές: BIS CGFS 2019, Bank of Italy, Borsa Italiana

**Διάγραμμα 3.2: Ακαθάριστη αποταμίευση και συνολικές επενδύσεις ως % του ΑΕΠ**



Πηγή: World Bank, Επεξεργασία στοιχείων IOBE

#### 4. ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΙΔΡΟΥΝ ΣΤΗ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗ ΤΩΝ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ ΣΤΗΝ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ

Η αποτελεσματικότητα των φορολογικών κινήτρων εξαρτάται από την ανταπόκριση των νοικοκυριών. Επομένως, είναι σημαντικό να εξεταστούν οι προσδιοριστικοί παράγοντες της απόφασης ενός νοικοκυριού εάν και πόσο θα συμμετέχει σε επενδύσεις της κεφαλαιαγοράς.

Μέσα από οικονομετρική προσέγγιση εκτιμήθηκε η επίδραση της φορολογικής μεταχείρισης στη συμμετοχή του νοικοκυριού σε επενδύσεις, ελέγχοντας για δημογραφικούς και άλλους παράγοντες. Συγκεκριμένα, εξετάστηκε ο βαθμός συμμετοχής και το ύψος των χρηματοοικονομικών τοποθετήσεων (σε μετοχές, ομόλογα, Α/Κ) ιδιωτών, ελέγχοντας για χαρακτηριστικά των νοικοκυριών (όπως ηλικία, εκπαίδευση και κατάσταση απασχόληση) και το οικονομικό περιβάλλον σε επίπεδο χώρας (όπως μέσο διαθέσιμο εισόδημα, φορολογική επιβάρυνση και μέγεθος κεφαλαιαγοράς).

Τα δεδομένα για την αποταμιευτική συμπεριφορά των νοικοκυριών προήλθαν από τη βάση SHARE για Υγεία, Γήρανση και Συνταξιοδότηση στην Ευρώπη. Καλύπτουν δείγμα 46492 νοικοκυριών από 17 Ευρωπαϊκές χώρες και το Ισραήλ για το έτος 2016. Συμμετέχουν στο δείγμα άτομα με ηλικία άνω των 50 ετών.

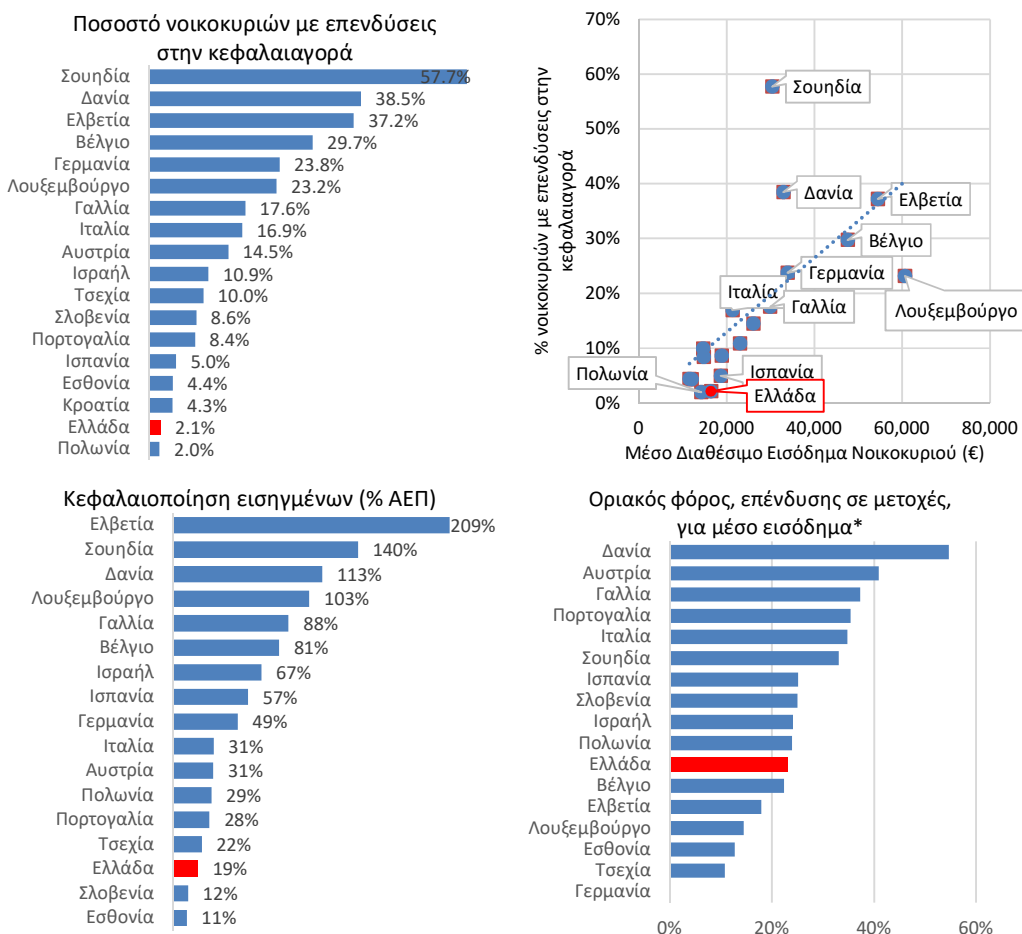
Τα στοιχεία που αξιοποιήθηκαν στην οικονομετρική ανάλυση επιβεβαιώνουν την εξαιρετικά χαμηλή συμμετοχή των ελληνικών νοικοκυριών στην κεφαλαιαγορά και τη σχετικά μικρή κεφαλαιοποίηση των εισηγμένων εταιρειών στη χώρα (Διάγραμμα 4.1). Ειδικότερα, το ποσοστό νοικοκυριών με επενδύσεις στην κεφαλαιαγορά περιορίζεται σε μόλις 2,1%, υψηλότερα μόνο σε σύγκριση με την Πολωνία (2,0%). Αντίστοιχα χαμηλή είναι και οι κεφαλαιοποίηση των μετοχών των εισηγμένων εταιρειών στη χώρα, με 19% του ΑΕΠ, υψηλότερα μόνο σε σύγκριση με τη Σλοβενία και την Εσθονία.

Στην οικονομετρική ανάλυση, εκτιμήθηκαν υπόδειγμα Probit για την πιθανότητα συμμετοχής ενός νοικοκυριού στην κεφαλαιαγορά και υπόδειγμα Tobit για το ύψος συμμετοχής του (Πίνακας 4.1). Από τα αποτελέσματα της οικονομετρικής ανάλυσης προκύπτει ότι τόσο η πιθανότητα συμμετοχής ενός νοικοκυριού στην κεφαλαιαγορά όσο και το ύψος της συμμετοχής αυξάνονται με την ηλικία, το επίπεδο εκπαίδευσης, το εισόδημα και την περιουσία του, ενώ είναι μειωμένα στα άτομα με προβλήματα υγείας και στους ανέργους. Η πιθανότητα και το ύψος της συμμετοχής είναι αυξημένα για τα νοικοκυριά που κατοικούν σε χώρες με αναπτυγμένη κεφαλαιαγορά και υψηλότερο μέσο διαθέσιμο εισόδημα.

