



POLICY  
PAPER #4

Ιούνιος 2026

# Δημοσιονομικές Προκλήσεις και Προοπτικές Ελλάδα και Ευρωπαϊκή Ένωση

Συντάκτες: Χρήστος Λούκας, Ίων Βαλλιάνος

Δημοσιονομικές  
Προκλήσεις και Προοπτικές:  
Ελλάδα και Ευρωπαϊκή Ένωση

**Χρήστος Λούκας**

Βοηθός Ερευνητής, ΚΕΦΙΜ

**Ίων Βαλλιάνος**

Ερευνητής, ΚΕΦΙΜ

Πρώτη Έκδοση

Αθήνα, Ιούνιος 2026

## Επιτελική Σύνοψη

Η Ελλάδα αποτελεί, ίσως, το πιο εντυπωσιακό παράδειγμα δημοσιονομικής εξυγίανσης στην Ευρώπη των τελευταίων ετών, έχοντας μεταβεί από έλλειμμα 15,4% του ΑΕΠ το 2009 σε πλεόνασμα 1,3% το 2024. Μετά την πανδημία, την τριετία 2023–2025, η Ελλάδα συγκαταλέγεται στις μόλις πέντε χώρες της ΕΕ, μαζί με Δανία, Κύπρο, Ιρλανδία και Πορτογαλία, που κατέγραψαν θετικό μέσο δημοσιονομικό αποτέλεσμα. Οι υπόλοιπες 22 παραμένουν ελλειμματικές, με ορισμένες να σημειώνουν ελλείμματα έως 7,9% του ΑΕΠ. Παράλληλα, το συνολικό χρέος της ΕΕ-27 ανέρχεται στο 81,7% του ΑΕΠ της, με σχεδόν τα μισά κράτη μέλη να υπερβαίνουν το ανώτατο όριο του 60% που προβλέπει η Συνθήκη του Μάαστριχτ. Αν στο ήδη υψηλό επίσημο χρέος προστεθεί το λεγόμενο κρυφό χρέος, δηλαδή οι συνταξιοδοτικές υποχρεώσεις που έχουν δεσμευθεί τα κράτη της ΕΕ να πληρώσουν στο μέλλον, η εικόνα γίνεται ακόμα πιο ανησυχητική. Το κρυφό αυτό χρέος βρίσκεται κοντά στο 403% του ΑΕΠ για την Ελλάδα, 429% για την Ιταλία, 450% για την Αυστρία, και 496% για την Ισπανία. Σε αυτό το πλαίσιο έλλειψης δημοσιονομικής πειθαρχίας, η επέκταση του κοινού δανεισμού που σχεδιάζει η ΕΕ στο νέο δημοσιονομικό πλαίσιο (2028–2034) δεν φαίνεται να συνιστά μια συνετή επιλογή, εφόσον δεν συνοδεύεται από αυστηρούς μηχανισμούς ελέγχου, λογοδοσίας και αξιολόγησης της χρήσης των κεφαλαίων. Ο βασικός κίνδυνος είναι ότι τα ποσά που θα αντληθούν θα τεθούν σε μεγάλο βαθμό υπό τη διαχείριση κρατών-μελών που ήδη αντιμετωπίζουν επίμονα ελλείμματα. Χωρίς επαρκείς εγγυήσεις, τα κεφάλαια αυτά ενδέχεται να κατευθυνθούν περισσότερο σε βραχυπρόθεσμες δαπάνες και πολιτικά ελκυστικές παροχές, παρά σε παραγωγικές επενδύσεις και διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που ενισχύουν τη μακροπρόθεσμη ανάπτυξη. Έτσι, η ανάληψη νέων κοινών υποχρεώσεων, χωρίς αντίστοιχους κοινούς κανόνες δημοσιονομικής υπευθυνότητας, μπορεί να οδηγήσει σε εκτροχιασμό, κατασπατάληση πόρων και νέα κρίση, ιδίως καθώς δημιουργεί υποχρεώσεις αποπληρωμής με ορίζοντα έως το 2058. Το βαθύτερο πρόβλημα, όμως, δεν εντοπίζεται μόνο στα ελλείμματα του σήμερα, αλλά και στα διαθέσιμα κεφάλαια στην ευρωπαϊκή οικονομία. Η ΕΕ υστερεί κατά €19,7 τρισ. έναντι των ΗΠΑ σε συνταξιοδοτικές αποταμιεύσεις, καθώς τα ευρωπαϊκά αναδιανεμητικά συνταξιοδοτικά συστήματα δεσμεύουν πόρους εκτός κεφαλαιαγορών αναδιανέμοντας τους από τους σημερινούς εργαζόμενους στους σημερινούς συνταξιούχους, στερώντας από την ευρωπαϊκή οικονομία επενδυτικά κεφάλαια που χρειάζεται.



**Λέξεις κλειδιά:** Δημοσιονομική πολιτική, Κοινός δανεισμός ΕΕ, Δημόσιο χρέος, Συνταξιοδοτικά συστήματα, Ιδιωτικές επενδύσεις, Ελλάδα, Ευρωπαϊκή Ένωση

**Προτεινόμενη αναφορά:** Λούκας Χ., Βαλλιάνος Ι., (2026). Δημοσιονομικές Προκλήσεις και Προοπτικές: Ελλάδα και Ευρωπαϊκή Ένωση. Κείμενο Πολιτικής (4). Κέντρο Φιλελεύθερων Μελετών-Μάρκος Δραγούμης.

