

Ιστορική Αποτίμηση και ρόλος των αποθεματικών στο Ελληνικό ασφαλιστικό σύστημα

Εισαγωγή

Η κοινωνική ασφάλιση παίζει καθοριστικό ρόλο στην οικονομία αφού επηρεάζει παράγοντες όπως το κόστος παραγωγής, την ανταγωνιστικότητα των εγχώριων προϊόντων, τις εξαγωγές, την απασχόληση, το ύψος των αποδοχών και το εισόδημα των εργαζομένων ανάλογα με το επίπεδο των εισφορών που επιβαρύνουν τον συντελεστή «εργασία» στη διαδικασία της παραγωγής. Τη τελευταία δεκαετία το μερίδιο των κοινωνικών δαπανών στο σύνολο των δημοσίων δαπανών παρουσιάζει σημαντική άνοδο. Στη κατηγορία αυτή των δαπανών θα μπορούσε να αποδοθεί ίσως ένα τμήμα της ευθύνης για την υπέρμετρη διόγκωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων. Είναι γνωστό ότι η διατήρηση των τελευταίων σε υψηλά επίπεδα συντηρεί υψηλό πληθωρισμό, απορροφά για καταναλωτικούς σκοπούς αποταμιευτικούς πόρους, αποθαρρύνει τις ιδιωτικές επενδύσεις και χειροτερεύει την εθνική κατανομή των πόρων.

Σήμερα η κοινωνική ασφάλιση κατηγορείται ότι επηρεάζει αρνητικά την ιδιωτική αποταμίευση άρα και την επένδυση που κατ' επέκταση εξασθενίζει το ρυθμό βελτίωσης της παραγωγικότητας και το ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας. Τελευταία πολλά γράφονται για επαρκή αποταμιευτική πολιτική σε ένα οικονομικό σύστημα, που θα βοηθά την επένδυση του κεφαλαίου σε νέες δραστηριότητες ώστε να υπάρξει αύξηση της παραγωγής για την αντιμετώπιση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας.

Τύποι συνταξιοδοτικών συστημάτων

Η διαμάχη μεταξύ κεφαλαιοποιητικού και διανεμητικού συστήματος χρονολογείται αρκετές δεκαετίες, με την πλειονότητα των αναλυτών να συγκλίνουν στην άποψη ότι ένα συνταξιοδοτικό σύστημα δεν μπορεί να στηριχθεί αποκλειστικά και μόνο σε ένα εκ των δύο συστημάτων. Στην Ελλάδα εφαρμόζεται αποκλειστικά το διανεμητικό σύστημα.

Ανταποδοτικό (κεφαλαιοποιητικό) σύστημα

Στο σύστημα αυτό οι παροχές των δικαιούχων χρηματοδοτούνται μέσα από την κεφαλαιοποίηση των ασφαλιστικών εισφορών. Στα προγράμματα κεφαλαιοποιητικού χαρακτήρα, το ύψος της συνταξιοδοτικής παροχής εξαρτάται από το κεφάλαιο που κάθε ασφαλισμένος έχει συσσωρεύσει στον προσωπικό του λογαριασμό κατά το τέλος της εργάσιμης ζωής του και από τις αποδόσεις που έχουν επιτευχθεί (εισφορές + αποδόσεις). Σε πολλές χώρες λειτουργεί ως βασικό σύστημα της επικουρικής-επαγγελματικής ασφάλισης ή ως συμπληρωματικό υποσύστημα της

κοινωνικής ασφάλισης. Αποκαλείται και Σύστημα Καθορισμένων Εισφορών: ο επενδυτικός κίνδυνος αναλαμβάνεται από το μέλος του φορέα. Οι παροχές συνδέονται άμεσα με την απόδοση του επενδεδυμένου κεφαλαίου. Πλεονέκτημά του είναι η δημιουργία αποταμίευσης. Μειονέκτημα η αβεβαιότητα.

Διαχρονικά διανεμητικό σύστημα

Στο σύστημα αυτό οι παροχές των συντάξεων χρηματοδοτούνται από τις εισφορές που καταβάλλουν οι εργαζόμενοι. Η παρούσα γενιά αναλαμβάνει τη συντήρηση και τη κοινωνική προστασία της γενιάς που αποχώρησε από την εργασία. Η επιτυχία και η αποδοτικότητα του αναδιανεμητικού συστήματος να εξασφαλίζει υψηλό ποσοστό απόδοσης στους ασφαλισμένους, στηρίζονται στην ευνοϊκή εξέλιξη ορισμένων παραγόντων. Αν αυτή η προϋπόθεση διαταραχθεί, τότε προκύπτουν σοβαρά προβλήματα. Ο ρυθμός αύξησης του πληθυσμού, το ποσοστό ανεργίας, η παραγωγικότητα και η οικονομική ανάπτυξη πρέπει να έχουν θετική εξέλιξη. Το αποτέλεσμα κρίνεται από την αύξουσα τάση δύο κυρίως δεικτών: το ρυθμό αύξησης των ασφαλισμένων και το ποσοστό μεγέθυνσης του Α.Ε.Π. σε ετήσια βάση. Αποκαλείται και Σύστημα Καθορισμένων Παροχών: οι παροχές δεν εξαρτώνται από το ύψος και το μέγεθος των εισφορών. Πλεονέκτημά του είναι η κοινωνική αλληλεγγύη και η βεβαιότητα. Μειονέκτημα η κάλυψη των ελλειμμάτων από τον κρατικό προϋπολογισμό.

Ο ρόλος των αποθεματικών στο αναδιανεμητικό σύστημα

Όλα τα προγράμματα συνταξιοδότησης ξεκίνησαν συσσωρεύοντας πλεονάσματα. Όμως με την πάροδο του χρόνου και καθώς άλλαξαν τα δημογραφικά δεδομένα, ωρίμασαν οι ασφαλιστικές προσδοκίες και επιβραδύνθηκαν οι ρυθμοί οικονομικής ανάπτυξης, τα διαθέσιμα των ταμείων εξανεμίσθηκαν και τα πλεονάσματα μετατράπηκαν σε ελλείμματα.

Πέρα όμως από την κάλυψη εκτάκτων και απρόβλεπτων αναγκών, τα κεφάλαια αυτά προέρχονται από εισφορές εργαζομένων και εργοδοτών και έχουν στόχο να χρησιμοποιηθούν στην πορεία της ασφαλιστικής περιόδου των ασφαλισμένων, είτε ως παροχές σε είδος και σε χρήμα, είτε ως συντάξεις στη συνταξιοδοτική περίοδο. Με άλλα λόγια τα αποθεματικά των ασφαλιστικών ταμείων είναι ένα αναβαλλόμενο καταναλωτικό κεφάλαιο που θα χρησιμοποιηθεί στο μέλλον, στη διάρκεια ζωής του ασφαλισμένου και πολλές φορές και μετά από αυτή.

Πρέπει επίσης να σημειώσουμε ότι οι ασφαλιστικοί οργανισμοί όπως και κάθε οικονομική μονάδα, υπόκεινται σε κινδύνους νομισματικής αστάθειας, οι δε εκροές τους αυξάνονται διαχρονικά και το ελάχιστο που πρέπει να ληφθεί υπ' όψη είναι η διατήρηση της αγοραστικής ικανότητας του μεταβαλλόμενου αυτού καταναλωτικού κεφαλαίου για οποιαδήποτε μελλοντική χρήση ή διακύμανση της οικονομικής ισορροπίας.

Από την άλλη πλευρά, εάν διερευνηθεί η οικονομική λειτουργία του συστήματος γίνεται κατανοητό ότι αναλαμβάνει τον κίνδυνο μιας μελλοντικής αβεβαιότητας, διότι από ένα ποσό αβέβαιων (εισπρακτικά) εισφορών, επιδιώκεται να πληρωθούν προκαθορισμένες παροχές που ούτε λίγο ούτε πολύ πρέπει να έχουν κάποια αγοραστική ικανότητα. Ο βαθμός του κινδύνου εξαρτάται από πολλούς παράγοντες, οικονομικούς, δημογραφικούς, τεχνολογικούς, διεθνείς. “Αν το σύστημα κοινωνικής ασφάλισης αναλαμβάνει να παίξει το ρόλο του κοινωνικού καταμεριστή κινδύνων, θα πρέπει να προφυλάξει την ακεραιότητά του να διαθέτει κεφάλαιο, ώστε να μπορεί να απορροφά για κάποια διαστήματα τις αρνητικές πραγματοποιήσεις.”¹ Η μακροχρόνια βιωσιμότητα του συστήματος εξαρτάται, από την ικανότητα να συλλέγει πόρους σε χρόνους και σε έκταση ικανή για την εξυπηρέτηση των υποχρεώσεών του. Στις περισσότερες χώρες η εισροή πόρων περιλαμβάνει δύο βασικές μορφές: τις εισφορές των εργαζομένων και των εργοδοτών και τις επιδοτήσεις του κράτους προς το σύστημα κοινωνικής ασφάλισης. Υπάρχει επίσης και μία κατηγορία «λοιπών εσόδων» η οποία πρέπει τουλάχιστον εν μέρει να περιλαμβάνει έσοδα από την αξιοποίηση της περιουσίας των ασφαλιστικών οργανισμών.

Η λογική των αναδιανεμητικών συστημάτων δεν περιλαμβάνει κεφαλαιακές αξίες διότι υποθέτει γενικά ότι αντί κεφαλαίου, στήριγμα του συστήματος είναι (σιωπηρά) το κράτος και η γενική φορολογική εξουσία επί της κοινωνίας. Περιττό βέβαια να τονισθεί, όπως άλλωστε δείχνει ξεκάθαρα η ελληνική εμπειρία, ότι σε περιόδους διαρθρωτικών ελλειμμάτων του δημοσίου και περιορισμών στη φορολογική ικανότητά του, το στήριγμα αυτό αποδεικνύεται ανεπαρκέστατο ως κεφαλαιακό στοιχείο και δεν μπορεί να λειτουργήσει ως υποκατάστατο μίας υλικής και διαχειρίσιμης κεφαλαιακής μάζας.

Έχει ήδη επισημανθεί ότι το αναδιανεμητικό σύστημα δεν στηρίζεται στην αρχή της κεφαλαιακής αποθεματοποίησης. Έχει ισχυρό μειονέκτημα ότι δεν προσδίδει κίνητρα για μία πολιτική συσσώρευσης. Αποτέλεσμα είναι ότι όταν τα συστήματα αυτά είναι πλεονασματικά δημιουργούν πιέσεις και κίνητρα για επέκταση των παροχών και όταν παρουσιάζουν ελλείμματα αναπόφευκτα περικόπτονται οι παροχές. Αυτό ακριβώς συμβαίνει και στο ελληνικό ασφαλιστικό σύστημα, δηλαδή υπάρχει στη λειτουργία του μια αντίφαση. Από τη μια πρέπει να συγκροτήσει ένα ισχυρό κράτος πρόνοιας που θα δίδει ανεκτές συντάξεις και θα χρειάζεται συνεχώς πρόσθετους πόρους. Από την άλλη οι πρόσθετοι πόροι, δηλαδή οι ασφαλιστικές εισφορές περιορίζονται εξαιτίας των δημογραφικών, της ανεργίας, του κόστους παραγωγής (ανταγωνιστικότητας). Η αδυναμία του φορολογικού συστήματος να εξεύρει πρόσθετα έσοδα για να χρηματοδοτήσει τα ασφαλιστικά ταμεία είναι πλέον δεδομένη. Οι ανάγκες της Ελληνικής οικονομίας είναι τόσο

¹ Θωμαδάκης Σ., 1995.

μεγάλες που αντί οι επιχορηγήσεις προς τους ασφαλιστικούς οργανισμούς να αυξάνουν, διαρκώς μειώνονται.

Ιστορική αποτίμηση του κόστους ευκαιρίας των αποθεματικών

Στη μελέτη αυτή επιχειρείται η μέτρηση του κόστους ευκαιρίας που είχαν τα ασφαλιστικά ταμεία στο διάστημα των τελευταίων σαράντα ετών στην ελληνική χρηματαγορά και της τελευταίας δεκαετίας στην κεφαλαιαγορά. Από το 1950 και έως το 1973 τα αποθεματικά κατετίθεντο υποχρεωτικά στην Τράπεζα της Ελλάδος βάσει του Ν.1611/50 με επιτόκιο 4%, κατά πολύ μικρότερο από τον πληθωρισμό. Το κράτος τα αξιοποιούσε ενισχύοντας άμεσα τομείς όπως η γεωργία και η εργατική κατοικία, αλλά και έμμεσα εφόσον το Δημόσιο δάνειζε με κεφάλαια χαμηλού ή μηδενικού κόστους ολόκληρη την οικονομική δραστηριότητα της χώρας. Ουσιαστικά τα ταμεία και τα αποθεματικά τους βάσει νόμων ήταν (και παραμένουν) τμήμα του κρατικού προϋπολογισμού είτε προς όφελός τους, εφόσον το Δημόσιο καλύπτει πάντα όλα τα διαχειριστικά τους ελλείμματα, είτε εις βάρος τους, εφόσον εκμεταλλεύεται τους συσσωρευμένους πόρους τους. Βαθμιαία έγιναν μια σειρά από δευτερεύουσες αλλαγές στο τρόπο διαχείρισης και κατόρθωσαν την εξασφάλιση πράγματι υψηλού επιτοκίου. Όμως, παρά τη βελτίωση της απόδοσής τους η λογική του ελέγχου δεν μετακινήθηκε.

Εξετάζοντας μια χρονολογική σειρά 42 ετών, από το 1950 έως το 1991 παρατηρείται απόκλιση αποδόσεων των επενδεδυμένων κεφαλαίων, γεγονός που επηρέασε τη δομή, τη λειτουργία και τη προοπτική των ασφαλιστικών φορέων και ταυτόχρονα αλλοίωσε τα χαρακτηριστικά τους σε σχέση με τα αρχικά τους γνωρίσματα.

Τα επιτόκια των αναγκαστικών καταθέσεων στην Τ.Ε. είχαν μέση τιμή στο προηγούμενο διάστημα 7,06%, τα επιτόκια καταθέσεων ταμιευτηρίου 9,12% και τα επιτόκια προθεσμιακών καταθέσεων 12μηνιας διάρκειας 11,00%. Χωρίς να εκτιμηθεί μια εναλλακτική επένδυση στο διάστημα αυτό στη κεφαλαιαγορά, τα επιτόκια καταθέσεων ταμιευτηρίου ήταν κατά 29,17% υψηλότερα και τα επιτόκια προθεσμιακών καταθέσεων κατά 55,80% υψηλότερα από τα επιτόκια των δεσμευμένων καταθέσεων του Ν. 1611/50.