Όσον αφορά τη φορολογική επιβάρυνση, επηρεάζει αρνητικά τόσο την πιθανότητα συμμετοχής, όσο και το ύψος των επενδύσεων στην κεφαλαιαγορά. Ειδικότερα, μια μείωση της φορολογικής επιβάρυνσης κατά 10% για το μέσο Ευρωπαϊκό νοικοκυριό του δείγματος αυξάνει την πιθανότητα συμμετοχής του νοικοκυριού στην εγχώρια κεφαλαιαγορά κατά 0,937% και αυξάνει το ύψος των τοποθετήσεων στην αγορά κεφαλαίου κατά €15.900.

Συνεπώς, είναι σκόπιμη η παροχή στοχευμένων φορολογικών κινήτρων έτσι ώστε να τονωθεί η αποταμίευση σε προϊόντα της κεφαλαιαγοράς, σε συνδυασμό με μέτρα για την προαγωγή του χρηματοοικονομικού αλφαριθμητισμού, μιας και το επίπεδο εκπαίδευσης επηρεάζει σημαντικά τη συμμετοχή των νοικοκυριών.

**Διάγραμμα 4.1: Συμμετοχή νοικοκυριών δείγματος στην κεφαλαιαγορά, κεφαλαιοποίηση και φορολογική μεταχείριση**



Πηγή: Βάση δεδομένων SHARE 2016, World Federation of Exchanges, Επεξεργασία στοιχείων IOBE

Σημείωση: \* Η οριακή φορολογική επιβάρυνση εκτιμάται από το OECD Taxation of Household Savings 2018

**Πίνακας 4.1: Αποτελέσματα οικονομετρικών εκτιμήσεων για τη συμμετοχή των νοικοκυριών στην κεφαλαιαγορά**

| Μεταβλητή                        | Probit             | Tobit              |
|----------------------------------|--------------------|--------------------|
| <b>Φόρος σε μετοχές (ΟΟΣΑ)</b>   | <b>-0,0937 ***</b> | <b>-1,5900 ***</b> |
| Ηλικία                           | 0,0104 ***         | 0,2157 ***         |
| Ηλικία^2                         | -0,0001 ***        | -0,0010 ***        |
| Δευτεροβάθμια Εκπαίδευση         | 0,0652 ***         | 0,9081 ***         |
| Τριτοβάθμια Εκπαίδευση           | 0,1149 ***         | 1,5805 ***         |
| Προβλήματα Υγείας                | -0,0335 ***        | -0,4940 ***        |
| Εργάζεται                        | 0,0139 **          | 0,1887 **          |
| Σε σύνταξη                       | 0,0236 ***         | 0,1306 ***         |
| Μικρή Περιουσία (Q1)             | -0,1246 ***        | -2,5410 ***        |
| Μικρό Καθαρό Εισόδημα (Q1)       | -0,0579 ***        | -0,7700 ***        |
| Κεφαλαιοποίηση (% ΑΕΠ)           | 0,0011 ***         | 0,0209 ***         |
| Τζίρος προς κεφαλαιοποίηση       | -0,0007 ***        | -0,0130 ***        |
| Μέσο Διαθέσιμο Εισόδημα (χιλ, €) | 0,0005 ***         | 0,0076 ***         |

Σημείωση: Λοιπές μεταβλητές ελέγχου που εξετάστηκαν περιλαμβάνουν λοιπά τεταρτημόρια εισοδήματος και περιουσίας, οικογενειακή κατάσταση. \*\*\*, \*\*, \* υποδηλώνουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%, 5% και 10% αντίστοιχα. Εκτιμήσεις IOBE.

## 5. ΠΡΟΤΕΙΝΟΜΕΝΑ ΜΕΤΡΑ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΓΙΑ ΕΝΙΣΧΥΣΗ ΤΗΣ ΑΠΟΤΑΜΙΕΥΣΗΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

### 5.1 Κίνητρα για επενδύσεις ιδιωτών μέσω της κεφαλαιαγοράς

Για την κάλυψη του σημαντικού κενού αποταμιεύσεων και επενδύσεων, κρίνεται σκόπιμο να δοθούν φορολογικά κίνητρα για επενδύσεις ιδιωτών σε κινητές αξίες εγχώριων επιχειρήσεων. Τα κίνητρα αυτά μπορούν να έχουν την μορφή έκπτωσης στο φόρο εισοδήματος ή μείωση στο φορολογητέο εισόδημα φυσικών προσώπων, ανάλογη με το ύψος των επιλέξιμων επενδύσεων. Άλλα πιθανά μέτρα περιλαμβάνουν απαλλαγή ή έκπτωση στη φορολογία μερισμάτων, τόκου και υπεραξίας κεφαλαίου από στοχευμένες τοποθετήσεις, διατήρηση μηδενικού φόρου υπεραξίας από μερίδια σε Α/Κ εσωτερικού ή εφαρμογή φοροαπαλλαγών σε τόκους από ομολογίες σε (εισηγμένες και μη) εταιρείες.

Σε κάθε περίπτωση, πρέπει να τεθούν συγκεκριμένες προϋποθέσεις ως κριτήρια επιλεξιμότητας επενδύσεων, προς αποφυγή δημιουργίας ευκαιριών μετατόπισης φορολογητέας ύλης (tax shifting) και ανάληψης αδικαιολόγητα υψηλού κινδύνου επένδυσης<sup>3</sup>. Ειδικότερα, οι επιλέξιμες επενδύσεις μπορεί να περιοριστούν σε μετοχικά, μεικτά και εταιρικά ομολογιακά Α/Κ εσωτερικού, καθώς και σε μερίδια σε ΟΣΕΚΑ, ΑΕΕΧ, ΕΚΕΣ και ΑΚΕΣ.

Πρέπει επίσης να τεθεί ελάχιστος χρονικός ορίζοντας διακράτησης, π.χ. τουλάχιστον 3 έτη, προς θέσπιση κινήτρων για μακροχρόνια επενδυτική συμπεριφορά. Κρίσιμης σημασίας για τη μεγιστοποίηση της επίδρασης στην εγχώρια οικονομία είναι να επικεντρωθούν οι επιλέξιμες επενδύσεις σε τοποθετήσεις σε εγχώριες ή εγχώρια εγκατεστημένες εταιρείες, με βάση τις δυνατότητες που προσφέρει ο Γενικός Απαλλακτικός Κανονισμός ΕΕ 651/2014 (για επενδύσεις σε εγχώριες ΜμΕ, εταιρείες με ισχυρό R&D, «πράσινη» αναπτυξιακή στρατηγική και επενδύσεις σε υποδομές).