## Βασικά Συμπεράσματα:

- Η δημοσιονομική πειθαρχία του ελληνικού κράτους, η οποία ξεκίνησε με τη μείωση των ελλειμμάτων την περίοδο 2010–2015, συνεχίστηκε με την επίτευξη πλεονασμάτων την περίοδο 2016–2019 και επανήλθε μετά την πανδημία (2024–2026), αποτελεί μία από τις λίγες θετικές εξαιρέσεις στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Το 60% της προσαρμογής αυτής φαίνεται να βασίστηκε στην αύξηση των εσόδων, ενώ μόλις το 40% στη μείωση δαπανών.
- Την τριετία 2023–2025, μετά την περίοδο της πανδημίας, η Ελλάδα συγκαταλέγεται μεταξύ των μόλις 5 από τα 27 κράτη μέλη της ΕΕ με θετικό μέσο δημοσιονομικό αποτέλεσμα, μαζί με τη Δανία, την Κύπρο, την Ιρλανδία και την Πορτογαλία. Οι υπόλοιπες 22 χώρες κατέγραψαν ελλείμματα, τα οποία κυμάνθηκαν από 0,6% του ΑΕΠ (μέσος όρος Λουξεμβούργου) έως 7,93% του ΑΕΠ (μέσος όρος Ρουμανίας).
- Αν στις ήδη υπερχρεωμένες ευρωπαϊκές οικονομίες προστεθεί το λεγόμενο «κρυφό χρέος», δηλαδή οι μελλοντικές συνταξιοδοτικές υποχρεώσεις των συστημάτων του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα για τις οποίες δεν έχουν συσσωρευθεί αντίστοιχες αποταμιεύσεις, η δημοσιονομική εικόνα της Ευρώπης καθίσταται ακόμη πιο ανησυχητική. Τα κριτήρια του Μάαστριχτ μέχρι σήμερα αγνοούν αυτές τις υποχρεώσεις, οι οποίες ανέρχονται στο 403% του ΑΕΠ για την Ελλάδα, στο 429% για την Ιταλία και στο 496% για την Ισπανία, καθιστώντας τους επίσημους δείκτες χρέους μια δυνητικά παραπλανητική βάση αξιολόγησης της δημοσιονομικής βιωσιμότητας κάθε κράτους-μέλους.
- Η παραπάνω δημοσιονομική εικόνα των περισσότερων κρατών μελών της ΕΕ καταδεικνύει ότι ο κοινός ευρωπαϊκός δανεισμός που προβλέπεται στο προτεινόμενο Πολυετές Δημοσιονομικό Πλαίσιο (ΠΔΠ) 2028–2034 της ΕΕ για την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας της ευρωπαϊκής οικονομίας ενέχει διαρθρωτικούς κινδύνους λόγω της περιορισμένης πιστοληπτικής ικανότητας σημαντικού αριθμού κρατών μελών που εξακολουθούν να καταγράφουν συστηματικά ελλείμματα.
- Το κύριο πρόβλημα δεν είναι η έλλειψη κεφαλαίων, ούτε μπορεί να αντιμετωπιστεί με νέο δανεισμό ήδη υπερχρεωμένων οικονομιών. Αφορά πρωτίστως τη δομή των αποταμιεύσεων στην Ευρώπη. Η ΕΕ υστερεί κατά €19,7 τρισ. έναντι των ΗΠΑ σε συνταξιοδοτικές αποταμιεύσεις, γεγονός που αναδεικνύει μία από τις βασικές πτυχές του ευρωπαϊκού επενδυτικού χάσματος: σημαντικοί πόροι παραμένουν δεσμευμένοι στα αναδιανεμητικά συνταξιοδοτικά συστήματα και δεν διοχετεύονται στις κεφαλαιαγορές. Το πρόβλημα συνεπώς δεν είναι η ανεπάρκεια δημόσιων πόρων, αλλά η περιορισμένη κινητοποίηση ιδιωτικών αποταμιεύσεων προς παραγωγικές επενδύσεις.

## Εισαγωγή

Η δημοσιονομική εξυγίανση της ευρωζώνης κατά την προηγούμενη δεκαετία, στο πλαίσιο της οικονομικής κρίσης, αποτέλεσε τον πυρήνα των βασικών διαρθρωτικών προσαρμογών σε πολλές χώρες, με χαρακτηριστικότερη περίπτωση την Ελλάδα. Η μετάβαση της Ελλάδας από έλλειμμα 15,4% του ΑΕΠ το 2009 σε πλεονασματικούς προϋπολογισμούς συνιστά μία από τις πιο εντυπωσιακές περιπτώσεις δημοσιονομικής προσαρμογής στη σύγχρονη ευρωπαϊκή εμπειρία. Η προσαρμογή αυτή βασίστηκε κυρίως στην αύξηση της φορολογίας και λιγότερο στη μείωση των δημόσιων δαπανών. Όπως δείχνει το Γράφημα 1, η συνολική δημοσιονομική προσαρμογή της Ελλάδας μεταξύ 2009 και 2024 ανήλθε σε 16,7 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ, από έλλειμμα 15,4% σε πλεόνασμα 1,3%.<sup>1</sup> Τα στοιχεία της Eurostat καταδεικνύουν ότι η προσαρμογή αυτή προήλθε κυρίως από την πλευρά των εσόδων, και συγκεκριμένα την αύξηση

της φορολογικής επιβάρυνσης. Τα δημόσια έσοδα αυξήθηκαν από 39,4% του ΑΕΠ το 2009 σε 49,4% το 2024, ενώ οι δημόσιες δαπάνες μειώθηκαν από 54,8% σε 48,1%.<sup>2</sup> Με άλλα λόγια, περίπου το 60% της προσαρμογής προήλθε από την αύξηση των εσόδων και το 40% από τη μείωση των δαπανών. Η εικόνα γίνεται ακόμη πιο σαφής αν εξεταστούν τα απόλυτα μεγέθη. Παρότι το ονομαστικό ΑΕΠ παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητο, από €234 δισ. ευρώ το 2009 σε €237 δισ. το 2024, τα δημόσια έσοδα αυξήθηκαν κατά €24,6 δισ., από €92,3 δισ. σε €116,9 δισ., ενώ οι δημόσιες δαπάνες μειώθηκαν κατά €14,5 δισ., από €128,4 δισ. σε €113,9 δισ.<sup>3</sup> Τέλος, το κυκλικά προσαρμοσμένο πρωτογενές ισοζύγιο του ΔΝΤ, δηλαδή το πρωτογενές προσαρμοσμένο για τον οικονομικό κύκλο, βελτιώθηκε κατά 16,6 ποσοστιαίες μονάδες, από -12,3% το 2009 σε +4,3% το 2024.<sup>4</sup>