Στον **Πίνακα 1** παρουσιάζονται τα υπόλοιπα των λογαριασμών από κάθε κατηγορία τοποθέτησης στην Τράπεζα Ελλάδος στη βάση κάθε ημερολογιακού έτους. Αρχικά οι τοποθετήσεις ήταν μόνο σε υποχρεωτικές καταθέσεις του Ν. 1611/50 και σε άτοκες καταθέσεις όψεως. Από το 1963 και σε πολύ μικρά ποσά υπήρξαν καταθέσεις σε Ε.Γ.Ε.Δ. και από το 1986 σε ομόλογα. Ο όγκος όμως των επενδεδυμένων ποσών σε διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια ουσιαστικά ξεκίνησε από το 1990 και μετά. Χαρακτηριστικό στοιχείο του Πίνακα είναι η μικρή αξία των συνολικών

κεφαλαίων έως και τα πρώτα έτη της δεκαετίας του '80, όπου η περαιτέρω αύξηση πραγματοποιήθηκε με γεωμετρική πρόοδο σε σύγκριση με την προηγούμενη τριαντακονταετία.

Στο **Διάγραμμα 1** παρουσιάζονται για λόγους σύγκρισης του μεγέθους των αποθεματικών συνολικά στοιχεία (καταθέσεις, χρεόγραφα, συνολικά αποθεματικά), από τρεις διαφορετικές πηγές: Κοινωνικός Προϋπολογισμός, Τ.τΕ. και Ε.Σ.Υ.Ε. Στα στοιχεία του Κοινωνικού προϋπολογισμού που ξεκινούν από το 1970 συναντάται μια πιο λεπτομερής παρουσίαση της διάρθρωσης των αποθεματικών η οποία όμως περιορίζεται στη δεκαετία του '90. Χαρακτηριστικό σημείο είναι η απεικόνιση των μετοχών που λαμβάνει χώρα όμως μόνο τη τελευταία 10ετία. Οι αξίες τους είναι μικρότερες από εκείνες της Τ.τΕ., διότι περιλαμβάνονται ασφαλιστικά ταμεία που ανήκουν μόνο στο Υπουργείο Εργασίας και παραλείπονται φορείς από άλλα Υπουργεία. Στα στοιχεία της Ε.Σ.Υ.Ε. που ξεκινούν από το 1963 συναντάται σε πολλά έτη μια πιο συνοπτική εικόνα (ανάλυση χρεογράφων) και σε άλλα πιο αναλυτική (έσοδα, έξοδα και συγκεκριμένα ποσά αποθεματικών που επενδύονται κάθε έτος). Τα στοιχεία της Τ.τΕ. που ξεκινούν από το 1950 (που επιλέχθηκαν τελικά μεταξύ των τριών πηγών για επεξεργασία) είναι πλήρη χρονικά, για μια πεντηκονταετία, μεγαλύτερα ως μεγέθη σε σχέση με τις άλλες πηγές, με μοναδική ιδιαιτερότητα ότι δεν εμπεριέχουν στο σύνολό τους τις αξίες των χρεογράφων που προέρχονται από μετοχές (συμπληρώθηκαν όμως από τα στοιχεία του Κοιν. Προϋπ.).

Στο **Διάγραμμα 2** παρατηρείται ότι οι καταθέσεις (διαθέσιμα ως καταθέσεις όψεως) στη χρονική περίοδο 1975-1987 αποτελούν τη κύρια μορφή επένδυσης, με διακύμανση από 59% έως 85% το 1984, ενώ από το 1988 η πρακτική αυτή αντιστρέφεται και τα χρεόγραφα αποκτούν ιδιαίτερη βαρύτητα. Η επενδυτική πολιτική για τα ασφαλιστικά ταμεία στο τέλος της δεκαετίας του '80 αλλά και η αγορά με νέες θεσμικές παρεμβάσεις άρχισε να λειτουργεί σε διαφορετικό πλαίσιο (από το 1987 τα επιτόκια προθεσμίας και το 1993 τα επιτόκια ταμειυτηρίου καθορίζονται ελεύθερα από τις τράπεζες).

Ένα άλλο στοιχείο είναι ότι το ποσοστό της συνολικής ετήσιας αξίας των αποθεματικών σε συνάρτηση με το ΑΕΠ για τη περίοδο 1975-2000 κυμάνθηκε μεταξύ 3% και 9%, με μοναδική εξαίρεση την τελευταία τριετία 1997-2000 (λόγω αύξησης του ποσοστού που επενδύθηκε σε μετοχικούς τίτλους) και αποτελεί το μικρότερο ποσοστό ίσως συγκρινόμενο με άλλες ανεπτυγμένες χώρες (**Πίνακας 2, Διάγραμμα 2, Κοιν. Προϋπ.**).

Όσον αφορά τις αποδόσεις των επιτοκίων καταθέσεων σε λογαριασμό ταμειυτηρίου και τις προθεσμιακές καταθέσεις παρουσιάζονται στο **Διάγραμμα 3** για ολόκληρη τη πεντακονταετία.² Ένας σημαντικός θεσμός για την εθνική αποταμίευση. Προτιμήθηκε από μικρούς καταθέτες αλλά και από θεσμικούς επενδυτές όπως τα ασφαλιστικά ταμεία που στηρίχθηκαν σε αυτόν το θεσμό για

² Στα πραγματικά επιτόκια καταθέσεων ταμειυτηρίου και προθεσμιακών καταθέσεων από το 1991 και εντεύθεν εκτός από την αφαίρεση του πληθωρισμού αφαιρούνται και οι επιβληθέντες φόροι επί των τόκων.

δεκαετίες. Την 20ετία 1973-1991, οι πραγματικές αποδόσεις των καταθέσεων ταμειυτηρίου, αλλά και όλων των άλλων καταθετικών λογαριασμών, ήταν συνεχώς αρνητικές (έως και 18% το 1974). Την ίδια περίοδο η Ελλάδα αποτελούσε τη μοναδική χώρα στην Ε.Ε. και στον Ο.Ο.Σ.Α. που είχε αρνητικά πραγματικά επιτόκια καταθέσεων. Οι αρνητικές αποδόσεις των καταθέσεων είχαν σημαντικές συνέπειες όπως, η απομείωση του κεφαλαίου, η αποδυνάμωση της αποταμίευσης μέσω του τραπεζικού συστήματος, η ροπή προς κατανάλωση με συνέπεια την πίεση επί του πληθωρισμού κ.λ.π.

Στο **Διάγραμμα 4** καταγράφεται η διαφορά μεταξύ μέσου επιτοκίου επενδεδυμένων κεφαλαίων στην Τ.τΕ.³ και μέσου επιτοκίου αγοράς σταθερών αποδόσεων⁴ (η απόκλιση αυτή αξιοποιείται για υπολογισμούς του συνολικού κόστους ευκαιρίας των αποθεματικών). Στον **Πίνακα 3** παρουσιάζονται οι ετήσιες αποδόσεις διαφόρων σεναρίων επένδυσης. Στα σεναρία διαχείρισης υπολογίζεται η απόδοση του κάθε έτους. Αυτό που ενδιαφέρει στη προκειμένη περίπτωση είναι η μέση ετήσια ποσοστιαία απόδοση του σεναρίου διαχείρισης που εφαρμόστηκε από την Τ.τΕ και το μέσο επιτόκιο της αγοράς (από χρεόγραφα σταθερής απόδοσης) αφαιρώντας τη μεταβολή του ΔΤΚ. Με τα στοιχεία αυτά μπορούν να γίνουν διάφορες συγκρίσεις για να διαπιστωθεί τι επετεύχθη και τι θα μπορούσε να επιτευχθεί με κάποιο εναλλακτικό σενάριο διαχείρισης.

Τέλος, σε μια παράλληλη παρουσίαση όλων των επιτοκίων αποτυπώνεται και η ετήσια ποσοστιαία μεταβολή του Δείκτη Τιμών του ΧΑΑ 1954-2000 (**Διάγραμμα 5**).

Η επενδυτική πολιτική που υιοθετήθηκε για τα αποθεματικά των ταμείων δεν επιδέχεται κριτικής μόνο στις υποχρεωτικές καταθέσεις του Ν. 1611/50.⁵ Οι άτοκες βραχυπρόθεσμες καταθέσεις στις εμπορικές τράπεζες, οι βραχυπρόθεσμες τοποθετήσεις σε ΕΓΕΔ (κυρίως 3μηνης διάρκειας) και ομόλογα (κυρίως 2ετούς διάρκειας) στοιχειοθετούν ένα μέσο επιτόκιο πολύ κατώτερο του τρέχοντος πληθωρισμού σε μεγάλα χρονικά διαστήματα από το 1950 έως το 2000.

Η πρώτη περίοδος των αρνητικών αποδόσεων ήταν μεταξύ 1950 και 1956. Τη περίοδο αυτή οι πραγματικές απώλειες δεν ήταν πολύ μεγάλες διότι η διαφορά με τον τρέχοντα πληθωρισμό ήταν μικρή. Οι μεγαλύτερες απώλειες των ταμείων πραγματοποιήθηκαν την περίοδο 1972-1991 όταν ο πληθωρισμός αυξήθηκε (και ξεπέρασε) το επίπεδο του 20%. Θετική απόδοση παρουσιάζεται μόνο το διάστημα 1988-89 και από το 1992 και εντεύθεν (**Διάγραμμα 6**).

Στον **Πίνακα 4** επιχειρείται ο υπολογισμός του συνολικού κόστους ευκαιρίας των αποθεματικών χρησιμοποιώντας τη διαφορά μεταξύ μέσου επιτοκίου επενδεδυμένων κεφαλαίων

³ Η μέση τιμή των επιτοκίων των επενδεδυμένων κεφαλαίων στην Τ.Ε. υπολογίζεται από το μέσο σταθμικό επιτόκιο του Ν. 1611/50, των καταθέσεων όψεως, των εντόκων γραμματίων και των ομολόγων σε ετήσια βάση.

⁴ Μέση τιμή ΕΓΕΔ 12μηνα, προθεσμιακές καταθέσεις 12μηνες και 3ετή Ομόλογα.

⁵ Ο Ν. 1611/50 καταργήθηκε με τον Ν. 2216/94 και έκτοτε τα διαθέσιμα των ταμείων στην Τ.Ε. τοποθετούνται επί το πλείστον σε χρεόγραφα του Δημοσίου με αντίστοιχες αποδόσεις ή όσα εξ αυτών παραμένουν στο λογαριασμό αυτό τοκίζονται με τα κοινά επιτόκια των εμπορικών τραπεζών (επιτόκια καταθέσεων).

στην Τ.τΕ. και μέσου επιτοκίου αγοράς (σταθερών αποδόσεων) ως "επιτόκιο ευκαιρίας." Η διαχρονική διαφορά των επιτοκίων (μόνο το έτος 1997, όπου συμπτωματικά η ετήσια εισροή αποθεματικών ήταν αρνητική,⁶ οι αποδόσεις της Τ.Ε. ήταν μεγαλύτερες κατά 0.22%) υιοθετείται ως επιτόκιο ετήσιας απόδοσης και η ετήσια εισροή αποθεματικών, ως κεφάλαιο προς επένδυση. Με άλλα λόγια υπάρχει δεδομένο νέο ποσό κεφαλαίου κάθε έτος και δεδομένο "επιτόκιο ευκαιρίας" που μπορεί να επενδυθεί. Το κεφάλαιο αυτό ανατοκίζόμενο με το κάθε ετήσιο επιτόκιο για διάστημα 50 ετών δίνει το συνολικό κόστος ευκαιρίας όλων των αποθεματικών κεφαλαίων που επενδύθηκαν στην Τ.Ε. Το 2000 η απώλεια από την επενδυτική πολιτική της τελευταίας πεντακονταετίας προσέγγισε το 2.520,7 τρισ. δρχ. σε τρέχουσες τιμές.

Ωστόσο, αν εξαιρεθεί το διάστημα 1950-1990 (χρονικό διάστημα το οποίο η αγορά χρήματος και κεφαλαίου ήταν πολύ διαφορετική από τη σημερινή), η χαμένη δεκαετία μπορεί να θεωρηθεί η περίοδος 1990-2000, καθώς σε μια περίοδο με υψηλά επιτόκια και μεγάλες μετοχικές αποδόσεις, οι φορείς κοινωνικής ασφάλισης κατάφεραν να επιτύχουν πραγματικές μέσες αποδόσεις (αφαιρώντας τον πληθωρισμό από το μέσο επιτόκιο επενδεδυμένων κεφαλαίων στην Τ.τΕ.) της τάξης του 2,28%. Σύμφωνα με τα διεθνή δεδομένα οι μεγάλοι οργανισμοί (θεσμικοί επενδυτές) σε περιόδους θετικής χρηματιστηριακής εμπειρίας και ανοδικού οικονομικού κύκλου, πρέπει να επιτυγχάνουν αποδόσεις τριπλάσιες από τις αποδόσεις των εντόκων γραμματίων. Η μέση πραγματική απόδοση των ΕΓΕΔ (αφαιρώντας τον πληθωρισμό και τον φόρο 10%) διάρκειας ενός έτους από το 1990 έως το 1999 προσέγγισε το 3,98%, σχεδόν διπλάσια της απόδοσης των ταμείων που αντιστοιχεί σε απώλεια 2,01 τρισ. δρχ. Αντίστοιχα, η μέση καθαρή απόδοση των δεκαετών ομολόγων από το 1997 έως το 2000 πλησίασε το 7%, ενώ οι αποδόσεις των ταμείων στο ίδιο διάστημα περιορίστηκαν στο 3,59% που αντιστοιχεί σε απώλεια 638,44 δισ. δρχ.