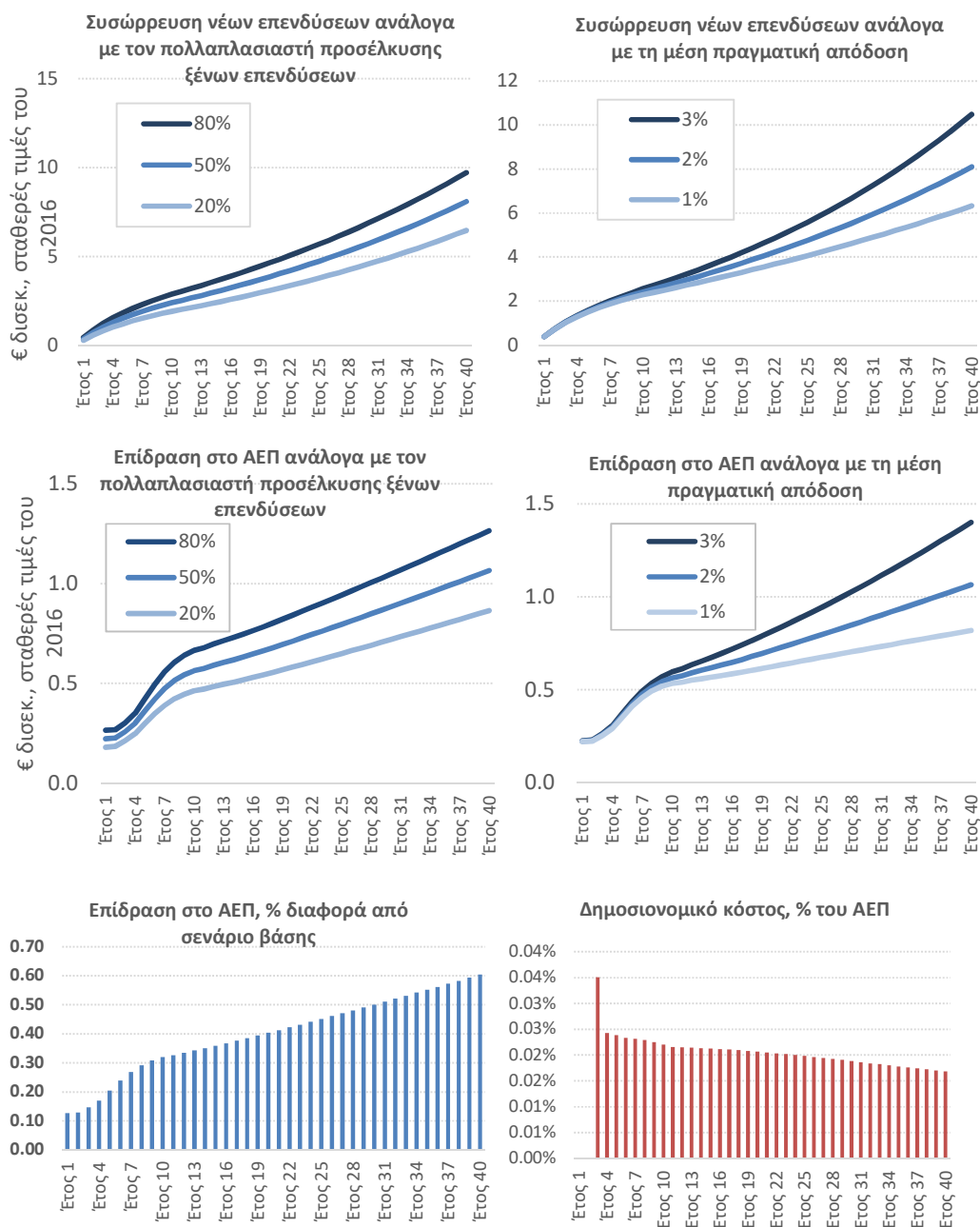
Στο πλαίσιο της μελέτης, εκτιμήθηκε η επίδραση ενδεικτικής πρότασης θέσπισης κινήτρων για επενδύσεις ιδιωτών σε αμοιβαία κεφάλαια. Στην ενδεικτική πρόταση, μειώνεται το φορολογητέο εισόδημα ως ποσοστό επί της δαπάνης για αγορά επιλέξιμων εγχώριων τίτλων που έχουν διακρατηθεί για τουλάχιστον 3 έτη, (α) κατά 24% το 3<sup>ο</sup> έτος και κατά 8% για κάθε επιπλέον έτος πέραν του 3<sup>ου</sup>, έως τα 12 έτη για μετοχικά Α/Κ και (β) κατά 12% το 3<sup>ο</sup> έτος και κατά 4% για κάθε επιπλέον έτος πέραν του 3<sup>ου</sup>, έως τα 25 έτη, για εταιρικά ομολογιακά και μεικτά Α/Κ. Για περιορισμό του δημοσιονομικού κόστους τίθεται συνδυαστικό πλαφόν μέγιστης μείωσης φόρου €6000 ανά οικογένεια ανά έτος και μέγιστη επιλέξιμη επένδυση έως το 40% του συνολικού ετήσιου φορολογητέου εισοδήματος. Το πλαφόν στη μείωση φόρου για άτομο που φορολογείται με οριακό συντελεστή 50% αντιστοιχεί σε (α) επένδυση σε μετοχικά Α/Κ ύψους €50 χιλ. και δηλωθέν εισόδημα €125 χιλ. ή (β) επένδυση σε εταιρικά ομολογιακά ή μεικτά Α/Κ ύψους €100 χιλ. και δηλωθέν εισόδημα €250 χιλ.

Η ενδεικτική πρόταση δημιουργεί αποθεματικά κεφάλαια έως και €8 δισεκ. (σε σταθερές τιμές του 2016) μέσα σε 40 χρόνια (Διάγραμμα 5.1). Το παραπάνω αποτέλεσμα εξαρτάται

<sup>3</sup> Εν όψει της προτεραιότητας ενδυνάμωσης διαθέσιμων εργαλείων αποταμίευσης (ΤΕΑ, ομαδικά ασφαλιστικά πακέτα) και επενδύσεων (ΑΕΕΧ, ΕΚΕΣ, ΑΚΕΣ, ΑΕΕΑΠ), κρίνεται σκόπιμο να μελετηθεί το καθεστώς φορολόγησης συνολικά αυτών των εργαλείων προς αποφυγή φορολογικού arbitrage.

κρίσιμα από τον πολλαπλασιαστή προσέλκυσης ξένων επενδύσεων και τη μακροχρόνια μέση πραγματική απόδοση των τοποθετήσεων. Σε περίπτωση που η ενισχυμένη ρευστότητα στην εγχώρια κεφαλαιαγορά προσελκύσει περισσότερα ξένα κεφάλαια σε σύγκριση με το σενάριο βάσης (π.χ. 80% αντί για 50%), οι νέες επενδύσεις στη χώρα ενδέχεται να πλησιάσουν €10 δισεκ. σωρευτικά σε βάθος 40 χρόνων. Αντίστοιχα, εάν η μέση πραγματική απόδοση των τοποθετήσεων ανέλθει σε 3% αντί για 2% στο βασικό σενάριο, η συσσώρευση νέων επενδύσεων ενδέχεται να ξεπεράσει τα €10,5 δισεκ.