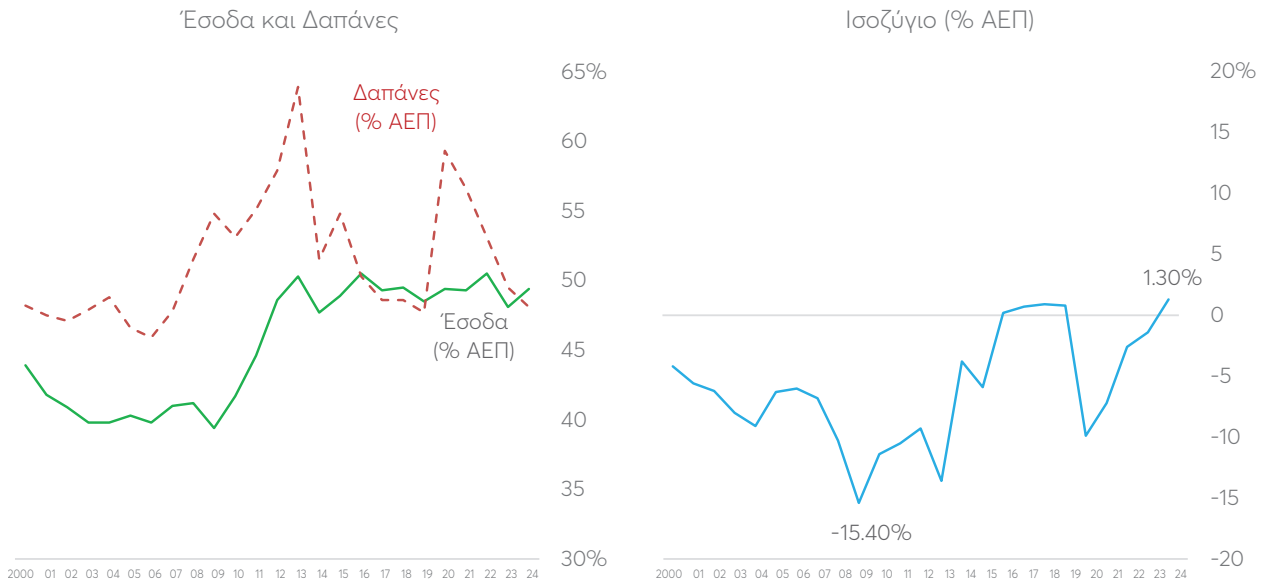
1 Eurostat. [Government deficit/surplus, debt and associated data](#).

2 Eurostat. [Government revenue, expenditure and main aggregates](#).

3 Eurostat. [Gross domestic product \(GDP\) and main components \(output, expenditure and income\) - annual data](#) ; Eurostat. [Government revenue, expenditure and main aggregates](#).

4 Το κυκλικά προσαρμοσμένο πρωτογενές ισοζύγιο δείχνει τη δημοσιονομική προσπάθεια μιας κυβέρνησης καθαρή από δύο στοιχεία: τις πληρωμές τόκων του χρέους και τις αυτόματες διακυμάνσεις που προκαλεί ο οικονομικός κύκλος. Έτσι αποκαλύπτει αν η δημοσιονομική βελτίωση οφείλεται σε πραγματικές επιλογές πολιτικής ή απλώς σε ευνοϊκές οικονομικές συνθήκες. Με απλά λόγια, όταν η Ελλάδα βρισκόταν σε βαθιά ύφεση το 2009–2013, τα φορολογικά έσοδα κατέρρεαν και οι δαπάνες για την αντιμετώπιση της ανεργίας εκτοξεύονταν αυτόματα, όχι ως αποτέλεσμα αύξησης του κοινωνικού κράτος, αλλά επειδή σε περιόδους ύφεσης το μερίδιο αυτό αυξανόταν έναντι ενός μειωμένου εισοδήματος. Ο δείκτης αυτός αφαιρεί αυτές τις επιδράσεις και αποκαλύπτει τις πολιτικές επιλογές, όπως τις περικοπές, τις αυξήσεις φόρων, και τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις. Η βελτίωση κατά 16,6 μονάδες μεταξύ 2009 και 2024 είναι έτσι μια από τις μεγαλύτερες διαρθρωτικές δημοσιονομικές προσαρμογές που έχουν καταγραφεί διεθνώς. IMF, (2026). [Cyclically adjusted primary balance](#).