Τελευταία υπήρξε μεγάλη κριτική για τα ποσά που τοποθέτησαν οι ασφαλιστικοί φορείς στη χρηματιστηριακή αγορά. Το επιχείρημα αυτό ενδυναμώθηκε με τη μείωση της αξίας των μετοχών σε ποσοστό 25,96% από το 1999 στο 2000 **Πίνακας 5**. Η χρηματιστηριακή εμπειρία όμως των ταμείων τη πενταετία 1995-2000 ήταν επικερδής. Δεν ήταν βέβαια στο βαθμό που προσδοκούσαν οι διοικήσεις των ασφαλιστικών οργανισμών, αλλά σε ένα επίπεδο σαφώς υψηλότερο από τις αποδόσεις που θα μπορούσαν να αποκομίσουν για τα ίδια ποσά από τοποθετήσεις σε ομόλογα ή καταθέσεις. Η συγκυρία αυτή οδήγησε το 2000 σε ρευστοποίηση μέρους των μετοχών, των αμοιβαίων κεφαλαίων και των εντόκων γραμματίων που κατείχαν προκειμένου να τοποθετηθούν σε ομόλογα διετούς, τριετούς και δεκαετούς διάρκειας. Είναι ενδεικτικό ότι η αξία των ομολόγων από τα 340,8 δισ. δρχ. το 1996 πλησίασε τα 4.230,5 τρισ. δρχ.

⁶ Τα ασφαλιστικά ταμεία το έτος αυτό χρησιμοποίησαν μέρος των αποθεματικών για εξόφληση των υποχρεώσεών τους.

το 2000. Το αντίστοιχο διάστημα τα ΕΓΕΔ από 2.782,3 τρισ. δρχ. μειώθηκαν σε 988,0 δισ. δρχ. (Πίνακας 1).

Το πιθανό κόστος ευκαιρίας των αποθεματικών στην ελληνική κεφαλαιαγορά

Ο Πίνακας 6 παρουσιάζει τις ετήσιες αποδόσεις των επιμέρους δεικτών που χρησιμοποιούνται ως δείγμα κατά την περίοδο 1989-2000⁷, με την παραδοχή της "αγοράς και διακράτησης" (buy-and-hold) στρατηγικής (ποσοστιαία διαφορά της τιμής ανοίγματος του έτους με τη τιμή κλεισίματος του ίδιου έτους). Στον ίδιο Πίνακα παρουσιάζονται επίσης τα επιτόκια ενός 12μηνου κρατικού χρεογράφου (έντοκα γραμματία) και ο ρυθμός του πληθωρισμού για την αντίστοιχη περίοδο.

Ο Πίνακας 7 παρουσιάζει την συνολική απόδοση και τη συνολική πραγματική απόδοση του ΧΑΑ και των επιμέρους δεικτών για το χρονικό διάστημα 1989-2000 (επίσης Διάγραμμα 7). Παρατηρείται ότι η πραγματική συνολική απόδοση (αποπληθωρισμένη) του χαρτοφυλακίου της αγοράς κατά την περίοδο 1989-2000 είναι 153,48% αντί 639,74%. Αντίστοιχα ότι η πραγματική συνολική απόδοση του δείκτη των τραπεζικών μετοχών είναι 431,87%, των βιομηχανικών 63,99% κ.ο.κ. Είναι γεγονός ότι χρησιμοποιώντας πραγματικές αποδόσεις και πραγματικά επιτόκια οι υπολογισμοί θα δώσουν μια εικόνα πιο ειλικρινή και πιο κοντά στην πραγματικότητα.

Για να υπολογισθεί το κόστος ευκαιρίας της μη επένδυσης των αποθεματικών στην κεφαλαιαγορά, τουλάχιστον τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο, εξετάζονται διάφορα σενάρια επένδυσης (Πίνακες 8 & 9). Με άλλα λόγια δημιουργούνται υποθετικά χαρτοφυλάκια (μεταβάλλοντας το ποσοστό του κεφαλαίου που επενδύεται σε κάθε χαρτοφυλάκιο) με πραγματικές αποδόσεις για τη χρονική περίοδο 1989-2000. Τα χαρτοφυλάκια αυτά (ποσοστά επένδυσης μεταξύ δεικτών χρηματιστηρίου, τραπεζών και εντόκων γραμματίων) μπορούν να συγκριθούν με τις αντίστοιχες αποδόσεις των τοποθετήσεων που πραγματοποιήθηκαν το συγκεκριμένο χρονικό διάστημα, για να αναδειχθεί το μέγεθος της απώλειας από τη πολιτική που εφαρμόστηκε στο ζήτημα των αποθεματικών. Εάν είχε υιοθετηθεί ένα ρεαλιστικό και πολύ συντηρητικό σενάριο όπου προέβλεπε, 90% των αποθεματικών να τοποθετηθούν σε 12μηνια ΕΓΕΔ και 10% στο δείκτη του ΧΑΑ, θα προέκυπτε συνολική ωφέλεια το διάστημα 1989-2000 της τάξης των 2,6 τρισ. δρχ. Η λύση βέβαια δεν θα ήταν τόσο απλή, αν οι εφαρμογές αυτές υιοθετηθούν την δεκαετία (2000-2010), όπου η κεφαλαιαγορά έχει εντελώς διαφορετικά γνωρίσματα.

⁷ Η περίοδος 1989-2000 έχει επιλεγεί για δύο κυρίως λόγους. Ο πρώτος λόγος είναι ότι πριν το 1989 το ΧΑΑ υπέφερε από σοβαρά προβλήματα ρευστότητας (μικρός όγκος συναλλαγών) και ελάχιστοι θεσμικοί επενδυτές συμμετείχαν στην αγορά. Επίσης διεθνείς βάσεις δεδομένων (Datastream), τις οποίες χρησιμοποιούν διεθνείς θεσμικοί επενδυτές, αρχίζουν να διαθέτουν τα πρώτα πλήρη στοιχεία από το 1989 και μετά. Δεύτερον, το νομικό πλαίσιο έκανε δυνατή την ομαλή συμμετοχή θεσμικών επενδύσεων στο Χ.Α.Α. από τα τέλη της προηγούμενης δεκαετίας και εντεύθεν.

Το διάστημα πριν την ένταξη στην ΟΝΕ (1997-2001)

Με το ισχύον καθεστώς, από τα δύο είδη λογαριασμών αποθεματικών, αυτός της ταμειακής διαχείρισης (όψεως) μπορεί να τηρηθεί σε οποιαδήποτε τράπεζα. Ο λογαριασμός όμως διαθεσίμων τηρείται υποχρεωτικά στην Τ.τΕ. Το 20% αυτού μπορεί να το διαχειρίζεται το ίδιο το ασφαλιστικό ταμείο και το 80% παραμένει στην Τ.τΕ. όπου το επενδύει εν είδει αμοιβαίου κεφαλαίου σταθερής απόδοσης. Επιπρόσθετα, κάποιος ταμείο μπορεί να ζητήσει διαχείριση διαθεσίμων άνω του 20%.

Τα ανωτέρω συνιστούν μεγάλη βελτίωση έναντι του προηγούμενου καθεστώτος, όταν τα αποθεματικά διετίθεντο αποκλειστικά σε έντοκα ή βραχυπρόθεσμους γενικά τίτλους μικρής απόδοσης, αλλά απέχουν πολύ από το επιθυμητό. Ουσιαστικά η Τράπεζα της Ελλάδος έχει συστήσει "Κοινό Ταμείο" όλων των αποθεματικών και τα επενδύει σε χρηματοοικονομικά προϊόντα με την υψηλότερη δυνατή απόδοση, πάντα με βάση τον ισχύοντα νόμο.

Στην Τράπεζα της Ελλάδος υποστηρίζουν ότι σύμφωνα με το Ν. 2469/97 όπου δημιουργήθηκε το "Κοινό Κεφάλαιο" των αποθεματικών, η στρατηγική της δικής τους διαχείρισης είναι ορθολογικότερη από αυτή των ταμείων. Από τα 1,8 τρισ. δραχμές που διαχειρίζονται τα ταμεία, 1,3 τρισ. είναι σε έντοκα και 0,5 τρισ. σε ομόλογα. Αντίθετα, από τα 1,6 τρισ. που διαχειρίζεται το "Κοινό Ταμείο" 1,1 τρισ. είναι σε ομόλογα και 0,45 τρισ. σε έντοκα. Είναι φανερό ότι τα ταμεία ήθελαν να έχουν ρευστά διαθέσιμα (προτίμηση σε έντοκα μικρής διάρκειας), έχοντας όμως ταυτόχρονα μεγάλες χρηματικές απώλειες.

Από την άλλη πλευρά είναι γνωστό βέβαια ότι τα ομόλογα όπως ισχύει διεθνώς, μειώνουν ισόποσα το δημόσιο χρέος. Για κάθε ομόλογο που ρευστοποιείται και γίνεται μετοχή, κατά το ίδιο ποσό αυξάνεται το δημόσιο χρέος. Επίσης, για κάθε ποσό που απελευθερώνεται η τοποθέτησή του από την Τράπεζα της Ελλάδος και επενδύεται στην αγορά μπορεί να αυξήσει τη ρευστότητα, άρα να πιέσει τις τιμές.

Ενδεικτικό είναι ότι στο τέλος του 1996, σύμφωνα με στοιχεία της Τ.τΕ., τα διαθέσιμα των ταμείων ήταν 3,5 τρισ. δραχμές εκ των οποίων τα 2,8 τρισ. δραχμές ήταν τοποθετημένα σε χαμηλότοκα ΕΓΕΔ (Πίνακας 1). Αν όμως αυτά τα κεφάλαια είχαν τοποθετηθεί σε 7ετή ΟΕΔ, τα ταμεία θα κέρδιζαν το επιπλέον⁸ 2% που δίδει το κράτος και μάλιστα ανατοκιζόμενο. Σύμφωνα με υπολογισμούς εξαιτίας αυτής της αναποτελεσματικής επένδυσης, τα ταμεία είχαν διαφυγόντα κέρδη της τάξης του 18% στη διάρκεια μιας 7ετίας. Με άλλα λόγια, υπήρξαν απώλειες 500 δισ. δρχ. επειδή δεν μετέτρεψαν τα ΕΓΕΔ σε ΟΕΔ.

Οι αποδόσεις αυτές χάθηκαν για τα ασφαλιστικά ταμεία, είτε από την πολιτική του Υπουργείου Οικονομικών (ο Ν. 2216/94 καθορίζει την επιλογή των τίτλων όπου επενδύονται τα

⁸ Επιπλέον κέρδος από αφορολόγητες αποδόσεις έως και το 2003 καθώς και υψηλά περιθώρια ετησίων επιτοκίων μεγαλύτερα από εκείνα των Ε.Γ.Ε.Δ. (έως και 2,2%).

κεφάλαια ταμειακής διαχείρισης των ασφαλιστικών ταμείων που βρίσκονται στην Τράπεζα της Ελλάδος), είτε από τη σύγκυση για τα επιτρεπόμενα επενδυτικά όρια του θεσμικού πλαισίου, είτε από άγνοια των ταμείων του άρθρου 13 του Ν. 1902/90.

Το Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας θα έπρεπε να ενδιαφέρεται για τη μετακύλιση του δημοσίου χρέους σε πολυετή ομόλογα, στη συγκεκριμένη χρονική συγκυρία. Με την τακτική αυτή, επωμίζεται ένα επιπλέον βάρος που απορρέει από τις ετήσιες εκταμιεύσεις για τα έντοκα γραμμάτια των ταμείων, σε αντίθεση με τα ετήσια τοκοχρεολύσια των ομολόγων που είναι μικρότερης αξίας. Δεν υπάρχει λογικό επιχείρημα για τη μέχρι τώρα πρακτική. Εκτός εάν υπάρχει πρόθεση λογιστικών ρυθμίσεων για τις επενδύσεις των ταμείων, έτσι ώστε χρησιμοποιώντας τη σταδιακή μετατροπή των εντόκων σε ομόλογα να επιτευχθούν οι στόχοι της ΟΝΕ στο διάστημα 1998-2001 και ειδικότερα η μείωση του ετησίου ελλείμματος του προϋπολογισμού (στόχος το 3%). Επισημαίνεται ότι τα κεφάλαια που βρίσκονται υπό διαχείριση από την Τράπεζα της Ελλάδος δεν αφορούν τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις των ταμείων (ρευστότητα), αλλά αποτελούν στην ουσία μέρος των μακροχρόνιων τοποθετήσεών τους.

Επιπρόσθετα, ελάχιστα ταμεία αξιοποίησαν τη δυνατότητα που τους δίνει το άρθρο 49 του Ν. 1969/91 για τοποθετήσεις έως 12% των διαθέσιμων τους σε Αμοιβαία Κεφάλαια.⁹ Στην 5ετία όμως 1992-97 τα Αμοιβαία Κεφάλαια Εισοδήματος και Διαχείρισης Διαθεσίμων είχαν αποδόσεις 2 έως 6 ποσοστιαίες μονάδες (κατά μέσο όρο) μεγαλύτερες από την απόδοση των ΕΓΕΔ. Σημειώνεται ότι η αύξηση της απόδοσης κατά 1% συνεπάγεται πρόσθετα κέρδη περί τα 40 δισ. δρχ. για τα ασφαλιστικά ταμεία.

Στην περίοδο 1997-2001 τα διαθέσιμα των ασφαλιστικών ταμείων μαζί με τα διαθέσιμα άλλων κρατικών οργανισμών, όπως το Ταμείο Παρακαταθηκών & Δανείων, τα Πανεπιστήμια κ.λ.π. τοποθετούντο στον 'Κοινό Λογαριασμό ΝΠΔΔ & Ασφαλιστικών Ταμείων' που είχε συσταθεί στην Τ.τ.Ε. Ο λογαριασμός αυτός είχε κεφάλαιο άνω των 2 τρισ. δρχ. που επενδύεται σε τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου είτε απευθείας από την Τ.τ.Ε. είτε μέσω της δευτερογενούς αγοράς. Στην πραγματικότητα το σύστημα λειτουργεί ως ένα άτυπο αμοιβαίο κεφάλαιο που διαθέτει μόνον τίτλους του Δημοσίου. Κάθε ασφαλιστικός οργανισμός έχει μερίδια στο κεφάλαιο αυτό ανάλογα με τα διαθέσιμά του. Σε τακτά χρονικά διαστήματα αποσύρει από το κοινό λογαριασμό τα κεφάλαια που απαιτούνται για να καλύψει τις υποχρεώσεις του. Οι διαχειριστές του λογαριασμού πωλούν αντίστοιχα στην δευτερογενή αγορά κάποιους τίτλους και επιστρέφουν στον ασφαλιστικό φορέα τα χρήματα που χρειάζεται.