**Διάγραμμα 5.1: Οικονομικές επιδράσεις από τη θέσπιση φορολογικών κινήτρων για επενδύσεις σε αμοιβαία κεφάλαια**



Πηγή: Εκτιμήσεις IOBE στη βάση μακροοικονομικού υποδείγματος γενικής ισορροπίας DSGE (Παράρτημα Β)

Η συσσώρευση επενδύσεων επιδρά θετικά στο ΑΕΠ. Με τη χρήση Δυναμικού Στοχαστικού Μακροοικονομικού Υποδείγματος Γενικής Ισορροπίας (GIMF) εκτιμήθηκε ότι η επίδραση στο ΑΕΠ κυμαίνεται από €900 εκατ. έως €1,5 δισεκ. σε ετήσια βάση, σε βάθος 40 ετών, ανάλογα με τη μέση απόδοση των τοποθετήσεων και τον βαθμό στον οποίο θα εισέλθουν κεφάλαια και από το εξωτερικό. Ως ποσοστό του ΑΕΠ, η επίδραση στο βασικό σενάριο ανέρχεται σε 0,6 ποσοστιαίες μονάδες σε βάθος χρόνου. Σε όρους απασχόλησης, τα προτεινόμενα μέτρα οδηγούν σε μόνιμη αύξηση των ισοδύναμα πλήρως απασχολούμενων κατά 3,6 χιλ. άτομα.

Καθώς πρόκειται για την παροχή φορολογικών κινήτρων, προκύπτει δημοσιονομικό κόστος σε όρους φορολογίας εισοδήματος. Το δημοσιονομικό κόστος είναι αρκετά μικρό, καθώς υπολογίζεται σε 0,04% του ΑΕΠ μετά το τέλος του τρίτου έτος εφαρμογής και μειώνεται στη συνέχεια σε λιγότερο από 0,02% του ΑΕΠ. Αντισταθμίζεται από δημοσιονομικά οφέλη ένεκα της αύξησης του ΑΕΠ από το πρώτο έτος εφαρμογής του.

Τα προτεινόμενα μόνιμα μέτρα που ποσοτικοποιούνται είναι ενδεικτικά. Επιλέχθηκαν ώστε να αναδειχθεί η επίδραση των φορολογικών κινήτρων στην τόνωση της κεφαλαιαγοράς, των επενδύσεων και της οικονομικής δραστηριότητας. Αποτελούν οδηγό για τα οφέλη που μπορούν να προκύψουν από άλλα, προσωρινά φορολογικά κίνητρα, με βάση την πρακτική που εφαρμόζεται σε άλλες Ευρωπαϊκές χώρες. Για ενίσχυση της θετικής επίδρασης στην οικονομία, πέρα από τα ενδεικτικά μέτρα που εξετάστηκαν, θα μπορούσαν να θεσπιστούν συμπληρωματικά φορολογικά κίνητρα για συμμετοχή στην κεφαλαιαγορά, όπως:

- Φοροαπαλλαγές στην αγορά εταιρικών ομολόγων εσωτερικού, σε μερίσματα από «νεοφώτιστες» εταιρείες τα 2 πρώτα χρόνια ένταξής τους σε οργανωμένη αγορά
- Έκπτωση φόρου για συμμετοχή σε αυξήσεις κεφαλαίου ΜμΕ
- Έκπτωση φόρου για επένδυση σε νεοεκδιδόμενες κινητές αξίες, τίτλους διαπραγματεύσιμους στην Εναλλακτική Αγορά
- Αναμόρφωση στο φορολογικό καθεστώς των Α/Κ εσωτερικού

Η επίδραση στην οικονομία των ενδεικτικών κινήτρων για την τόνωση των επενδύσεων σε αμοιβαία κεφάλαια είναι ιδιαίτερα θετική, και με χαμηλό κόστος, αλλά δεν αρκεί για να αντισταθμίσει σύντομα το αποταμιευτικό κενό των νοικοκυριών που έχει συσσωρευθεί παραδοσιακά και διογκωθεί στα χρόνια της κρίσης. Η οικονομική επίδραση γίνεται κομβική εφόσον τα παραπάνω μέτρα συνδυαστούν με μια τολμηρή μεταρρύθμιση του ασφαλιστικού συστήματος. Τα προτεινόμενα μόνιμα κίνητρα για την τόνωση επιλεγμένων κατηγοριών επενδύσεων μπορούν να ενταχθούν στο πλαίσιο του εθελοντικού κεφαλαιοποιητικού πυλώνα ασφάλισης με αυξημένα όρια φοροαπαλλαγών και εφόσον οι συμμετοχές σε αυτόν τον πυλώνα κατευθύνονται σε επιλεγμένες κατηγορίες εγχώριων επενδύσεων.

Με αυτό τον τρόπο, τα μέτρα ενίσχυσης της εγχώριας κεφαλαιαγοράς και η μεταρρύθμιση του ασφαλιστικού συστήματος λειτουργούν συμπληρωματικά. Χωρίς ενίσχυση της εγχώριας κεφαλαιαγοράς, υπαρκτός είναι ο κίνδυνος οι πόροι που θα απελευθερωθούν για αποταμίευσεις μέσα από τη μεταρρύθμιση του ασφαλιστικού να καταλήξουν ως επενδύσεις στο εξωτερικό. Αντίστροφα, χωρίς απελευθέρωση αποταμιευτικών πόρων μέσα από την ασφαλιστική μεταρρύθμιση, η κινητοποίηση πόρων μέσα από κίνητρα για επενδύσεις στην εγχώρια κεφαλαιαγορά θα έχουν περιορισμένη εμβέλεια.

## 5.2 Ενίσχυση των κεφαλαιοποιητικών πυλώνων του ασφαλιστικού συστήματος

Η επίδραση των μέτρων ενίσχυσης της κεφαλαιαγοράς θα είναι πολύ ισχυρότερη εάν αυτά τα μέτρα συνδυαστούν με ουσιαστική μεταρρύθμιση του ασφαλιστικού συστήματος. Σε πρόσφατη μελέτη του IOBE για το ασφαλιστικό,<sup>4</sup> περιγράφεται πρόταση για μεταρρύθμιση η οποία προβλέπει σε θεσμοθέτηση νέας επικουρικής και σε μέτρα ενίσχυσης της προαιρετικής κεφαλαιοποιητικής ασφάλισης.