### Γράφημα 1. Έσοδα, Δαπάνες και Πλεόνασμα/Έλλειμμα Γενικής Κυβέρνησης ως Ποσοστό του ΑΕΠ (%), Ελλάδα



Πηγή: [Eurostat](#)

Παρά τη θετική αυτή εικόνα, η ελληνική εξυγίανση εντάσσεται σε ένα ευρύτερο ευρωπαϊκό περιβάλλον που παραμένει δημοσιονομικά επισφαλές, καθώς το συνολικό χρέος της ΕΕ-27 ανέρχεται στο 81,7% του ΑΕΠ της,<sup>5</sup> με σχεδόν τα μισά κράτη μέλη να υπερβαίνουν το ανώτατο όριο του 60% που προβλέπει η Συνθήκη του Μάαστριχτ, ενώ χώρες όπως η Γαλλία, με έλλειμμα 5,8% του ΑΕΠ το 2024, η Ρουμανία με 9,3% και η Ουγγαρία με 5% διατηρούν επίμονα ελλείμματα χωρίς αξιόπιστη πορεία δημοσιονομικής προσαρμογής. Την τριετία 2023–2025, μετά την περίοδο της πανδημίας, η Ελλάδα αποτελεί μία από τις μόλις πέντε χώρες από τις 27 της ΕΕ όπου το μέσο δημοσιονομικό αποτέλεσμα είναι θετικό (έχει πλεόνασμα), μαζί με τη Δανία, την Κύπρο, την Ιρλανδία και την Πορτογαλία. Οι υπόλοιπες 22 χώρες σημείωσαν ελλείμματα από 0,6% του ΑΕΠ (μέσος όρος Λουξεμβούργου) έως 7,93% του ΑΕΠ (μέσος όρος Ρουμανίας).<sup>6</sup>

Σε αυτό το πλαίσιο, η επέκταση του κοινού δα-

νεισμού της ΕΕ δεν φαίνεται να αποτελεί συνετή επιλογή, εφόσον δεν συνοδεύεται από αυστηρούς μηχανισμούς δημοσιονομικής πειθαρχίας, λογοδοσίας και αξιολόγησης της χρήσης των πόρων. Ο λόγος είναι ότι τα κεφάλαια που αντλούνται μέσω κοινού δανεισμού θα τεθούν σε μεγάλο βαθμό υπό τη διαχείριση κρατών-μελών που ήδη αντιμετωπίζουν επίμονα δημοσιονομικά ελλείμματα. Χωρίς επαρκείς εγγυήσεις, υπάρχει ο κίνδυνος οι πόροι αυτοί να κατευθυνθούν περισσότερο σε βραχυπρόθεσμες δαπάνες και πολιτικά ελκυστικές παροχές, παρά σε παραγωγικές επενδύσεις και διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που ενισχύουν μακροπρόθεσμα την ανάπτυξη.

Το παρόν κείμενο πολιτικής εξετάζει και τις δύο διαστάσεις αυτής της σχέσης: αφενός τις δημοσιονομικές προοπτικές της Ελλάδας για την περίοδο 2026–2029 και αφετέρου την αρχιτεκτονική και τα όρια του κοινού δανεισμού της ΕΕ ως εργαλείου ενίσχυσης της ευρωπαϊκής οικονομίας.

5 Eurostat, (2026). [Government debt at 87,8% of GDP in euro area, 81,7% of GDP in EU.](#)

6 Eurostat. [Government deficit/surplus, debt and associated data.](#)

## Η Διάρθρωση του Ελληνικού Δημοσίου Χρέους: Ονομαστική Επιβάρυνση και Πραγματικό Κόστος

Ο δείκτης χρέους της γενικής κυβέρνησης της Ελλάδας ανερχόταν στο τέλος του 2025 στο 146,1% του ΑΕΠ, ενώ τον Μάρτιο του 2026 έκλεισε στο 137%.<sup>7</sup> Το μέγεθος αυτό, αν και ονομαστικά εντυπωσιακό, αποτελεί ένα μόνο μέρος της δημοσιονομικής κατάστασης της χώρας, καθώς δεν αποτυπώνει το πραγματικό κόστος εξυπηρέτησης και τη βαρύτητα της αποπληρωμής του χρέους. Η ανάλυση της σύνθεσης του χρέους, ως προς τους πιστωτές, τις προθεσμίες αποπληρωμής και το κόστος δανεισμού, αναδεικνύει μια πιο σύνθετη δημοσιονομική πραγματικότητα από εκείνη που υποδηλώνει ο συνολικός δείκτης.

Βάσει του Δελτίου Δημοσίου Χρέους υπ' αριθ. 121 του Οργανισμού Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους (Μάρτιος 2026), τα βασικά στοιχεία του οποίου παρουσιάζονται στον Πίνακα 1, το χρέος της Γενικής Κυβέρνησης διαμορφώθηκε στα €360,5 δισ. Το χρέος Μάαστριχτ της Γενικής Κυβέρνησης, το οποίο χρησιμοποιείται για τους επίσημους δημοσι-

ονομικούς δείκτες, ανήλθε σε €360,54 δισ., ενώ το ταμειακό χρέος της Κεντρικής Διοίκησης διαμορφώθηκε στα €400,5 δισ. Από το τελευταίο, μόλις το 27% (€108,3 δισ.) αφορά ομολογιακούς και βραχυπρόθεσμους τίτλους που εκδίδονται στις αγορές και επιβαρύνονται με το πλήρες κόστος δανεισμού της αγοράς. Το υπόλοιπο 73% αντιστοιχεί σε δάνεια από επίσημους πιστωτές ή σε βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις ταμειακής διαχείρισης τεχνικού χαρακτήρα. Με άλλα λόγια, το 27% του ελληνικού χρέους εκτίθεται άμεσα στις διακυμάνσεις των επιτοκίων και στο risk premium που απαιτούν οι επενδυτές, ενώ το υπόλοιπο 73% εξυπηρετείται με προκαθορισμένους, ευνοϊκούς όρους επίσημων πιστωτών, λειτουργώντας ουσιαστικά ως σταθεροποιητικός μηχανισμός έναντι της μεταβλητότητας των αγορών και εξηγώντας γιατί η Ελλάδα μπορεί σήμερα να διατηρεί υψηλό λόγο χρέους προς ΑΕΠ χωρίς αντίστοιχη πίεση στο ταμειακό της κόστος.