Το κεφάλαιο των ασφαλιστικών οργανισμών τη χρονική αυτή περίοδο και η διαχείρισή του στο πλαίσιο των επιτρεπόμενων επιλογών φαίνεται ορθολογική. Ωστόσο στο σύστημα αυτό, έτσι

⁹ 12 χρόνια μετά την ισχύ του Νόμου ιδρύθηκε η ΑΕΔΑΚ του ΙΚΑ.

όπως λειτούργησε, δεν συμμετείχουν δύο σημαντικοί παράγοντες. Πρώτον, οι διοικήσεις των ασφαλιστικών ταμείων ώστε να επιδιώκουν ενεργητικότερη διαχείριση των κεφαλαίων τους και δευτερευόντως οι μεγάλες εμπορικές τράπεζες που θα ήθελαν να λαμβάνουν μέρος στη διαχείριση των κεφαλαίων αυτών.

Συσσώρευση μη ικανοποιητικών αποθεματικών κεφαλαίων

Το μέγεθος των αποθεματικών έως το τέλος της δεκαετίας του '80 ήταν σημαντικά μικρό. Οι εισφορές για περισσότερο από τριανταπέντε χρόνια υπολείπονταν σε μεγάλο βαθμό των αντίστοιχων παροχών. Οι προβλεπόμενες χαμηλές εισφορές στον κλάδο σύνταξης, δεν ήταν αποτέλεσμα συγκεκριμένης αναλογιστικής μελέτης, αλλά επιλογή που έδινε κίνητρα στην εγχώρια αγορά για ανάπτυξη. Η προσδοκία όμως δεν πραγματοποιήθηκε με αποτέλεσμα να αυξηθούν τα τελευταία 30 έτη κατά 166,6% από 7,5% σε 20% (**Πίνακας 10**, εισφορές ΙΚΑ). Η εικόνα αυτή απαντά στο ερώτημα πως ήταν αδύνατο με το 1/3 των ασφαλιστών να γίνει σοβαρή κεφαλαιοποίηση. Εξετάζοντας τον **Πίνακα 11**(εισφορές ΙΚΑ) που παρουσιάζει τις εισφορές του κλάδου ασθένειας η εικόνα είναι διαφορετική. Το ποσοστό των εισφορών της περιόδου 1955 ήταν υψηλότερες και από τις σημερινές. Ο κλάδος ασθένειας είχε άμεσες εκροές ενώ ο κλάδος σύνταξης είχε μελλοντικές. Η τακτική μάλλον ήταν να λειτουργήσει το σύστημα ως διανεμητικό (χωρίς σημαντική συσσώρευση κεφαλαίου). Η τακτική όμως αυτή συνάντησε από το τέλος της δεκαετίας του '80 και μετά αλλαγή των βασικών μεταβλητών που στηρίχθηκε.

Καθοριστικό ρόλο μικρής κεφαλαιακής επάρκειας των ασφαλιστικών φορέων εκτός των χαμηλών εισφορών που χρησιμοποιήθηκαν ως κίνητρο για την επιχειρηματικότητα έχουν:

- Το επίπεδο των παροχών ήταν υψηλότερο των εισροών του συστήματος σε πολλά ασφαλιστικά ταμεία. Δεν καθορίστηκε εξ αρχής ποσοστό αναπλήρωσης. Από τις αρχές της δεκαετίας του '80 υπήρξε μια επιθετική κοινωνική πολιτική με αύξηση των παροχών, χωρίς ταυτόχρονη αύξηση των εισροών ή αύξηση των πηγών χρηματοδότησης.
- Η εισφοροδιαφυγή-παραοικονομία συνετέλεσαν και συντελούν σε μεγάλη απώλεια εισροών.
- Το κράτος πρόνοιας λειτούργησε μέσω του ασφαλιστικού συστήματος. Δεν καθορίστηκαν τα όριά του και η ξεχωριστή χρηματοδότησή του.
- Η έλλειψη κεντρικού προγραμματισμού. Από 157 ασφαλιστικοί φορείς που υπήρχαν το έτος 1957, ανήλθαν σε 325 το 1997, με διαφοροποιημένες εισφορές και παροχές.

- Η απουσία σταθερού μακροχρόνιου διαχειριστή για κινητή και ακίνητη περιουσία. Η διαχείριση της ακίνητης περιουσίας σήμερα έχει την ίδια οικονομική αποτελεσματικότητα που είχε και το 1950.
- Η ανεξέλεγκτη διόγκωση των δαπανών της πρωτοβάθμιας φροντίδας υγείας που παρέχουν τα ταμεία. Σήμερα ο κλάδος υγείας έχει μεγαλύτερα ελλείμματα από τον κλάδο της σύνταξης. Η παραοικονομία της υγείας από μόνη της, αποτελεί τεράστια απαξίωση κεφαλαίου του ασφαλιστικού συστήματος.
- Οι σοβαρές αντιφάσεις στη διοίκηση και διαχείριση της συνολικής δομής του συστήματος.
- Οι λανθασμένες αποφάσεις στον χρηματοοικονομικό τομέα.

Συμπερασματικές Παρατηρήσεις

Η διαφορά μεταξύ αποθεματικών ασφαλιστικών ταμείων με υπάρχουσα διαχείριση και αποθεματικών με εναλλακτική (ορθολογικότερη) διαχείριση στη χρηματαγορά (τίτλοι σταθερών αποδόσεων) δεν αξιολογείται ότι είναι σημαντική διότι τα μεγέθη εξ αρχής δεν ήταν επαρκή για κεφαλαιοποίηση. Τα 2,5 τρισ. δρχ. από το συνολικό κόστος ευκαιρίας και τα 500 δισ. δρχ. από τη μη εναλλαγή εντόκων με ομόλογα τη δεκαετία του '90 δεν αποτελούν μεγάλη απώλεια για το ασφαλιστικό σύστημα (σε διάστημα 50 ετών, σε συνθήκες αναπτυσσόμενης καπιταλιστικής οικονομίας και μη ενδεδειγμένης διαχείρισης). Οι μελλοντικές υποχρεώσεις των ασφαλιστικών ταμείων (το αφανές χρέος) είναι πολλαπλάσιες των 3 – 3,5 τρισ. δρχ. ή 10 δισ. ευρώ συνολικού κόστους ευκαιρίας από εσφαλμένη επενδυτική πολιτική στο παρελθόν και είναι βέβαιο ότι δεν θα επέλυναν το πρόβλημα.

Η αποτίμηση της συγκεκριμένης περιόδου δεν καταλήγει στο συμπέρασμα ότι θα μπορούσε να εξαρτηθεί η βιωσιμότητα του ελληνικού συστήματος αποκλειστικά και μόνο από την κεφαλαιοποίηση των αποθεματικών έστω και με διαφορετική διαχείριση από αυτή που υπήρξε. Επιπρόσθετα, πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι τα συγκεντρωτικά μεγέθη κεφαλαιακής επάρκειας συγκεκριμένων ασφαλιστικών φορέων, δεν συμψηφίζουν τα ελλείμματα κάποιων άλλων, διότι σε ένα σύστημα τόσο διαφοροποιημένο, πλεονάσματα και ελλείμματα δεν είναι μεταφερόμενα.

Επίσης, σημαντική αιτία για τη **μη δημιουργία** ικανοποιητικών αποθεματικών κεφαλαίων (σε επενδύσεις με σταθερή απόδοση, μηδενικού κινδύνου) ήταν ότι η χρηματαγορά (ΕΓΕΔ, ομόλογα, τραπεζική αγορά, κ.λ.π.) **δεν λειτούργησε ελεύθερα** και τα επιτόκια ορίζονταν **διοικητικά** διότι υπήρξε ανάγκη δημόσιου δανεισμού. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την εμφάνιση αρνητικών πραγματικών επιτοκίων για μεγάλο χρονικό διάστημα.

Η χρηματαγορά πριν τη δεκαετία του '80 χαρακτηρίζεται από μεγάλο βαθμό εθνικού ελέγχου και παρεμβάσεων (προσδιορισμός επιτοκίων, νομισματικός έλεγχος, παρεμβάσεις στη

κατανομή πιστώσεων και στην εγχώρια προσφορά χρήματος κ.λ.π.). Από το τέλος όμως της δεκαετίας του '80 υπήρξαν σημαντικές αλλαγές οι οποίες διαμόρφωσαν ένα εντελώς νέο περιβάλλον, νέες ευκαιρίες και νέους κινδύνους στις τοποθετήσεις και στον δανεισμό κεφαλαίου (σταδιακή κατάργηση συναλλαγματικών περιορισμών, απελευθέρωση επιτοκίων και τιμών των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, άνοιγμα της αγοράς στον διεθνή ανταγωνισμό κ.λ.π.). Η αλλαγή αυτή προκλήθηκε από την όξυνση των ήδη έντονων μακροοικονομικών ανισορροπιών που εμφάνιζε η ελληνική οικονομία και από την ανειλημμένη έναντι της Ε.Ε. υποχρέωση για απελευθέρωση της αγοράς προϊόντων και κεφαλαίων. Η αγορά προσαρμοσμένη να λειτουργεί σε υπερβολικά προστατευτικό καθεστώς και ατελή ανταγωνισμό, αντιμετώπιζε προβλήματα στην ανάπτυξή της σε συνθήκες πλήρους και έντονου ανταγωνισμού. Το ύψος των επιτοκίων είναι ένα μέγεθος το οποίο συνθέτει και αντανακλά ένα σύνολο μεταβλητών που απασχολούν την οικονομία μιας χώρας. Το επίπεδο των επιτοκίων προσδιορίζεται κυρίως από τη δημοσιονομική κατάσταση, το επίπεδο του πληθωρισμού αλλά και το επίπεδο των επιτοκίων στις διεθνείς αγορές.

Στη συνέχεια, στις αρχές της δεκαετίας του '90, μετά την κατάργηση των διοικητικών κανόνων που όριζαν τα επιτόκια, οι χρηματοοικονομικές αγορές καθορίζουν τόσο τα χρεωστικά επιτόκια (δηλαδή, τα επιτόκια χορηγήσεων ή το κόστος του χρήματος για δανεισμό), όσο και τα πιστωτικά επιτόκια (δηλαδή, τα επιτόκια καταθέσεων ή αποταμιεύσεων). Το Δημόσιο με τη σειρά του προσδιορίζει τα επιτόκια των τίτλων που εκδίδει (βραχυχρόνιων και μακροχρόνιων) λαμβάνοντας υπόψη τις συνθήκες της αγοράς. Επιπρόσθετα, τα επιτόκια των ομολογιακών τίτλων μεγάλης διάρκειας καθορίζονται με τη διαδικασία των δημοπρασιών, δηλαδή κατευθύνονται από την αγορά.

Όσον αφορά το δεύτερο σκέλος αξιοποίησης των αποθεματικών μέσω της κεφαλαιαγοράς (1989-2000), σύμφωνα με τα ανωτέρω υποθετικά σενάρια, οι αποδόσεις θα μπορούσαν αν ήταν πολύ σημαντικές για τα ασφαλιστικά ταμεία σε περίπτωση μιας εναλλακτικής μορφής επένδυσης.

Στην δεκαετία 2000-2010 οι συνθήκες κατευθύνουν τις τοποθετήσεις σε προϊόντα πιο σύνθετα από απλές καταθέσεις ταμειυτηρίου (ή συναφείς τοποθετήσεις) και δεν νοείται πλέον χρηματοοικονομικό προϊόν το οποίο να αποφέρει ικανοποιητικές αποδόσεις και να μην εμπεριέχει επιμέρους προϊόντα που να σχετίζονται με την κεφαλαιαγορά (με την εκτίμηση προφανώς και του επενδυτικού κινδύνου). Αυτό είναι μια διεθνής τάση και μια προτροπή της Ε.Ε.

Τα ταμεία βρίσκονται πλέον αντιμέτωπα με το δυσμενές περιβάλλον της εσωτερικής τους κρίσης, με το δυσμενές περιβάλλον της παγκόσμιας οικονομικής συγκυρίας, με συνθήκες χαμηλών επιτοκίων (οι οποίες μειώνουν το περιθώριο κερδών από χαρτοφυλάκια σταθερών τίτλων) και ταυτόχρονα με συνθήκες έντονων διακυμάνσεων των κεφαλαιαγορών. Βασικό ζητούμενο είναι ένα νέο θεσμικό πλαίσιο αλλά και ένας αξιόπιστος μηχανισμός διαχείρισης κεφαλαίων στο εσωτερικό

των ασφαλιστικών οργανισμών, με στόχο και την επίτευξη υψηλότερων αποδόσεων και την αντιμετώπιση της υψηλής διακύμανσης των αποδόσεων.

Τέλος κρίνεται ότι η αποτελεσματική διαχείριση των αποθεματικών μπορεί να αποφέρει με βεβαιότητα πρόσθετα σημαντικά έσοδα. Σε καμία περίπτωση όμως δεν θεωρείται ότι θα μπορούσε να αποτελέσει απάντηση στο τεράστιο χρηματοδοτικό έλλειμμα των ασφαλιστικών φορέων, ούτε μπορεί να επιλύσει το πρόβλημα του ασφαλιστικού συστήματος (όπως αυτό διαμορφώθηκε από τη διαχείριση που υπήρξε μέχρι σήμερα), ακόμη και αν τα ταμεία επιτύχουν τις καλύτερες αποδόσεις. Το εισόδημα από τη διαχείριση της περιουσίας αποτελεί όμως εναλλακτική πηγή εσόδων.

Ελληνική Βιβλιογραφία

ALPHA BANK, "Η μεταρρύθμιση του ασφαλιστικού συστήματος: ο ρόλος του χρηματοοικονομικού τομέα," *Οικονομικό Δελτίο, Τεύχος 76, 2000, Αθήνα.*

Επιστημονική Επιτροπή Κοινωνικού Διαλόγου για τη Κοινωνική Ασφάλιση, (1998), "Αξιοποίηση Περιουσίας των Ταμείων," *Πορίσματα Εκθέσεων, Αθήνα.*

Επιτροπή Μακροοικονομικής Πολιτικής, (Εκθεση Σπράου), (1997), "Οικονομία και Συντάξεις, Συνεισφορά στον Κοινωνικό Διάλογο," *Ε.Τ.Ε., Αθήνα.*

ΕΣΥΕ, Εθνικοί Λογαριασμοί της Ελλάδος, 1988-1997

ΕΣΥΕ, Ετήσια Έρευνα Δραστηριότητας των Οργανισμών Κοινωνικής Ασφάλισης, 1962-1998, Αθήνα.