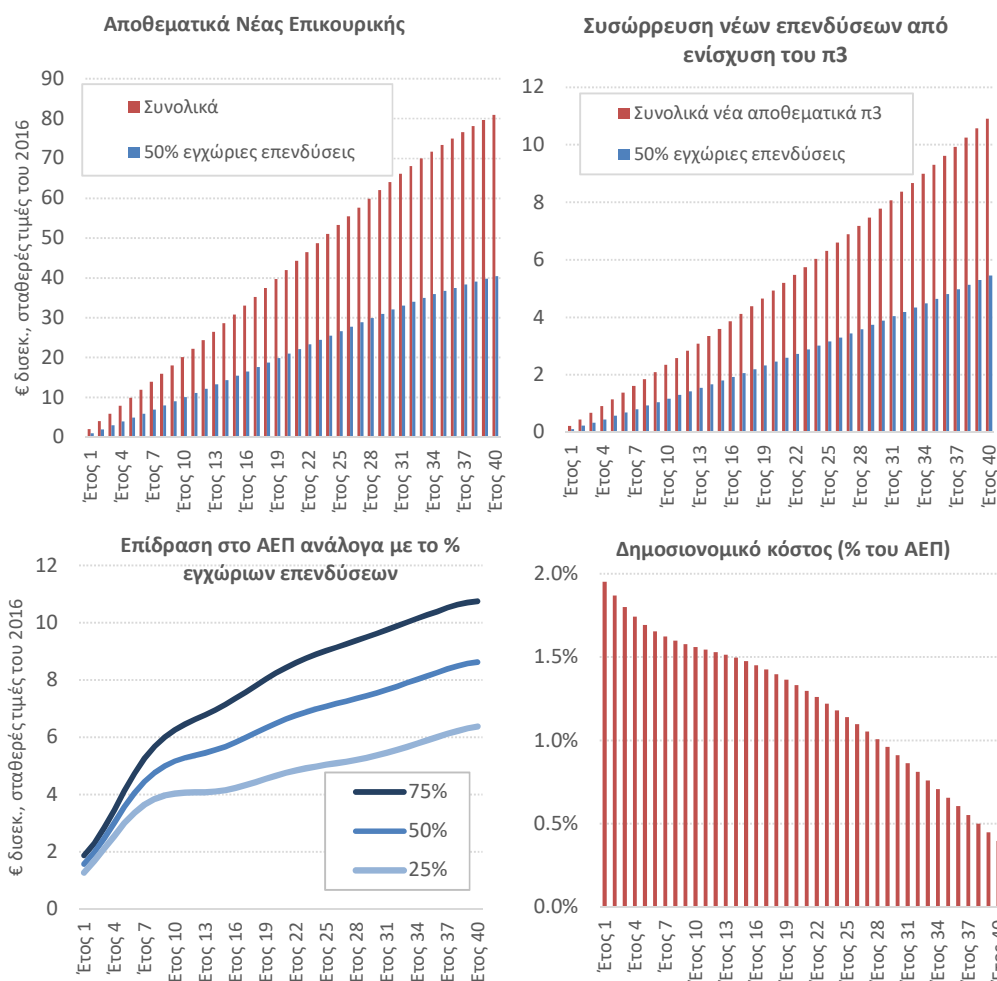
Η νέα επικουρική προτείνεται να είναι πλήρως κεφαλαιοποιητική, με τη δημιουργία ατομικών λογαριασμών αποταμίευσης και τη δυνατότητα επιλογής μεταξύ διαφορετικών προφίλ επενδύσεων μέσω των εργαλείων της κεφαλαιαγοράς και των θεσμικών επενδυτών. Προτείνεται να θεσπιστεί κατώφλι στις εισφορές της νέας επικουρικής, όπου οι εισφορές αποδίδονται μόνο στο τμήμα των μεικτών αποδοχών που υπερβαίνουν τον κατώτατο μισθό. Το μέτρο ισοδυναμεί με μείωση του πραγματικού (effective) επιπέδου εισφορών γύρω στο 3% κατά μ.ο. (μείωση κατά 3 π.μ.), με μεγαλύτερη μείωση στα χαμηλά εισοδήματα. Η νέα επικουρική μπορεί να είναι προαιρετική για τους αγρότες, τους επιτηδευματίες και τους αυτοαπασχολούμενους, ενώ η παροχή και η διαχείρισή της μπορεί να γίνει από δημόσιους και ιδιωτικούς φορείς, υπό ένα αυστηρό και ενιαίο ρυθμιστικό πλαίσιο.

Παράλληλα, προτείνεται η θέσπιση φορολογικών κινήτρων στα νοικοκυριά για προαιρετική ιδιωτική ασφάλιση. Ειδικότερα, η πρόταση περιλαμβάνει τη μείωση φόρου κατά 25% για νέες αποταμιεύσεις έως €2.000 για μονομελές νοικοκυριό και €3.000 για οικογένεια ανά έτος. Τίθεται πλαφόν στη μείωση φόρου €500 για μονομελές νοικοκυριό και €750 για οικογένεια.

Η πρόταση ασφαλιστικής μεταρρύθμισης επιτυγχάνει πολύ σημαντικές θετικές οικονομικές επιδράσεις (Διάγραμμα 5.2). Ειδικότερα, δημιουργούνται αποθεματικά κεφάλαια άνω των €90 δισεκ. μέσα σε 40 χρόνια, εκ των οποίων αν τουλάχιστον το 50% επενδυθεί στην εγχώρια κεφαλαιαγορά, οι εισροές θα υπερκαλύψουν τη συνολική κεφαλαιοποίηση που κατέγραψε η Ελληνική αγορά το 2018. Το μεγαλύτερο μέρος (€ 80 δισεκ.) θα προέλθει από τα αποθεματικά της νέας επικουρικής. Ταυτόχρονα, η μείωση των ασφαλιστικών εισφορών οδηγεί σε αύξηση της συμμετοχής στην αγορά εργασίας κατά 1,5 π.μ. ή περίπου 100 χιλ. άτομα.

Η επίδραση της ασφαλιστικής μεταρρύθμισης στην οικονομική ανάπτυξη εξαρτάται από το ποσοστό των εγχώριων επενδύσεων, το οποίο από την άλλη επηρεάζεται από τη δύναμη της εγχώριας κεφαλαιαγοράς και επομένως συνδέεται με την επιτυχία των παρεμβάσεων προς τη συγκεκριμένη κατεύθυνση. Εάν το 50% των νέων αποταμιεύσεων που προκύπτουν από την προτεινόμενη μεταρρύθμιση του ασφαλιστικού κατευθυνθούν σε εγχώριες τοποθετήσεις, το ΑΕΠ της χώρας εκτιμάται ότι θα είναι αυξημένο σε βάθος 40 ετών κατά €8,6 δισεκ. ευρώ σε σταθερές τιμές του 2016, σε σύγκριση με ένα σενάριο βάσης όπου δεν πραγματοποιείται η προτεινόμενη μεταρρύθμιση. Εάν το ποσοστό των εγχώριων επενδύσεων ανέλθει σε 75% των νέων αποταμιεύσεων, η μακροχρόνια επίδραση στο ΑΕΠ εκτιμάται σε περίπου €10,8 δισεκ.

<sup>4</sup> IOBE (2019), Συνταξιοδοτική μεταρρύθμιση και ανάπτυξη.