**Πίνακας 1. Διάρθρωση του Ελληνικού Χρέους**

Κατηγορία Χρέους	Ποσό (δισ. €)	% ΤΚΚ
Ομόλογα & βραχ/θ. τίτλοι	108,3	27%
Δάνεια EFSF / ESM / GLF	210	52,4%
Ειδικοί & διμερείς δανεισμοί	6,5	1,6%
Λοιπά εξωτερικά	16,6	4,1%
Repos	59,1	14,8%
<b>ΣΥΝΟΛΟ (Ταμ. Κεντρικής Κυβέρνησης)</b>	<b>400,5</b>	<b>100%</b>

Πηγή: [ΟΔΔΗΧ](#)

Η κρίσιμη παράμετρος για την αξιολόγηση της επιβάρυνσης είναι το κόστος αυτών των δανείων, με την μέση προθεσμία αποπληρωμής να ανέρχεται σε 18,36 έτη, από τις υψηλότερες που έχουν καταγραφεί σε κρατικά χαρτοφυλάκια στην ΕΕ, ενώ το πραγματικό κόστος δανεισμού διαμορφώνεται

στο 1,38% ετησίως. Συγκριτικά, το τρέχον επιτόκιο αγοράς για τα ελληνικά 10ετή ομόλογα κυμαίνεται γύρω στο 3,86% (Μάιος 2026), έχοντας αυξηθεί από το 2,8% το 2025, ενώ σε ιστορική κορύφωση έφτασε το 3,87% το 2023. Η διαφορά μεταξύ της αγοραίας τιμής και του πραγματικού κόστους

<sup>7</sup> [ΟΔΔΗΧ](#)

χρηματοδότησης αντιστοιχεί σε ετήσια έμμεση επιδότηση του κόστους εξυπηρέτησης, σημαντικά υψηλότερη από εκείνη που παρατηρείται σε οποιοδήποτε άλλο κράτος μέλος της ΕΕ. Δηλαδή, η ετήσια έμμεση επιδότηση του κόστους εξυπηρέτησης σημαίνει πως η Ελλάδα πληρώνει σήμερα επιτόκια που δεν αντικατοπτρίζουν την πραγματική της αξιολόγηση από τις αγορές, καθώς το μεγαλύτερο μέρος του χρέους της έχει κλειδωθεί σε επιτόκια που η χώρα είχε διαπραγματευθεί με τους εταίρους της σε συνθήκες κρίσης. Η διαφορά αυτή μεταξύ του τι θα κατέβαλε σε συνθήκες αγοράς και του τι πράγματι καταβάλλει ως αποτέλεσμα των συμφωνιών της κρίσης αποτελεί μια δημοσιονομική ανακούφιση που έχει θετικές συνέπειες στο πρωτογενές πλεόνασμα που απαιτείται για τη βιωσιμότητα του χρέους.

Ο πυρήνας της ελληνικής χρεωστικής αρχιτεκτονικής είναι το μπλοκ των επίσημων δανείων διάσωσης, συνολικού ύψους €210 δισ. (52,4% του ταμειακού χρέους). Το μπλοκ αυτό αποτελείται από τρεις συνιστώσες: τα δάνεια της Ευρωπαϊκής Διευκόλυνσης Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF) ύψους περίπου €141,8 δισ., με ορίζοντα αποπληρωμής έως το 2070,<sup>8</sup> τα δάνεια του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (ESM) ύψους περίπου €61,9 δισ., με περίοδο αποπληρωμής μεταξύ 2034 και 2060,<sup>9</sup> και τα διμερή δάνεια της Διευκόλυνσης Δανεισμού Ελλάδος (GLF) ύψους περίπου €6,5 δισ. από τα κράτη μέλη της Ευρωζώνης. Το σύνολο του χαρτοφυλακίου είναι ουσιαστικά σταθερού επιτοκίου μετά τη χρήση παραγώγων αντιστάθμισης, γεγονός που το προστατεύει πλήρως από τη μεταβλητότητα των επιτοκίων.

Η ετήσια ταμειακή πληρωμή τόκων εκτιμάται κάτω από το 1,8% του ΑΕΠ, σημαντικά χαμηλότερη από χώρες με παρόμοιο ή χαμηλότερο λόγο χρέους, οι οποίες χρηματοδοτούνται αποκλειστικά από τις αγορές. Για να γίνει κατανοητή αυτή η διάσταση των ελληνικών δημοσιονομικών μεγεθών, η Ιταλία, με χρέος 137,1% του ΑΕΠ, αντιμετωπίζει εκτιμώμενο κόστος τόκων περίπου 3,8% του ΑΕΠ, δηλαδή περισσότερο από το διπλάσιο, ενώ η Ισπα-

νία, με χρέος 100,7% του ΑΕΠ, καταβάλλει περίπου 2,6% του ΑΕΠ σε τόκους. Αυτή η ασύμμετρη σχέση μεταξύ ονομαστικού χρέους και πραγματικής δημοσιονομικής επιβάρυνσης εξηγεί σε σημαντικό βαθμό γιατί η Ελλάδα μπόρεσε να επιτύχει πρωτογενές πλεόνασμα 4,9% του ΑΕΠ το 2025, ένα μέγεθος που θα ήταν πρακτικά ανέφικτο υπό συνθήκες αποκλειστικής χρηματοδότησης από τις αγορές σε αυτό το επίπεδο χρέους.