Θωμαδάκης Σ., Ρομπόλης Σ., Σακελλαρόπουλος Θ., (1992), "Το Σύστημα Κοινωνικής Ασφάλισης στην Ελλάδα," *Οικονομικό Επιμελητήριο, Αθήνα.*

Θωμαδάκης Σ., Μοσχούρης Σ., Ξυδέας Ε., Ρομπόλης Σ., (1995), "Οικονομικά και οργανωτικά ζητήματα του συστήματος κοινωνικών ασφαλίσεων και της ενοποίησης της κοινοτικής αγοράς," *Πανεπιστήμιο Αιγαίου, Χίος.*

Κοινωνικοί Προϋπολογισμοί, 1970-2000, Γ.Γ.Κ.Α., Αθήνα

Λεάνδρος Ν., (1996), "Η κρίση της κοινωνικής ασφάλισης: κατευθύνσεις για τη μεταρρύθμιση του συστήματος," *ΙΟΒΕ, Αθήνα.*

Λεάνδρος Ν., (1997α), "Προς ένα Σύγχρονο & Υγιές Σύστημα Κοινωνικής Ασφάλισης" σε: Προβόπουλος, Γ. και Ράπανος, Β. (επ.) *Λειτουργίες του Δημόσιου Τομέα: προβλήματα – προοπτικές, ΙΟΒΕ, Αθήνα.*

Μυλωνάς Ν., (1995), "Τα αμοιβαία κεφάλαια στην Ελλάδα: κίνδυνος, απόδοση και αξιολόγηση την περίοδο 1990-1993", στο *Ελληνικό Χρηματοπιστωτικό Σύστημα, Εκδόσεις ΙΟΒΕ, Αθήνα.*

Μυλωνάς Ν., (1999), *Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια, Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα.*

Παντελάκης Θ., (1996), "Κεφαλαιαγορά και Συνταξιοδοτικά Ταμεία", Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, Αθήνα.

Προβόπουλος Γ., (1985), "Η κρίση στην Κοινωνική Ασφάλιση, Το Πρόβλημα του ΙΚΑ," ΙΟΒΕ, Αθήνα.

Προβόπουλος Γ., (1987), "Κοινωνική Ασφάλιση: μακροοικονομικές όψεις του χρηματοδοτικού προβλήματος," Εκδόσεις ΙΟΒΕ, Αθήνα.

Ρούπας Θ., (1999), "Προβλήματα χρηματοδότησης της κοινωνικής ασφάλισης, η περίπτωση των αποθεματικών", σσ. 431-457, σε Σακελλαρόπουλο Θ., Η Μεταρρύθμιση του Κοινωνικού Κράτους, Εκδόσεις Κριτική, Αθήνα.

Σπύρου Σ., Χαρίσης Χ., (1997), "Η θέση της αποτελεσματικής αγοράς και το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών," *Οικονομικά Χρονικά*, Ιαν.-Φεβρ.

Τήνιος, Π., (1992) "Οικονομική και Νομισματική Ένωση, Κοινωνική Σύγκλιση και το Σύστημα των Συντάξεων: μια ριζοσπαστική λύση" *Κοινωνία, Οικονομία και Υγεία*, 1(2), σελ. 39-54.
Τράπεζα Ελλάδος, Μηνιαία Στατιστικά Δελτία, 1985-2000.

Τράπεζα Ελλάδος, Εκθέσεις Διοικητή, 1970—2000.

Τράπεζα Ελλάδος, Οικονομικά Δελτία, 1985 – 2000.

Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας & Οικονομικών, Εισηγητικές Εκθέσεις Κρατικών Προϋπολογισμών, 1985-2000, Αθήνα

Χ.Α.Α., Fact Book 1988-2000

Χ.Α.Α., Μηνιαία Στατιστικά Δελτία Χρηματιστηριακές Εξελίξεις, 1988-2000, Αθήνα.

Χ.Α.Α., Ετήσια Στατιστικά Δελτία, 1988-2000.

Ξένη Βιβλιογραφία

Ambachtsheer K., (1997), "Pension Fund Governance, Operations and Value Creation" in Fabbozi, F. eds, "Pension Fund Management" F.J. Fabozzi Associates, Pennsylvania.

Blake D., (1992), "Issues in Pension Funding, Routledge," London and New York.

Blake D., (1995), "Pension Schemes and Pension Funds in the United Kingdom," Oxford University Press, Νέα Υόρκη.

Blake, D., (1998), "Pension schemes as options on pension fund assets: implications for pension fund management," *Journal of Insurance, Mathematics and Economics*, 23, pp. 263-286.

Council of Europe, (1989), "Adapting Social Security to the Emerging Needs of a Changing Society," Strasbourg.

Davies Ph., (1994), "An international Comparison of the Financing of Occupational Pensions," Special Paper Series No. 62, L.S.E. Financial Markets Group, London.

- European Commission, (1997), "The outlook on supplementary pensions in the context of demographic, economic and social change," Luxembourg.
- Fabozzi F., (1989), "Fixed-Income Portofolio Strategies," Probus Publishing Company, U.S.A.
- Fabozzi F., Konishi A., (1991), "Asset / Liability Management," U.S.A.
- Fabozzi F., (1997), "Pension Fund Investment Management," USA.
- Holzmann R., Stiglitz J., (2001), "New Ideas about Old Age Security," World Bank, Washington
- Katrougalos G., "The South European Welfare Model: the Greek Welfare State in search of an identity," *Journal of European Social Policy*, 1996 6(1), pp. 39-60.
- OCED, (1996), "Ageing in OECD Countries: A Critical Policy Challenge," Social Policy Studies No. 20, Paris.
- OECD, (1997), Greece, Economic Surveys, Paris.
- Roupas Th., (1995), "Report on the Organisation and Management of Social Security System in Greece: The case of IKA," International Social Security Association, *Geneva*.
- World Bank, "Averting the Old-Age Crisis: Policies to Protect the Old and Promote Growth," Oxford University Press, New York, 1994.
- Zavvos, G.S., "Pension Fund Liberalization and the Future of Retirement Financing in Europe," *Common Market Law Review*, 31, p. 609-630, 1994.

**ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ
ΠΙΝΑΚΩΝ
ΚΑΙ
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ**

1. ΠΙΝΑΚΕΣ

Πίνακας 1

Τοποθετήσεις αποθεματικών ασφαλιστικών οργανισμών 1950 – 2000¹⁰ στην Τ.τ.Ε.
(Τα ποσά είναι υπόλοιπα των διαφορετικών κατηγοριών τοποθετήσεων στο τέλος κάθε ημερολογιακού έτους)
(εκατ. δρχ.)

Τέλος έτους	Υποχρεωτικές καταθέσεις Ν.1611/50	Καταθέσεις όψεως	Τοποθετήσεις σε έντοκα γραμμάτια Ελληνικού Δημοσίου	Τοποθετήσεις σε ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου	Repos	Συνολική αξία αποθεματικών ασφαλιστικών φορέων
1950	450	72	-	-	-	522
1951	590	86	-	-	-	676
1952	650	93	-	-	-	743
1953	798	133	-	-	-	931
1954	1.180	163	-	-	-	1.343
1955	1.504	197	-	-	-	1.701
1956	1.835	215	-	-	-	2.050
1957	2.164	274	-	-	-	2.438
1958	2.379	339	-	-	-	2.718
1959	2.641	361	-	-	-	3.002
1960	2.918	623	-	-	-	3.541
1961	3.951	797	-	-	-	4.748
1962	4.881	665	-	-	-	5.546
1963	4.983	712	50	-	-	5.745
1964	5.289	915	250	-	-	6.454
1965	5.915	1.058	250	-	-	7.223
1966	6.572	1.028	250	-	-	7.850

¹⁰ Στη παρουσίαση της συγκεντρωτικής κινητής περιουσίας των ταμείων, τα οικονομικά μεγέθη προέρχονται από την ανάλυση των λογαριασμών της Τράπεζας Ελλάδος. Επισημαίνεται ότι αυτά βρίσκονται σε αντίθεση (αποτυπώνονται μεγαλύτερα μεγέθη) με τα στοιχεία των Κοινωνικών Προϋπολογισμών, αλλά είναι εκείνα που χρησιμοποιούνται από την Ε.Σ.Υ.Ε. στους Εθνικούς Λογαριασμούς και το Γενικό Λογιστήριο στον ετήσιο προϋπολογισμό του κράτους. Η διαφορά αυτή ερμηνεύεται ότι στα διαθέσιμα των Οργανισμών Γενικής Κυβέρνησης σε τίτλους του Δημοσίου που καταχωρεί η Τ.Ε. εμπεριέχει όχι μόνο τα ασφαλιστικά ταμεία του Υπουργείου Εργασίας και δεν συμπεριλαμβάνει τους ασφαλιστικούς φορείς που ελέγχονται από άλλα Υπουργεία όπως, των Υπουργείων Ναυτιλίας, Δικαιοσύνης, Εθνικής Αμύνης κ.λ.π.

Τέλος έτους	Υποχρεωτικές καταθέσεις Ν.1611/50	Καταθέσεις όψεως	Τοποθετήσεις σε έντοκα γραμμάτια Ελληνικού Δημοσίου	Τοποθετήσεις σε ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου	Repos	Συνολική αξία αποθεματικών ασφαλιστικών φορέων
1967	7.271	1.168	400	-	-	8.839
1968	8.286	1.414	393	-	-	10.093
1969	10.453	1.615	280	-	-	12.348
1970	12.610	1.667	250	-	-	14.527
1971	14.469	2.181	250	-	-	16.900
1972	18.937	2.633	100	-	-	21.670
1973	23.340	2.794	100	-	-	26.234
1974	28.285	2.243	205	-	-	30.733
1975	30.765	2.732	4.186	-	-	37.683
1976	37.423	4.243	5.432	-	-	47.098
1977	49.521	5.344	6.649	-	-	61.514
1978	59.227	6.064	7.136	-	-	72.427
1979	70.652	7.186	9.260	-	-	87.098
1980	77.397	8.799	11.737	-	-	97.933
1981	87.500	11.628	9.610	-	-	108.738
1982	103.363	15.382	10.804	-	-	129.549
1983	134.962	19.801	12.800	-	-	167.563
1984	145.254	24.255	24.917	-	-	194.426
1985	149.457	28.083	47.452	-	-	224.992
1986	155.269	31.075	83.920	1.900	-	272.164
1987	160.590	50.227	127.825	18.100	-	356.742
1988	168.999	48.893	191.192	20.600	-	429.684
1989	209.606	62.137	223.602	68.778	-	564.123

Τέλος έτους	Υποχρεωτικές καταθέσεις Ν.1611/50	Καταθέσεις όψεως	Τοποθετήσεις σε έντοκα γραμμάτια Ελληνικού Δημοσίου	Τοποθετήσεις σε ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου	Repos	Συνολική αξία αποθεματικών ασφαλιστικών φορέων
1990	266.127	69.596	293.507	125.109	-	754.339
1991	326.457	114.776	430.048	124.587	1.762	997.630
1992	424.639	127.023	691.733	102.517	37.082	1.382.994
1993	479.254	174.532	876.713	154.499	58.672	1.743.670
1994	33.136	119.011	1.876.455	214.962	1.911	2.245.475
1995	17.551	228.194	2.284.655	323.664	1.687	2.855.751
1996	13.571	343.284	2.782.313	340.809	-	3.479.977
1997	18.404	400.975	2.078.972	1.287.571	-	3.785.922
1998	25.937	400.628	1.756.271	2.107.140	30.081	4.320.057
1999	27.344	453.926	1.534.231	2.759.847	3.583	4.778.931
2000*	28.350	406.072	988.009	4.230.528	2.735	5.655.959

Πηγή: Τράπεζα Ελλάδος

* Προϋπολογιστικά στοιχεία

Πίνακας 2

Αποθεματικά και αποδόσεις¹¹ ασφαλιστικών ταμείων 1975-2000
(σύμφωνα με στοιχεία των κοινωνικών προϋπολογισμών, τρέχουσες τιμές, δισ. δρχ.)