**Διάγραμμα 5.2: Οικονομικές επιδράσεις από την ασφαλιστική μεταρρύθμιση**

**Πηγή:** Εκτιμήσεις IOBE στη βάση μακροοικονομικού υποδείγματος γενικής ισορροπίας DSGE

Συνδυαστικά με τα φορολογικά κίνητρα για επενδύσεις σε αμοιβαία κεφάλαια που αναλύθηκαν προηγουμένως, η επίδραση στο πραγματικό ΑΕΠ ανέρχεται σε €9,6 δισεκ. σε πραγματικές τιμές ή 5,5% υψηλότερα σε σύγκριση με το σενάριο αναφοράς σε βάθος χρόνου, με μετριοπαθείς υποθέσεις για τον πολλαπλασιαστή ξένων επενδύσεων, την μέση πραγματική απόδοση και το ποσοστό εγχώριων επενδύσεων από τις νέες αποταμιεύσεις του ασφαλιστικού (Διάγραμμα 5.3). Τα μέτρα τονώνουν σημαντικά και την απασχόληση σε μακροχρόνια βάση, καθώς εκτιμάται ότι οδηγούν σε μόνιμη αύξηση των ισοδύναμα πλήρως απασχολούμενων κατά 81 χιλ. άτομα (μ.ο. περιόδου).

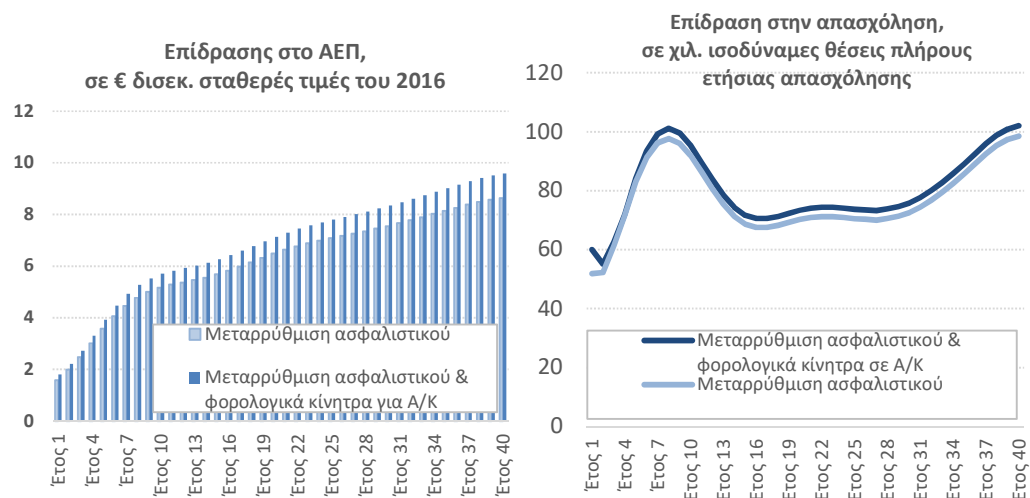
Αξιοσημείωτη είναι η επίδραση και στην ενδιάμεση περίοδο, καθώς ανέρχεται σε €6,9 δισεκ. ή 3,9% του ΑΕΠ κατά έτος κατά μέσο όρο της περιόδου. Ήδη από την πρώτη 5ετία, η επίδραση στο μέσο ετήσιο ΑΕΠ ανέρχεται σε €2,8 δισεκ. ή 1,6% του ΑΕΠ κατά μέσο όρο, ανεβάζοντας τον μέσο ετήσιο πραγματικό ρυθμό ανάπτυξης κατά περίπου 0,38 π.μ.

Η μεταρρύθμιση του ασφαλιστικού συνοδεύεται από δημοσιονομικό κόστος μετάβασης, το οποίο προκύπτει λόγω κατάργησης των εισφορών στο υφιστάμενο ΕΤΕΑ, ενώ παραμένει η

υποχρέωση καταβολής των παλαιών επικουρικών συντάξεων. Η μέση ετήσια απώλεια εσόδων για το ασφαλιστικό σύστημα εκτιμάται ότι ανέρχεται σε 1,8% του ΑΕΠ κατά την πρώτη πενταετία και βαίνει μειούμενη στον χρόνο. Χωρίς άλλα δημοσιονομικά μέτρα η απώλεια αντισταθμίζεται πλήρως από δημοσιονομικά οφέλη ένεκα της αύξησης του ΑΕΠ μετά από 25 έτη.

Λαμβάνοντας υπόψη ότι πρόκειται για πολύ ουσιαστική μεταρρύθμιση ενός δομικού προβλήματος που ταλανίζει την ελληνική οικονομία εδώ και δεκαετίες και έχει συμβάλει ουσιαστικά στην πρόσφατη κατάρρευση του ελληνικού παραγωγικού υποδείγματος,<sup>5</sup> το δημοσιονομικό κόστος της μεταρρύθμισης κρίνεται διαχειρίσιμο, ειδικά σε σύγκριση με το αναμενόμενο όφελος, καθώς και σε σχέση με άλλα μέτρα που έχουν παρθεί πρόσφατα (όπως το έκτακτο επίδομα σύνταξης) ή σχεδιάζονται για το προσεχές διάστημα (όπως μείωση ΦΠΑ) που δεν έχουν τα αντίστοιχα διαρθρωτικά και αναπτυξιακά οφέλη.

**Διάγραμμα 5.3: Οικονομικές επιδράσεις από τη θέσπιση φορολογικών κινήτρων για επενδύσεις σε αμοιβαία κεφάλαια σε συνδυασμό με ασφαλιστική μεταρρύθμιση**



**Πηγή:** Εκτιμήσεις IOBE στη βάση μακροοικονομικού υποδείγματος γενικής ισορροπίας DSGE

**Σημείωση.** Στο βασικό σενάριο, το 50% των νέων αποταμιεύσεων της μεταρρύθμισης του ασφαλιστικού τοποθετείται σε εγχώριες επενδύσεις

### 5.3 Ενίσχυση επενδύσεων σε οχήματα ειδικού σκοπού τύπου *Venture Capital*

Η τόνωση επενδυτικών σχημάτων της αγοράς που χρηματοδοτούν στοχευμένα εγχώριες νεοφυείς επιχειρήσεις εξυπηρετεί διττό σκοπό. Στο σκέλος της προσφοράς, συμβάλει στην αποτελεσματικότερη κατανομή των χρηματοδοτικών πόρων μέσα από κριτήρια της αγοράς, ενώ στο σκέλος της ζήτησης πόρων, διευκολύνει την καινοτομία και βελτίωση στην εταιρική διακυβέρνηση των εγχώριων start-ups με προοπτική μεγέθυνσής τους.

Αφενός, οι επενδύσεις μέσω οχημάτων *Venture Capital* μπορούν να ενισχυθούν μέσα από την αξιοποίηση των Ευρωπαϊκών Χρηματοοικονομικών Εργαλείων (ESIF Financial Instruments). Πρόκειται για Ταμεία που χρηματοδοτούνται τριμερώς από την ΕΕ, εθνικούς

<sup>5</sup> Γιαννίσης, Τ. (2016). Το ασφαλιστικό και η κρίση. Αθήνα: Εκδόσεις Πόλις.