Ένας πιο ακριβής δείκτης της πραγματικής δαμειακής επιβάρυνσης προκύπτει από την αφαίρεση των ταμειακών αποθεματικών, δηλαδή από το καθαρό χρέος, το οποίο δεν τα περιλαμβάνει, καθώς τα διαθέσιμα αυτά κεφάλαια μπορούν να χρησιμοποιηθούν άμεσα για την εξυπηρέτηση υποχρεώσεων και μειώνουν αντίστοιχα την πραγματική έκθεση του κράτους. Στο τέλος του 2025, η Ελλάδα διατηρεί αποθεματικά €39,6 δισ., αποτέλεσμα μιας πολιτικής συσσώρευσης ρευστότητας στο πλαίσιο της διαχείρισης του χρέους. Αν αφαιρεθεί αυτό το ποσό, το καθαρό χρέος διαμορφώνεται σε €323,2 δισ., ή περίπου 130% του ΑΕΠ. Ακόμη και αυτός ο δείκτης, όμως, πρέπει να αξιολογείται σε συνδυασμό με τη διάρθρωση των αποπληρωμών. Οι μεγάλες δόσεις κεφαλαίου των δανείων EFSF και ESM ξεκινούν τη δεκαετία του 2030 και κορυφώνονται μεταξύ 2040 και 2060, παρέχοντας σημαντικό χρονικό περιθώριο για οικονομική ανάπτυξη και αναχρηματοδότηση. Με άλλα λόγια, η Ελλάδα δεν αντιμετωπίζει άμεση πίεση στα δημόσια οικονομικά της σήμερα, καθώς το μεγαλύτερο μέρος του χρέους της βρίσκεται σε θεσμικούς πιστωτές με μακρές διάρκειες αποπληρωμής και επιτόκια χαμηλότερα των αγοραίων. Ωστόσο, μεσοπρόθεσμα η δημοσιονομική πολιτική θα κληθεί να διαχειριστεί μια συγκεντρωμένη υποχρέωση αποπληρωμής που μετατίθεται στο μέλλον, με την προσδοκία ότι μέχρι τότε η οικονομία θα έχει αναπτυχθεί επαρκώς ώστε το χρέος να είναι πιο διαχειρίσιμο ως ποσοστό του ΑΕΠ ή ότι η αναχρηματοδότηση θα πραγματοποιηθεί υπό ευνοϊκούς όρους, μια υπόθεση που παραμένει αβέβαιη.

Το εμπορεύσιμο τμήμα του χρέους (ομόλογα

8 European Stability Mechanism. [Greece](#).

9 Ο. π.

του Ελληνικού Δημοσίου, 26,8%) αποτελεί τον δείκτη που αποτυπώνει την αγοραία αξιολόγηση της ελληνικής φερεγγυότητας. Η απόδοση των 10ετών ομολόγων κατέγραψε έντονη αποκλιμάκωση από 2,63% το 2019 σε ιστορικό χαμηλό 0,9% το 2021, λόγω της στήριξης της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, πριν αυξηθεί στο 3,87% το 2023, ως αποτέλεσμα της στροφής της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ. Το 2025, η εκτιμώμενη απόδοση διαμορφώνεται γύρω στο 2,80%, επίπεδο χαμηλότερο από της Ιταλίας (3,7%) και κοντά σε εκείνο της Πορτογαλίας (2,9%).

Η ανάλυση της διάρθρωσης του ελληνικού χρέους οδηγεί σε δύο συμπεράσματα που έχουν ευρύτερη συνάφεια με τη συζήτηση για τον κοινό δανεισμό στην ΕΕ:

Πρώτον, ο ονομαστικός δείκτης χρέους προς

ΑΕΠ αποτελεί ανεπαρκή βάση για την αξιολόγηση της βιωσιμότητας, εάν δεν συνοδεύεται από ανάλυση της σύνθεσης, του κόστους και της διάρθρωσης των αποπληρωμών. Μια χώρα με χρέος 146% του ΑΕΠ, όπως η Ελλάδα, αντιμετωπίζει σαφώς μικρότερη πίεση εξυπηρέτησης από μια χώρα με χρέος 100% του ΑΕΠ που χρηματοδοτεί τα ελλείμματα της αποκλειστικά από τις αγορές με κόστος 4%.

Δεύτερον, η ελληνική περίπτωση καταδεικνύει ότι η συγκεκριμένη διάρθρωση του χρέους μέσω των μηχανισμών EFSF και ESM, με ευνοϊκά επιτόκια, μακρά περίοδο αποπληρωμής και σταθερό κόστος, συνιστά στην πράξη μια διαρκή έμμεση επιδότηση της ελληνικής χρηματοδότησης από τους ευρωπαίους εταίρους.

**Πίνακας 2. Σύγκριση Δημοσίου Χρέους Ελλάδα, Ιταλία, Ισπανία και Πορτογαλία**

Δείκτης	Ελλάδα	Ιταλία	Ισπανία	Πορτογαλία
Χρέος Γενικής Κυβέρνησης (% ΑΕΠ, 2025)	<b>146,1%</b>	137,1%	100,7%	89,7%
Ετήσιο κόστος τόκων (% ΑΕΠ)	<b>&lt;1,8%</b>	~3,8%	~2,6%	~2%
Μέση σταθμική περίοδος αποπληρωμής (έτη)	<b>18,4</b>	7	8	7,5
Επίσημοι πιστωτές (% συνόλου)	<b>52%</b>	0%	0%	0%

Πηγή: [ΟΔΔΗΧ](#) και [Eurostat](#)

Ο Πίνακας 2 παρουσιάζει βασικούς δημοσιονομικούς δείκτες για την Ελλάδα, την Ιταλία, την Ισπανία και την Πορτογαλία. Παρότι η Ελλάδα εμφανίζει τον υψηλότερο λόγο χρέους μεταξύ των χωρών της κρίσης, στο 146,1% του ΑΕΠ, αντιμετωπίζει το χαμηλότερο κόστος εξυπηρέτησης, κάτω από 1,8% του ΑΕΠ, ενώ η Ιταλία, με χρέος 137,1%, επιβαρύνεται με κόστος της τάξης του 3,8%, σχεδόν το διπλάσιο. Η απόκλιση αυτή βασίζεται αφενός στη μέση σταθμική περίοδο αποπληρωμής, η οποία ανέρχεται σε 18,4 έτη για την Ελλάδα έναντι

περίπου 7 ετών για την Ιταλία, και αφετέρου στο ποσοστό θεσμικών πιστωτών, το οποίο φθάνει το 52% στην ελληνική περίπτωση, ενώ είναι μηδενικό για όλες τις υπόλοιπες χώρες της σύγκρισης. Η Πορτογαλία και η Ισπανία, με χαμηλότερο ονομαστικό χρέος (89,7% και 100,7% αντίστοιχα), χρηματοδοτούνται αποκλειστικά από τις αγορές και αντιμετωπίζουν κόστος εξυπηρέτησης περίπου 2% και 2,6% του ΑΕΠ αντίστοιχα, ανάλογα με την αγοραία τιμολόγηση.