Έτος	Διαθέσιμα	% του συνόλου	Χρεόγραφα	% του συνόλου	Σύνολο	% του ΑΕΠ	Πρόσοδοι διαθεσίμων	Πρόσοδοι χρεογράφων
1975	24,3	58,69%	17,1	41,31%	41,4	5,27%	1,00	0,35
1976	30,8	67,54%	14,7	32,46%	45,5	4,65%	(5,76%) 1,40	(2,34%) 0,40
1977	38,4	65,75%	20,0	34,25%	58,4	5,10%	(4,22%) 1,30	(3,40%) 0,50
1978	45,6	66,96%	22,5	33,04%	68,1	4,87%	(4,43%) 1,70	(2,50%) 0,50
1979	53,7	66,37%	27,3	33,63%	81,0	4,67%	(5,26%) 2,40	(2,67%) 0,60
1980	62,4	66,31%	31,7	33,69%	94,1	4,52%	(7,82%) 4,20	(2,93%) 0,80
1981	72,0	73,54%	25,9	26,46%	97,9	3,93%	(10,42%) 6,50	(3,15%) 1,00
1982	86,7	76,18%	27,2	23,82%	113,9	3,63%	(11,11%) 8,00	(6,95%) 1,80
1983	122,1	82,59%	25,6	17,41%	147,7	3,95%	(11,07%) 9,60	(9,56%) 2,60
1984	132,7	84,57%	24,3	15,43%	157,0	3,38%	(9,75%) 11,90	(11,30%) 2,90
1985	150,9	81,78%	33,7	18,22%	184,6	3,25%	(13,41%) 17,80	(15,64%) 3,80
1986	145,5	68,40%	67,2	31,60%	212,7	3,14%	(14,45%) 21,80	(13,95%) 4,70
1987	158,3	59,53%	107,6	40,47%	265,9	3,48%	(16,84%) 24,50	(16,67%) 11,20
1988	140,5	42,86%	187,3	57,14%	327,8	3,53%	(14,04%) 22,23	(19,05%) 20,50
1989	179,0	42,69%	240,2	57,31%	419,2	3,79%	(16,31%) 22,91	(15,86%) 29,70
1990	239,7	39,17%	371,9	60,83%	611,6	4,58%	(13,97%) 25,00	(17,94%) 43,10
1991	223,0	30,06%	518,7	69,94%	741,7	4,50%	(12,68%) 30,40	(19,58%) 72,80
1992	256,6	27,60%	673,1	72,40%	929,7	4,88%	(19,87%) 44,30	(17,99%) 93,30
1993	308,0	24,32%	958,0	75,68%	1.266,0	5,90%	(20,50%) 52,6	(19,30%) 129,9
1994	392,0	23,43%	1.279,0	76,57%	1671,0	6,87%	(20,97%) 64,6	(19,08%) 182,8
1995	549,6	26,23%	1.545,7	73,77%	2.095,3	7,69%	(17,02%) 66,7	(17,32%) 221,5
1996	602,3	23,80%	1.928,0	76,20%	2.530,3	8,45%	(11,92%) 65,5	(14,97%) 231,4
1997	802,4	27,63%	2101,5	72,37%	2.903,9	8,76%	(11,17%) 67,3	(12,13%) 233,8
1998	950,2	29,17%	2307,2	70,83%	3.257,4	9,04%	(9,80%) 78,6	(10,48%) 220,2
1999	1282,1	23,99%	4061,5	76,01%	5.343,6	13,92%	(8,38%) 79,6	(9,87%) 227,8
2000	1.238,9	24,71%	3.773,1	75,29%	5.012,0	12,10%	(7,13%) 91,4	(5,51%) 223,8
2001							(7,08 %) 87,7	(5,75%) 216,8

Πηγή: Κοινωνικοί Προϋπολογισμοί, 1976-2001

¹¹ Οι αποδόσεις (παρουσιάζονται ως ποσοστό στην παρένθεση) αποτελούν προϋπολογιστική εκτίμηση του τρέχοντος έτους για την αξία των αποθεματικών που καταγράφηκαν το προηγούμενο έτος (οι αποδόσεις του 2001 αναφέρονται στα αποθεματικά του 2000).

Πίνακας 3

Συγκρίσεις επιτοκίων¹² επενδεδυμένων κεφαλαίων στην Τ.τ.Ε. και επιτοκίων της αγοράς

Έτος	Ε.Γ.Ε.Δ (12μηνια)	Ονομαστικό επιτόκιο προθεσμιακών καταθέσεων (12 μηνών)	Ομολογιακά δάνεια & Ομολογίες	Μέσο επιτόκιο αγοράς (σταθερής απόδοσης) ¹³	Μέσο επιτόκιο ¹⁴ επενδεδυμένων κεφαλαίων στην Τ.τ.Ε.	Διαφορά επιτοκίου αγοράς (σταθερής απόδοσης) & επιτοκίων Τ.τ.Ε.	Ετήσια απόδοση ΧΑΑ από μεταβολή του Γενικού Δείκτη (μεταβολή τέλους έτους)
1950	-	10,00	-	10,00 (7,9)	3,45	6,55	-
1951	-	10,00	-	10,00 (12,6)	3,49	6,51	-
1952	-	10,00	-	10,00 (5,1)	3,50	6,50	-
1953	-	10,00	-	10,00 (9,0)	3,43	6,57	-
1954	-	10,00	-	10,00 (7,0)	3,51	6,49	-
1955	-	10,00	-	10,00 (5,8)	3,54	6,46	-0,2
1956	-	10,00	-	10,00 (3,6)	3,58	6,42	-7,9
1957	-	10,00	9,46	9,73 (2,3)	3,55	6,18	11,4
1958	7,00	9,00	8,78	8,26 (1,4)	3,50	4,76	7,0
1959	7,00	8,00	9,14	8,05 (2,3)	3,52	4,53	12,8
1960	5,67	6,00	8,70	6,79 (1,7)	3,30	3,49	58,8
1961	5,21	6,50	8,49	6,73 (1,8)	3,33	3,40	61,0
1962	5,25	6,50	7,93	6,56 (-0,3)	3,52	3,04	-2,8

¹² Από το 1987 τα επιτόκια προθεσμίας και το 1993 τα επιτόκια ταμειευτηρίου καθορίζονται ελεύθερα από τις τράπεζες.

¹³ Στη παρένθεση η ετήσια μεταβολή του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή.

¹⁴ Η μέση τιμή των επιτοκίων των επενδεδυμένων κεφαλαίων στην Τ.Ε. υπολογίζεται από το μέσο σταθμικό επιτόκιο του Ν. 1611/50, των καταθέσεων όψεως, των εντόκων γραμματίων και των ομολόγων σε ετήσια βάση.

Έτος	Ε.Γ.Ε.Δ (12μηνα)	Ονομαστικό επιτόκιο προθεσμιακών καταθέσεων (12 μηνών)	Ομολογιακά δάνεια & Ομολογίες	Μέσο επιτόκιο αγοράς (σταθερής απόδοσης) ¹³	Μέσο επιτόκιο ¹⁴ επενδεδυμένων κεφαλαίων στην Τ.τΕ.	Διαφορά επιτοκίου αγοράς (σταθερής απόδοσης) & επιτοκίων Τ.τΕ.	Ετήσια απόδοση ΧΑΑ από μεταβολή του Γενικού Δείκτη (μεταβολή τέλους έτους)
1963	5,25	6,00	8,28	6,51 (3,0)	3,51	3,00	-9,3
1964	5,25	6,00	8,47	6,57 (0,9)	3,47	3,10	2,2
1965	5,25	6,00	7,83	6,36 (3,0)	3,45	2,91	4,59
1966	5,50	6,50	7,76	6,59 (4,9)	3,52	3,07	7,02
1967	6,00	6,50	8,24	6,91 (1,7)	3,54	3,37	5,74
1968	6,00	6,50	8,17	6,89 (0,3)	3,50	3,39	38,76
1969	6,00	6,50	8,46	6,99 (2,5)	3,51	3,48	116,76
1970	6,00	6,50	8,09	6,86 (3,0)	3,57	3,29	2,84
1971	6,00	7,50	8,11	7,20 (3,0)	3,51	3,69	-1,75
1972	6,00	7,50	7,68	7,06 (4,3)	3,53	3,53	206,38
1973	6,88	9,00	-	7,94 (15,5)	4,38	3,56	9,74
1974	9,13	11,00	-	10,07 (26,9)	4,66	5,41	-13,28
1975	9,50	10,50	-	10,00 (13,4)	5,28	4,72	-1,05
1976	9,75	9,50	-	9,63 (13,3)	5,69	3,94	3,36
1977	8,25	9,50	-	8,88 (12,2)	5,82	3,06	14,71
1978	9,42	11,30	-	10,36 (12,5)	7,11	3,25	-8,87
1979	11,58	13,40	-	12,49 (19,0)	10,21	2,28	-16,86
1980	14,25	16,00	-	15,13 (24,9)	10,77	4,36	-1,57
1981	14,25	16,00	-	15,13 (24,5)	10,58	4,55	-13,40
1982	15,25	16,00	-	15,63 (21,1)	10,43	5,20	7,85

Έτος	Ε.Γ.Ε.Δ (12μηνια)	Ονομαστικό επιτόκιο προθεσμιακών καταθέσεων (12 μηνών)	Ομολογιακά δάνεια & Ομολογίες	Μέσο επιτόκιο αγοράς (σταθερής απόδοσης) ¹³	Μέσο επιτόκιο ¹⁴ επενδεδυμένων κεφαλαίων στην Τ.τΕ.	Διαφορά επιτοκίου αγοράς (σταθερής απόδοσης) & επιτοκίων Τ.τΕ.	Ετήσια απόδοση ΧΑΑ από μεταβολή του Γενικού Δείκτη (μεταβολή τέλους έτους)
1983	15,25	16,00	-	15,63 (20,2)	12,13	3,50	-37,58
1984	17,77	16,90	-	17,34 (18,5)	13,45	3,89	1,54
1985	18,42	17,00	ΟΜΟΛΟΓΑ (3ετή)	17,71 (19,3)	13,65	4,06	19,93
1986	18,50	17,00	20,00	18,50 (23,0)	14,17	4,33	46,34
1987	19,00	17,10	20,00	18,70 (16,4)	13,77	4,93	162,27
1988	19,21	17,30	20,00	18,84 (13,5)	14,40	4,44	2,64
1989	19,04	17,30	22,00	19,45 (13,7)	16,64	2,81	64,25
1990	23,00	19,30	24,50	22,27 (20,4)	18,91	3,36	102,87
1991	23,33	20,60	23,00	22,31 (19,5)	17,79	4,52	-13,12
1992	21,71	19,90	23,75	21,79 (15,9)	18,10	3,69	-16,97
1993	21,23	19,40	21,50	20,71 (14,4)	16,28	4,43	42,60
1994	19,21	18,90	18,50	18,87 (10,9)	14,39	4,48	-9,37
1995	15,49	15,80	14,90	15,40 (8,9)	11,47	3,93	5,19
1996	12,80	13,50	10,70	12,33 (8,2)	9,08	3,25	2,13
1997	10,31	10,10	9,80	10,07 (5,5)	10,29	-0,22	58,44
1998	11,51	10,70	9,30	10,50 (4,8)	7,88	2,62	85,13
1999	8,85	8,70	7,60	8,38 (2,6)	5,76	2,62	102,15
2000	6,12	6,60	5,90	6,21 (3,2)	-	-	-38,80

Πίνακας 4

Κόστος ευκαιρίας των αποθεματικών 1950-2000 (εκατ. δρχ.)

Έτος	Ετήσια εισροή αποθεματικών	Διαφορά επιτοκίου αγοράς (σταθερής απόδοσης) & επιτοκίου Τ.τΕ.	Κόστος ευκαιρίας αποθεματικών	Έτος	Ετήσια εισροή αποθεματικών	Διαφορά επιτοκίου αγοράς (σταθερής απόδοσης) & επιτοκίου Τ.τΕ.	Κόστος ευκαιρίας αποθεματικών
1950	522,0	6,55%		1976	7489,6	3,94%	47634,8
1951	136,0	6,51%	692,0	1977	11965,2	3,06%	61057,6
1952	43,4	6,50%	780,4	1978	7409,8	3,25%	70451,8
1953	162,0	6,57%	993,6	1979	10463,0	2,28%	82521,1
1954	380,1	6,49%	1438,2	1980	4607,0	4,36%	90726,0
1955	310,8	6,46%	1841,9	1981	841,6	4,55%	95695,6
1956	288,8	6,42%	2249,0	1982	9403,1	5,20%	110074,9
1957	314,6	6,18%	2702,6	1983	24506,7	3,50%	138434,2
1958	193,4	4,76%	3024,6	1984	9422,4	3,89%	153241,7
1959	188,8	4,53%	3350,4	1985	6736,5	4,06%	166199,8
1960	433,4	3,49%	3900,8	1986	16430,3	4,33%	189826,6
1961	1090,3	3,40%	5123,7	1987	46221,6	4,93%	245406,6
1962	640,0	3,04%	5919,4	1988	22544,6	4,44%	278847,3
1963	3,8	3,00%	6100,8	1989	72726,5	2,81%	359409,4
1964	507,2	3,10%	6797,1	1990	106718,9	3,36%	478204,4
1965	544,9	2,91%	7539,8	1991	112907,8	4,52%	612727,1
1966	377,9	3,07%	8149,2	1992	200505,4	3,69%	835842,1
1967	713,2	3,37%	9137,0	1993	109440,4	4,43%	982310,3
1968	941,2	3,39%	10388,0	1994	186225,1	4,48%	1212542,9
1969	1902,0	3,48%	12651,5	1995	218405,1	3,93%	1478601,0
1970	1745,5	3,29%	14813,2	1996	219855,4	3,25%	1746510,9
1971	1854,8	3,69%	17214,6	1997	-89884,9	-0,22%	1652783,7
1972	4177,4	3,53%	21999,7	1998	188144,2	2,62%	1884230,8
1973	3801,0	3,56%	26583,9	1999	28075,4	2,62%	1961673,0
1974	3558,9	5,41%	31581,0	2000	507623,4	2,62%	2520692,3
1975	5551,8	4,72%	38623,4				

Πίνακας 5

Κινητή περιουσία των ασφαλιστικών ταμείων (δισ. δρχ. - τρέχουσες τιμές)

ΕΤΟΣ	ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ	ΕΝΤΟΚΑ	ΟΜΟΛΟΓΑ	ΟΜΟΛΟΓΑ ΜΕ ΡΗΤΡΑ ECU	ΜΕΤΟΧΕΣ	ΜΕΡΙΑΙΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ	ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ	ΣΥΝΟΛΟ	ΕΤΗΣΙΑ ΠΟΣΟΣΤΙΑΙΑ ΜΕΤΑΒΟΛΗ
1991	223,0	293,1	44,0	63,7	110,9	4,9	2,1	741,7	
1992	256,6	457,5	60,2	56,5	74,9	4,6	1,4	929,7	25,3
1993	308,0	667,0	140,5	43,3	99,0	7,4	0,7	1.266,0	36,1
1994	392,0	857,7	238,8	56,6	93,2	32,2	0,5	1.671,0	31,9
1995	549,6	1.028,8	323,0	35,3	110,3	48,2	0,1	2.095,3	25,4
1996	602,3	1.250,6	459,0	25,5	134,0	58,7	0,2	2.530,3	21,0
1997	802,4	1.173,5	541,1	0,2	304,8	81,1	0,8	2.903,9	14,8
1998	950,2	976,4	603,7	Προμέτοχα 34,7	569,4	122,6	0,4	3.257,4	12,2
1999	1.282,1	946,1	1.037,1	Προμέτοχα 28,2	1.799,8	250,1	0,2	5.343,6	60,9
	1.238,9	511,2	1.685,0	39,6	1.332,5	204,8	-	5.012	-6,2

Πηγή: Κοινωνικοί Προϋπολογισμοί

Πίνακας 6

Ετήσιες ποσοστιαίες αποδόσεις επιμέρους δεικτών του Χ.Α.Α. (%)

Έτος	Ετήσια μεταβολή του Γενικού Δείκτη ΧΑΑ (%)	Ετήσια μεταβολή (%) Δείκτη Τραπεζών	Ετήσια μεταβολή (%) Δείκτη Βιομηχανιών	Ετήσια μεταβολή (%) Δείκτη Ασφαλειών	Ετήσια μεταβολή (%) Δείκτη Επενδύσεων	Ρυθμός ¹⁵ πληθωρισμού %	Επιτόκια Εντόκων Γραμματίων (12μην) ¹⁶
1990	102,86	128,06	61,95	132,79	86,83	20,4	23,00
1991	-13,12	-5,85	-23,12	-5,60	-31,33	19,5	23,33
1992	-16,97	-19,90	-8,58	-20,33	-31,13	15,9	21,71
1993	42,59	24,16	67,55	29,98	34,61	14,4	21,23
1994	-9,36	2,93	-14,13	-37,68	-13,99	10,9	19,21
1995	5,21	12,14	4,78	-37,17	-10,00	8,9	15,49
1996	2,11	21,85	-3,48	-0,12	2,86	8,2	12,80
1997	58,51	62,91	62,71	133,45	78,30	5,5	10,31
1998	85,02	151,79	46,84	75,66	46,75	4,8	11,51
1999	102,19	75,28	101,38	189,03	222,05	2,6	8,85
2000	-38,80	-28,12	-39,94	-62,91	-52,70	3,2	6,12

Πηγή: Ετήσιο Στατιστικό Δελτίο ΧΑΑ 2000

¹⁵ Ο ρυθμός πληθωρισμού υπολογίζεται με τη σύγκριση του μέσου ετήσιου δείκτη κάθε έτους με τον αντίστοιχο δείκτη του προηγούμενου έτους.