πόρους και ιδιώτες επενδυτές, υπό την διαχείριση υπερεθνικών φορέων όπως το EIF και που σε συνεργασία με χρηματοπιστωτικούς διαμεσολαβητές (π.χ. Venture Capital Funds) αναλαμβάνουν την υλοποίηση των συμμετοχών σε επιλεγμένες start-ups με κριτήρια αγοράς. Προτείνεται η αύξηση εθνικής συμμετοχής σε στοχευμένα επενδυτικά εργαλεία όπως το ESIF – FoF με έμφαση σε κλάδους τεχνολογίας, ανανεώσιμων πηγών ενέργειας, ανάπτυξης υποδομών και δικτύων. Εναλλακτικά, μπορούν να θεσπιστούν φορολογικά κίνητρα για συμμετοχή ιδιωτών σε στοχευμένα εργαλεία ESIF που θα αυξήσει τη μόχλευση και την αποτελεσματικότητα.

Αφετέρου, προτείνεται η παροχή κινήτρων για επενδύσεις ιδιωτών απ'ευθείας σε οχήματα τύπου Venture Capital. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί το Ηνωμένο Βασίλειο, όπου παρέχεται έκπτωση στο φόρο εισοδήματος από 30% έως και 50% του ύψους των επενδύσεων ιδιωτών σε σχήματα τύπου Venture Capital (EIS, SEIS, SITR, VCT), για ελάχιστη διακράτηση από 3 έως 5 έτη και έως ένα πλαφόν επένδυσης από £100 χιλ. έως £1 εκατ. Αντίστοιχα κίνητρα θα μπορούσαν να εξεταστούν και στην περίπτωση της Ελλάδας, υπό προϋποθέσεις, όπως οι τοποθετήσεις να είναι σε εγχώριες νεοφυείς εταιρείες, ο προσανατολισμός τους να είναι σε κλάδους συμβατούς με τους κανόνες της ΕΕ περί κρατικών ενισχύσεων, να υπάρχει ελάχιστος ορίζοντας διακράτησης και πλαφόν στην έκπτωση ως ποσοστό του δηλωθέντος εισοδήματος και η διαχείριση να γίνεται με κριτήρια αγοράς. Εναλλακτικά, προτείνονται φορολογικά κίνητρα για επενδύσεις σε Ταμεία διαπραγματεύσιμα σε οργανωμένη αγορά (ETFs) με προσανατολισμό σε αντίστοιχες ΜμΕ<sup>6</sup>. Γενικότερα, τα φορολογικά κίνητρα σε εγχώριες επενδύσεις συμβάλλουν τόσο (α) στην μείωση (σε ισοδύναμους όρους) των υψηλών οριακών φορολογικών συντελεστών για μεσαία/υψηλά εισοδήματα, όσο και (β) στη μείωση των κινήτρων για απόκρυψη εισοδημάτων και αποκλειστικής επένδυσής τους στο εξωτερικό.

Για την αποτελεσματική εφαρμογή τέτοιων κινήτρων, απαιτείται σχέδιο δράσης στη βάση τριών βημάτων. Αρχικά, κρίνεται σκόπιμο να προσδιοριστούν οι ανάγκες των εγχώριων ΜμΕ για χρηματοδότηση (ζήτηση) και το χρηματοδοτικό κενό. Στη συνέχεια απαιτείται η καταγραφή των υπάρχοντων επενδυτικών οχημάτων και εργαλείων χρηματοδότησης. Στη βάση των παραπάνω, είναι δυνατός ο παραμετρικός σχεδιασμός φορολογικών κινήτρων για επενδύσεις από ιδιώτες σε οχήματα χρηματοδότησης start ups, με στόχο την καλύτερη αξιοποίηση των εξειδικευμένων επενδυτικών εργαλείων.

<sup>6</sup> IOBE (2018), Η χρηματοδότηση μέσω χρηματιστηριακής αγοράς και το νέο αναπτυξιακό πρότυπο της Ελλάδας.

## 6. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Αναδείχθηκε στη μελέτη η σημαντική υστέρηση της ιδιωτικής αποταμίευσης, των επενδύσεων και του βάθους της αγοράς κεφαλαίου της Ελλάδας σε σύγκριση με την ΕΕ. Ειδικότερα, το «κενό» παραγωγικών επενδύσεων στην Ελλάδα την περίοδο 2000-2018 κυμάνθηκε κατά μ.ό. σε 2,6% του ετήσιου ΑΕΠ, και ανήλθε σωρευτικά περί τα €94 δισεκ. Το μέγεθος των Ελληνικών επενδύσεων σε κινητές αξίες μέσα από θεσμικούς επενδυτές είναι από τα χαμηλότερα στην ΕΕ, ενώ τα αποθεματικά των ασφαλιστικών ταμείων που είναι επενδεδυμένα στην κεφαλαιαγορά αντιστοιχούν σε μόλις 8% του ΑΕΠ, το δεύτερο χαμηλότερο ποσοστό στην ΕΕ.

Για την ανάκαμψη του βιοτικού επιπέδου στην Ελλάδα απαιτούνται σημαντικές νέες επενδύσεις. Η χρηματοδότηση επενδύσεων ήταν παραδοσιακά «τραπεζικοκεντρική» στην Ελλάδα, αλλά το υψηλό ποσοστό κόκκινων δανείων θέτει περιορισμούς σε νέες δανειοδοτήσεις. Συνεπώς, είναι κρίσιμο να αναπτυχθεί η αγορά κεφαλαίων στη χώρα.

Μια ουσιαστική ασφαλιστική μεταρρύθμιση με ενίσχυση των κεφαλαιοποιητικών πυλώνων του συνταξιοδοτικού συστήματος θα οδηγήσει σε σημαντική ανάκαμψη των αποταμιεύσεων των νοικοκυριών. Επιπλέον, τα στοχευμένα φορολογικά κίνητρα για μακροχρόνιες επενδύσεις ιδιωτών σε εγχώριες τοποθετήσεις στη βάση καλών πρακτικών της ΕΕ θα συνεισφέρουν στην κάλυψη του επενδυτικού κενού. Αντίστοιχα, η τόνωση των επενδύσεων σε οχήματα ειδικού σκοπού Venture Capital θα προάγει την καινοτομία νεοφυών εταιρειών.