## Ελληνικές Δημοσιονομικές Προοπτικές 2026–2029: Δομικές Πιέσεις

Παρά τα εντυπωσιακά δημοσιονομικά επιτεύγματα της περιόδου 2022–2025 που παρουσιάζονται στην προηγούμενη ενότητα, η ελληνική οικονομία αντιμετωπίζει τριπλή διαρθρωτική πίεση την περίοδο 2026–2029: την αύξηση του κόστους των συνταξιοδοτικών δαπανών, τις σημαντικές δεσμεύσεις αμυντικών δαπανών λόγω προγραμματισμένων παραλαβών εξοπλιστικών προγραμμάτων, καθώς και τη σταδιακή επιβράδυνση της δημοσιονομικής ευελιξίας σε ένα περιβάλλον σταθεροποίησης της οικονομικής μεγέθυνσης.

Αναφορικά με τις συνταξιοδοτικές δαπάνες, η Ελλάδα κατατάσσεται τέταρτη στην ΕΕ, με δαπάνες ύψους 14% του ΑΕΠ το 2023, παρά τις διαδοχικές μεταρρυθμίσεις από το 2010. Μόνο η αύξηση των συντάξεων λόγω νέων συνταξιοδοτήσεων και τιμαριθμικής αναπροσαρμογής αντιστοιχεί σε ετήσια αυτόματη δαπάνη περίπου €1 δισ., αποτελώντας τη μεγαλύτερη επιβάρυνση στον τρέχοντα προϋπολογισμό και αφήνοντας περιορισμένο περιθώριο για ανακατανομή πόρων. Η μεταρρύθμιση του ΤΕΚΑ (Ν. 4826/2021) εισήγαγε κεφαλαιοποιητικό πυλώνα για τους νεοεισερχόμενους στην αγορά εργασίας κάτω των 35 ετών, αποτελώντας ένα πρώτο βήμα προς τη σωστή κατεύθυνση, ωστόσο ο ορίζοντας αυτής της μεταβολής εκτείνεται σε δεκαετίες, χωρίς να παράγει άμεση δημοσιονομική ανακούφιση.<sup>10</sup>

Η αύξηση των αμυντικών δαπανών αποτελεί τη δεύτερη σημαντική πίεση. Οι φυσικές παραλαβές εξοπλιστικών προγραμμάτων εκτιμώνται σε €2,3 δισ. για το 2026, έναντι €1,7 δισ. το 2025. Για τη διετία 2027–2028, η συνολική εκταμίευση αναμένεται να ανέλθει σε €5 δισ., συμπεριλαμβανομένων των φρεγατών τύπου Belharra. Η χρηματοδότηση των

δαπανών αυτών πραγματοποιείται μέσω της ενεργοποίησης της ρήτρας διαφυγής για αμυντικές δαπάνες του αναθεωρημένου Συμφώνου Σταθερότητας, πλην όμως συνιστά πραγματικό κόστος για τα δημόσια οικονομικά, καθώς δεσμεύει πόρους εκτός παραγωγικών επενδύσεων.<sup>11</sup>

Η πολιτική λογική της «επιστροφής μερίσματος» εισάγει πρόσθετη πίεση από την πλευρά της ζήτησης. Μετά την ανακοίνωση πρωτογενούς πλεονάσματος 4,9% για το 2025, εξαγγέλθηκαν μέτρα στήριξης ύψους €800 εκατ., εξαντλώντας ουσιαστικά τον διαθέσιμο δημοσιονομικό χώρο από το πλεόνασμα. Κάθε φορά που δημοσιονομικά αποθέματα διανέμονται αντί να κατευθύνονται είτε στη μείωση του χρέους είτε σε παραγωγικές επενδύσεις, η βιωσιμότητα της δημοσιονομικής εξυγίανσης εξαρτάται σε μεγαλύτερο βαθμό από μελλοντικές επιδόσεις παρά από συσσωρευμένα αποθεματικά.

Ένα επιπλέον διαρθρωτικό πρόβλημα αναδύεται από τα μεσοπρόθεσμα δημοσιονομικά δεδομένα, καθώς σύμφωνα με τον Πολυετή Δημοσιονομικό Προγραμματισμό 2026–2029, προβλέπεται απότομη μείωση των πόρων του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων, με αποτέλεσμα ο ρυθμός αύξησης του ακαθάριστου σχηματισμού παγίου κεφαλαίου να υποχωρεί από 4,1% το 2026 σε 0,9% το 2028. Η επενδυτική αυτή επιβράδυνση συμπίπτει χρονικά με την εκλογική περίοδο, όταν οι αντίρροπες πιέσεις για κοινωνικές παροχές βρίσκονται στο αποκορύφωμά τους. Αξίζει να σημειωθεί ότι, όπως ήδη αναφέρθηκε, κατά τη διετία 2027–2028 το κράτος θα καταβάλει περίπου €5 δισ. για φυσικές παραλαβές εξοπλιστικών προγραμμάτων.<sup>12</sup>

10 Eurostat. [Government expenditure by function \(COFOG\)](#).

11 Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών, (2025). [Εισηγητική Έκθεση Κρατικού Προϋπολογισμού 2026](#).