¹⁶ Το επιτόκιο των εντόκων γραμματίων εκφράζει τη μέση τιμή του κάθε έτους.

Πίνακας 7

Συνολική μεταβολή του ΧΑΑ και των επιμέρους δεικτών (1989-2000)

Δείκτες Περιόδου 1989-2000	Συνολική μεταβολή (%)	Συνολική πραγματική μεταβολή (%)
Γενικός Δείκτης ΧΑΑ	639,74	153,48
Δείκτης Τραπεζών	1.452,16	431,87
Δείκτης Βιομηχανιών	378,60	63,99
Δείκτης Ασφαλειών	291,24	34,06
Δείκτης Επενδύσεων	277,46	29,34
ΕΓΕΔ (12μηνα)	393,89	69,23
Πληθωρισμός	191,83	

Πίνακας 8

Επενδυτικά σενάρια για το Χρονικό Διάστημα 1989-2000

Σενάρια	Επένδυση στον δείκτη ΧΑΑ (%)	Επένδυση σε έντοκα γραμμάτια (12μηνα)(%)	Πραγματική απόδοση χαρτοφυλακίου 1989-2000 (%)
1	25	75	90,29
2	75	25	132,41
3	50	50	111,35
4	10	90	77,64
5	90	10	145,05

Πίνακας 9

Επενδυτικά σενάρια για το Χρονικό Διάστημα 1989-2000

<i>ΣΕΝΑΡΙΑ</i>	Επένδυση στον δείκτη Τραπεζών (%)	Επένδυση σε έντοκα γραμμάτια (12μηνα)(%)	Πραγματική απόδοση χαρτοφυλακίου 1989-2000 (%)
6	25	75	159,98
7	75	25	341,2
8	50	50	250,54
9	10	90	105,48
10	90	10	395,6

Πίνακας 10

ΚΛΑΔΟΣ ΣΥΝΤΑΞΗΣ			
ΕΤΟΣ	ΑΣΦΑΛΙΣΜΕΝΟΣ	ΕΡΓΟΔΟΤΗΣ	ΣΥΝΟΛΟ
1955	1,75	5,75	7,50
1960	2,25	5,75	8,00
1964	2,25	5,75	8,00
1967	2,75	6,25	9,00
1970	4,25	8,50	12,75
1976	4,75	9,50	14,25
1990	5,25	10,50	15,75
1991	5,75	11,50	17,25
1993	6,67	13,33	20,00

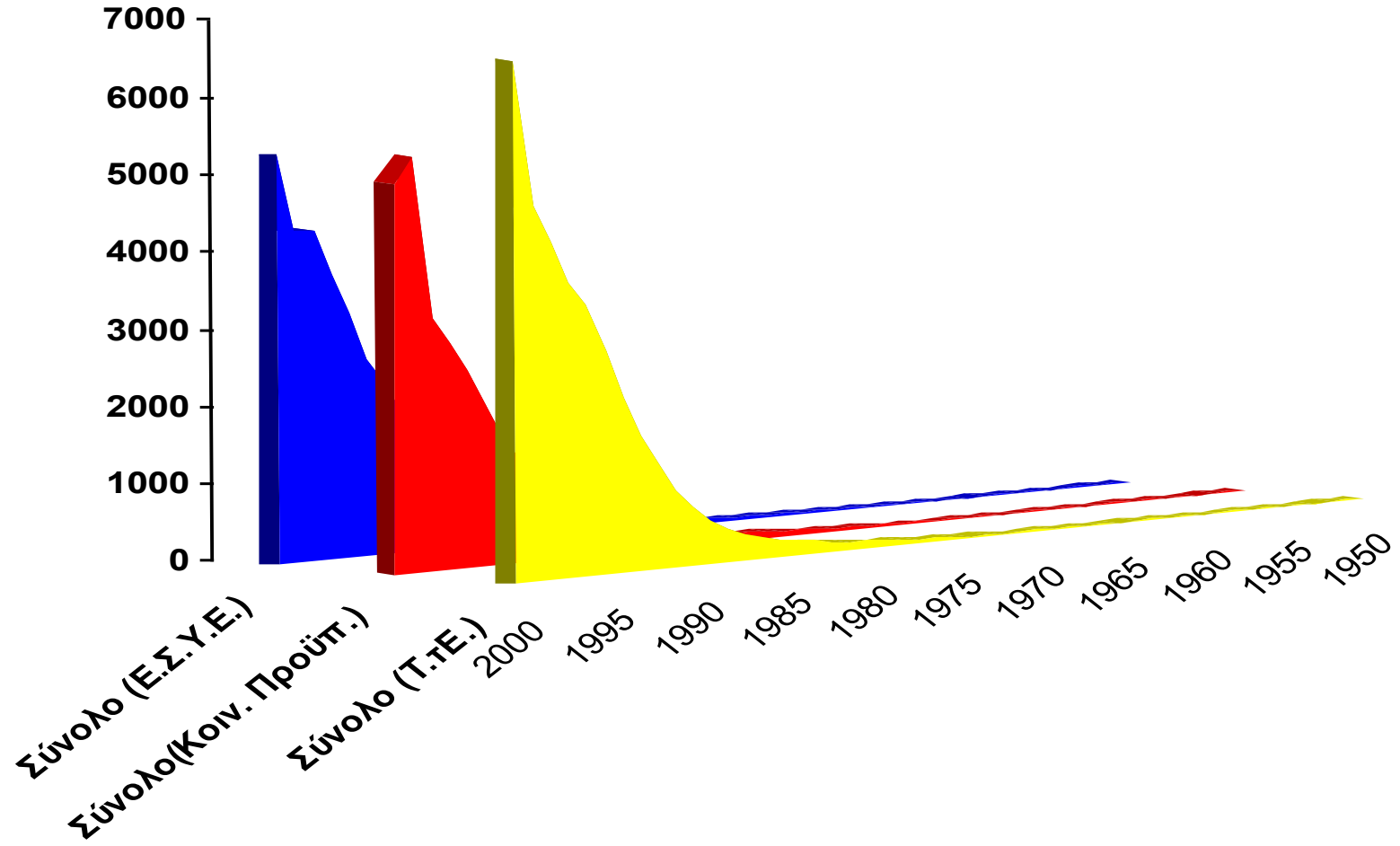
Πίνακας 11

ΚΛΑΔΟΣ ΑΣΘΕΝΕΙΑΣ			
ΕΤΟΣ	ΑΣΦΑΛΙΣΜΕΝΟΣ	ΕΡΓΟΔΟΤΗΣ	ΣΥΝΟΛΟ
1955	3,25	6,25	9,50
1960	3,25	6,25	9,50
1964	3,25	6,25	9,50
1967	3,25	6,25	9,50
1970	2,25	4,50	6,75
1976	2,25	4,50	6,75
1990	2,25	4,50	6,75
1991	2,25	4,50	6,75
1993	2,55	5,10	7,65

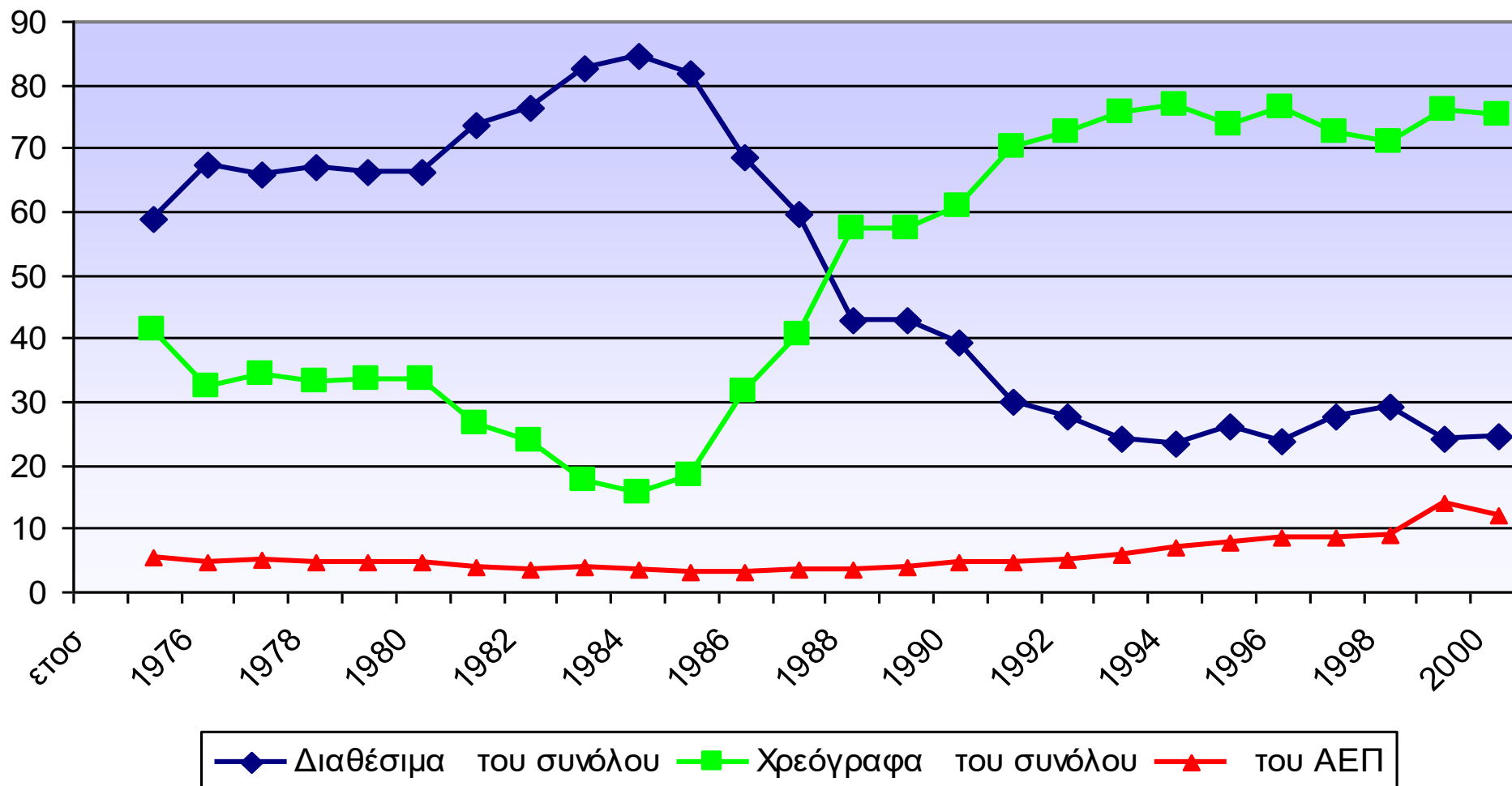
2. ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ

Διάγραμμα 1

Απεικόνιση στοιχείων τοποθετήσεων αποθεματικών από ΕΣΥΕ, Τ.τΕ., Κοιν. Προϋπ. (υπόλοιπα τέλους έτους σε δισ. δρχ.)