Η ασφαλιστική μεταρρύθμιση συνδέεται με κόστος μετάβασης και επομένως απαιτεί δημοσιονομικούς πόρους, οι οποίοι κρίνεται σκόπιμο να αξιοποιηθούν κατά προτεραιότητα. Επιπλέον, προϋπόθεση απόδοσης των προτεινόμενων μέτρων αποτελεί η θέσπιση ενός αποτελεσματικού και διαφανούς κανονιστικού πλαισίου. Απαιτούνται κανόνες για την αποτελεσματική παροχή της νέας επικουρικής από συνταξιοδοτικά ταμεία, καθώς και κανόνες επενδύσεων που προάγουν τη διαφοροποίηση τίτλων και περιορίζουν το ρίσκο αγοράς στο κεφαλαιοποιητικό πυλώνα του ασφαλιστικού συστήματος. Τέλος, απαιτείται αυστηρό ενιαίο πλαίσιο εποπτείας, όπου η Τράπεζα της Ελλάδος και η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς θα έχουν αυξημένες αρμοδιότητες εποπτείας της διαχείρισης αποθεματικών της νέας αποταμίευσης από συνταξιοδοτικά ταμεία και θεσμικούς επενδυτές αντίστοιχα.

Η ενίσχυση της αποταμίευσης και των επενδύσεων μέσω της κεφαλαιαγοράς δημιουργεί σημαντικά οικονομικά οφέλη. Δημιουργείται εθνική αποταμίευση, καθιστά τα νοικοκυριά «συμμέτοχους» στο εγχείρημα ανάκαμψης της ελληνικής οικονομίας, αναπτύσσεται η αγορά κεφαλαίου χρηματοδοτώντας παραγωγικές επενδύσεις, μειώνεται μακροχρόνια το δημοσιονομικό βάρος χρηματοδότησης του ασφαλιστικού, μειώνεται και το μη μισθολογικό κόστος εργασίας βελτιώνοντας έτσι την ανταγωνιστικότητα των εγχώριων επιχειρήσεων.

Τα ποσοτικά οφέλη από την ενδεικτική πρόταση για ασφαλιστική μεταρρύθμιση και φορολογικά κίνητρα σε τοποθετήσεις σε αμοιβαία κεφάλαια εσωτερικού που αναλύονται στη μελέτη είναι αξιοσημείωτα. Συγκεκριμένα, το πραγματικό ΑΕΠ αυξάνεται κατά €6,9 δισεκ. ετησίως κατά μέσο όρο για τα επόμενα 40 χρόνια από την εφαρμογή των προτεινόμενων μέτρων. Η απασχόληση είναι αυξημένη κατά 81 χιλιάδες άτομα κατά μέσο όρο για τα επόμενα 40 χρόνια, ενώ αντίστοιχα σημαντική είναι η αύξηση της συμμετοχής στην αγορά εργασίας.

## 7. ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

### A. Βασικοί τομείς στο Ευρωπαϊκό σχέδιο της Ένωσης Κεφαλαιαγορών

Σύμφωνα με το Σχέδιο Δράσης για την Ένωση Κεφαλαιαγορών (Capital Markets Union ή CMU), η δημιουργία της εξυπηρετεί την πρώτη προτεραιότητα της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, που είναι η ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας της Ευρώπης και η τόνωση των επενδύσεων, προκειμένου να δημιουργηθούν θέσεις απασχόλησης. Η ελεύθερη κυκλοφορία των κεφαλαίων ήταν μια από τις θεμελιώδεις αρχές με βάση τις οποίες οικοδομήθηκε η Ευρωπαϊκή Ένωση. Όμως, όπως αναφέρεται στο Σχέδιο Δράσης για τη CMU, «παρά την πρόοδο που έχει σημειωθεί κατά τα τελευταία 50 χρόνια, οι ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές εξακολουθούν να παρουσιάζουν σχετικά χαμηλή ανάπτυξη και να είναι κατακερματισμένες». Επιπλέον, παρότι «η ευρωπαϊκή οικονομία είναι παρόμοια σε μέγεθος με εκείνη των ΗΠΑ», εντούτοις «οι αγορές μετοχών της Ευρώπης έχουν μέγεθος μικρότερο από το μισό εκείνου των αγορών μετοχών των ΗΠΑ», ενώ «σε σύγκριση με τις ΗΠΑ, οι ευρωπαϊκές ΜΜΕ λαμβάνουν πέντε φορές λιγότερη χρηματοδότηση από τις κεφαλαιαγορές (σ.σ. το 2014)». Επιπλέον, «το χάσμα μεταξύ των κρατών μελών είναι ακόμη μεγαλύτερο από εκείνο που υφίσταται μεταξύ της Ευρώπης και των ΗΠΑ».

Στο Σχέδιο Δράσης προβλέπεται ότι η Επιτροπή θα προωθήσει μέτρα προκειμένου να αρθούν τα εμπόδια που υφίστανται μεταξύ των χρημάτων των επενδυτών και των επενδυτικών ευκαιριών. Στόχος είναι το σύστημα διοχέτευσης των πόρων το οποίο θα διαμορφωθεί, να είναι όσο το δυνατόν πιο αποτελεσματικό, τόσο σε εθνικό όσο και σε διασυνοριακό επίπεδο. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχει αναλάβει δράση στους παρακάτω τομείς προτεραιότητας για την επίτευξη της Ένωσης Κεφαλαιαγορών:

- 1) Παροχή περισσότερων επιλογών χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις και τις ΜΜΕ
- 2) Εξασφάλιση κατάλληλου κανονιστικού περιβάλλοντος για μακροπρόθεσμες και βιώσιμες επενδύσεις και χρηματοδότηση των υποδομών της Ευρώπης
- 3) Αύξηση επενδύσεων και επιλογών επενδυτικού κοινού και θεσμικών επενδυτών
- 4) Ενίσχυση της ικανότητας των τραπεζών να χορηγούν δάνεια
- 5) Άρση των διασυνοριακών εμποδίων και ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών για το σύνολο των 28 κρατών μελών

### B. Το Μακροοικονομικό Υπόδειγμα

Οι μακροοικονομικές επιδράσεις των μεταρρυθμίσεων μελετώνται εκτελώντας προσομοιώσεις της υλοποίησης εναλλακτικών σεναρίων πολιτικής, στο πλαίσιο του μακροοικονομικού υποδείγματος Global Integrated Monetary and Fiscal Model (GIMF). Το GIMF είναι ένα δυναμικό στοχαστικό μακροοικονομικό υπόδειγμα γενικής ισορροπίας (DSGE model), το οποίο αναπτύχθηκε από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο και χρησιμοποιείται ευρέως για τη μελέτη των επιδράσεων μεταβολών στην οικονομική πολιτική. Το GIMF έχει ισχυρή μικροοικονομική θεμελίωση, Κεϋνσιανά και μη-Ρικαρδιανά χαρακτηριστικά, που το καθιστούν κατ' εξοχήν κατάλληλο για την ανάλυση των επιδράσεων μεταβολών στην δημοσιονομική πολιτική. Για τους σκοπούς της παρούσας μελέτης, η διαμέτρηση (calibration) του υποδείγματος έγινε με βάση τα πλέον πρόσφατα διαθέσιμα αναλυτικά στατιστικά στοιχεία για την Ελλάδα, από τις βάσεις δεδομένων εθνικών λογαριασμών της Eurostat.