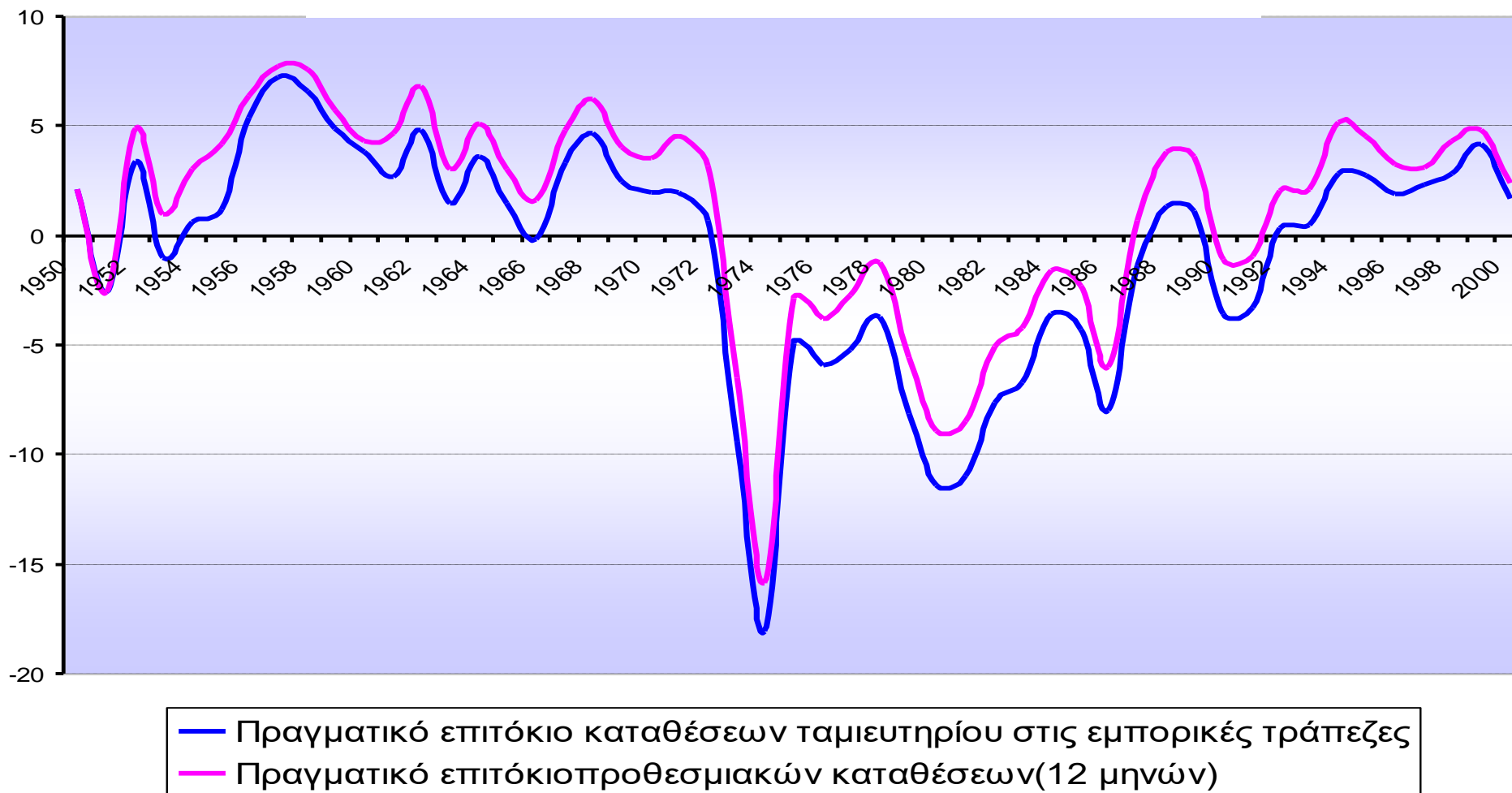


Διάγραμμα 2
Αποθεματικά και αποδόσεις Ασφαλιστικών Ταμείων 1975 – 2000



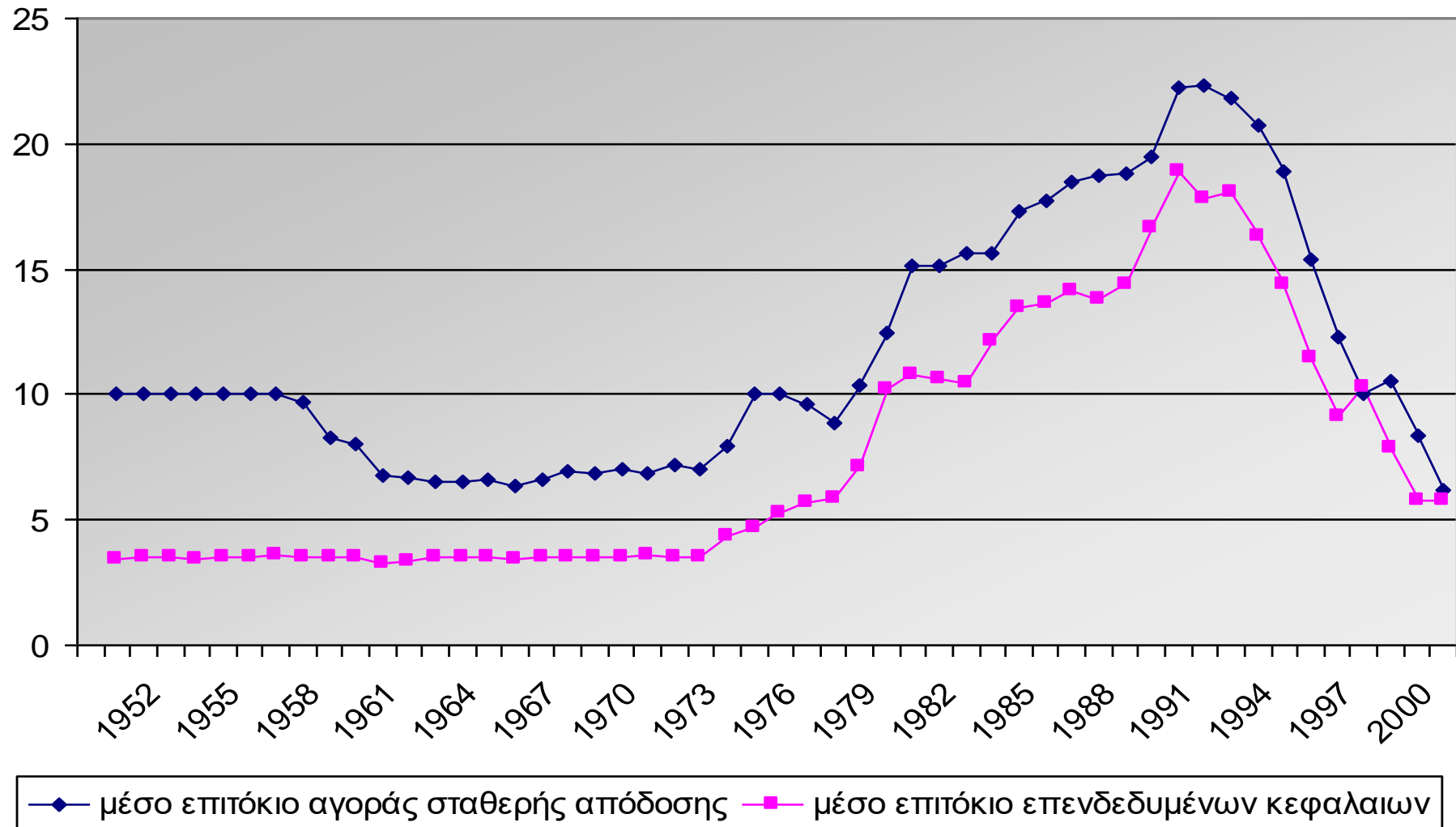
Διάγραμμα 3

Πραγματικά επιτόκια καταθέσεων 1950 - 2000

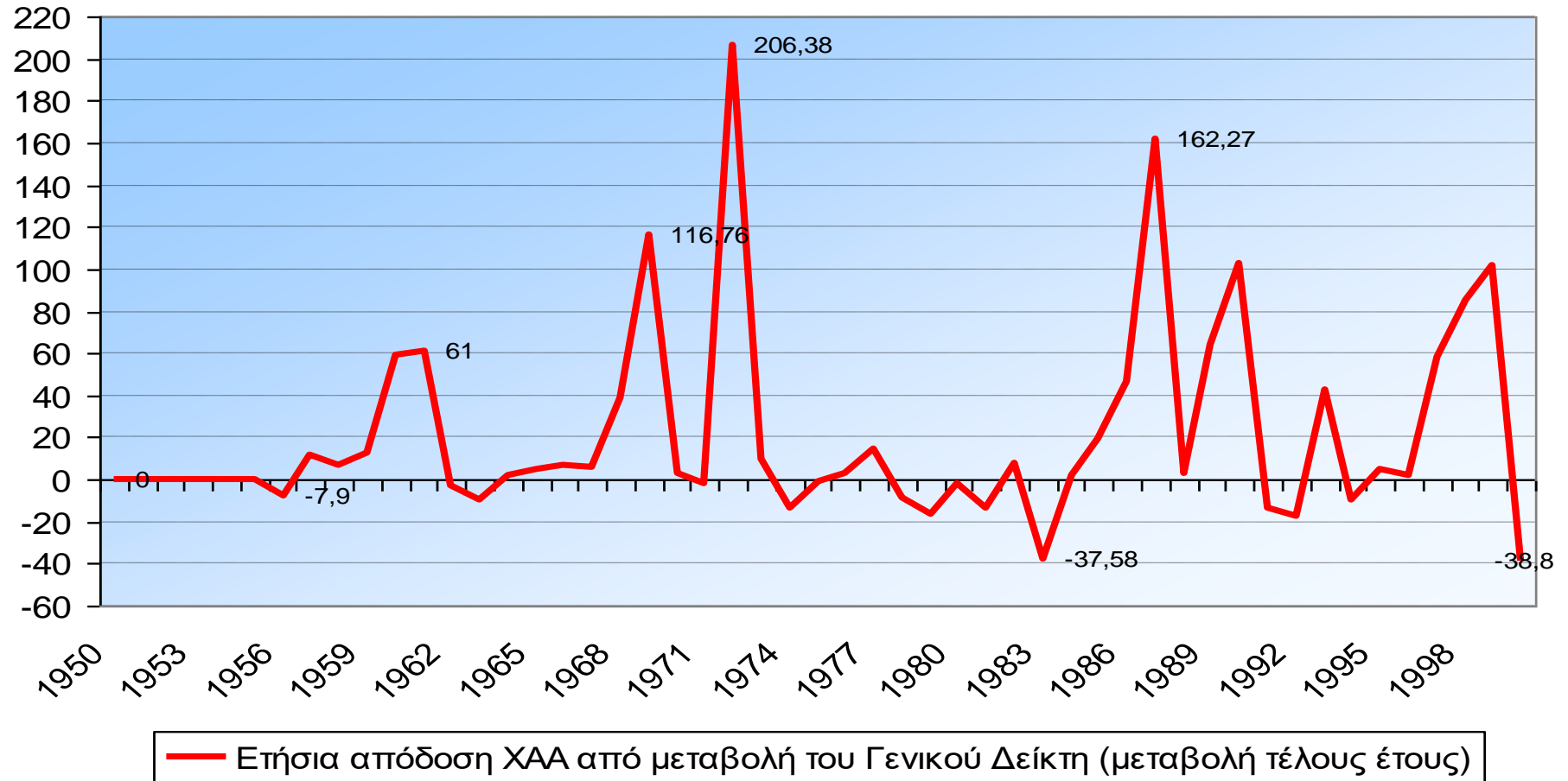


Διάγραμμα 4

Επιτόκια επενδεδυμένων κεφαλαίων στην Τ.τ.Ε. και επιτοκίων της αγοράς

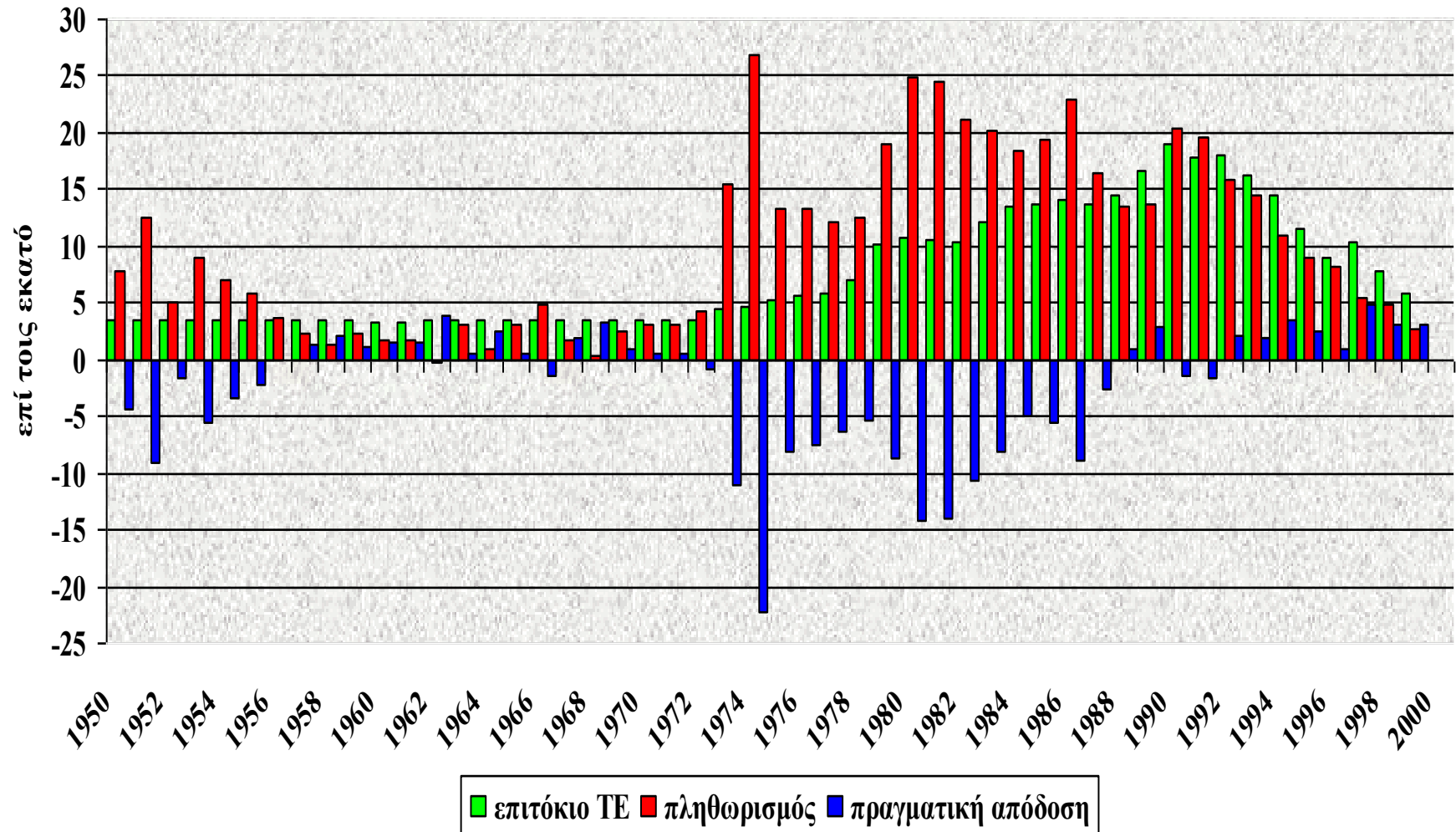


Διάγραμμα 5
Ετήσια απόδοση ΧΑΑ από μεταβολή του Γενικού Δείκτη
(μεταβολή τέλους έτους)



Διάγραμμα 6

ΜΕΣΗ ΟΝΟΜΑΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΩΝ 1950-2000



Διάγραμμα 7

ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΤΟΥ Χ.Α.Α. ΚΑΙ ΤΩΝ ΕΠΙΜΕΡΟΥΣ ΔΕΙΚΤΩΝ (1989-2000)