12 Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών, (2025). Ο. π.

## Ο δανεισμός και το δημόσιο χρέος της ΕΕ

Ο σύγχρονος δημοσιονομικός προβληματισμός στην ΕΕ δεν αφορά πλέον αποκλειστικά τα ελλείμματα και τα χρέη των κρατών μελών, αλλά εκτείνεται ολοένα περισσότερο στον ρόλο που καλείται να διαδραματίσει η ίδια η Ένωση ως δανειολήπτης και εκδότης χρέους. Η μεταβολή αυτή αντικατοπτρίζει μια σταδιακή μετατόπιση στη φύση και στους στόχους του ευρωπαϊκού προϋπολογισμού, με ολοένα εντονότερα χαρακτηριστικά δημοσιονομικής ενοποίησης. Ιδιαίτερη προσοχή απαιτεί η σχέση μεταξύ της ανάπτυξης κοινού χρέους και της παράλληλης εισαγωγής νέων ίδιων πόρων, καθώς η διασύνδεσή τους αναδιαμορφώνει τις ισορροπίες μεταξύ εθνικής κυριαρχίας και υπερεθνικής δημοσιονομικής αρχιτεκτονικής.

Ένα σημαντικό στοιχείο του προτεινόμενου ΠΔΠ 2028–2034 της ΕΕ είναι η στενή σύνδεσή του με την δημιουργία κοινού χρέους της Ένωσης. Η εξέλιξη αυτή πηγάζει από το NextGenerationEU (NGEU), μέσω του οποίου η ΕΕ προχώρησε για πρώτη φορά σε δανεισμό μεγάλης κλίμακας για τη χρηματοδότηση μέτρων ανάκαμψης μετά την πανδημία. Οι συνολικές υποχρεώσεις που αναλήφθηκαν ανέρχονται σε περίπου €800 δισ. (σε τρέχουσες τιμές), συνιστώντας ένα πρωτοφανές βήμα στην εξέλιξη των δημόσιων οικονομικών της Ένωσης. Το χρέος αυτό πρόκειται να αποπληρωθεί σε ορίζοντα τριάντα ετών, από το 2028 έως το 2058, με περίπου €150 δισ. κεφαλαίου να αναμένεται να αποπληρωθούν κατά την περίοδο 2028–2034, ποσό που αντιστοιχεί περίπου στο 0,11% του ακαθάριστου εθνικού εισοδήματος (ΑΕΕ) της ΕΕ ετησίως, μαζί με πρόσθετες πληρωμές τόκων.<sup>13</sup>

Η ενσωμάτωση αυτών των αποπληρωμών χρέους στον τακτικό προϋπολογισμό της ΕΕ αντιπροσωπεύει μια δομική μεταβολή στη φύση και τη λειτουργία του. Παραδοσιακά, ο προϋπολογισμός λειτουργούσε κυρίως ως σύστημα μεταβιβάσεων που χρηματοδοτούνταν από εθνικές εισφορές. Πλέον, ενσωματώνει ολοένα περισσότερο στοιχεία ενός δημοσιονομικού πλαισίου που υποστηρίζεται από

χρέος. Στο πλαίσιο αυτό, η εισαγωγή νέων ίδιων πόρων συνδέεται στενά όχι μόνο με τη χρηματοδότηση νέων πολιτικών προτεραιοτήτων, αλλά και με την ανάγκη εξυπηρέτησης των κοινών αυτών υποχρεώσεων. Ωστόσο, η εξέλιξη αυτή εγείρει ευρύτερες ανησυχίες σχετικά με την κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής της ΕΕ. Η συσσώρευση κοινού χρέους δημιουργεί μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις που εκτείνονται πολύ πέραν ενός δημοσιονομικού κύκλου και κινδυνεύει να παγιώσει ως μόνιμο στοιχείο ένα εργαλείο που αρχικά αποτέλεσε απάντηση σε μια πρωτόγνωρη κρίση.

Η εξέλιξη αυτή εγείρει επίσης βαθύτερες ανησυχίες που σχετίζονται με τη δομή των κινήτρων που δημιουργεί ο κοινός δανεισμός στο πλαίσιο μιας οικονομικής ένωσης. Σε ένα τέτοιο περιβάλλον, το κοινό χρέος εισάγει το γνωστό πρόβλημα των «κοινών πόρων», καθώς το κόστος δανεισμού κατανέμεται μεταξύ των κρατών μελών, ενώ η αξιοποίηση των πόρων πραγματοποιείται σε εθνικό επίπεδο. Αυτό αποδυναμώνει τα κίνητρα για δημοσιονομική πειθαρχία και αυξάνει τον κίνδυνο υπερβολικού δανεισμού με την πάροδο του χρόνου. Αν και το πλαίσιο της ΕΕ είχε αρχικά σχεδιαστεί ώστε να αποτρέπει τέτοια αποτελέσματα μέσω αυστηρών δημοσιονομικών κανόνων και της αρχής της μη ανάληψης κοινής ευθύνης, οι περιορισμοί αυτοί έχουν καταστεί λιγότερο αποτελεσματικοί στην πράξη, ιδίως υπό το πρίσμα των διαδοχικών κρίσεων των τελευταίων ετών.

Γενικότερα, η εμπειρία του κοινού δανεισμού κατά τη διάρκεια της πανδημίας έχει καταδείξει τον τρόπο με τον οποίο εργαλεία που εισήχθησαν ως έκτακτα μέτρα μπορούν σταδιακά να εξελιχθούν σε μόνιμα χαρακτηριστικά της δημοσιονομικής αρχιτεκτονικής της ΕΕ. Η συνεχής συζήτηση για πρόσθετο κοινό δανεισμό, καθώς και η ανάγκη δημιουργίας νέων ίδιων πόρων για την εξυπηρέτηση του υφιστάμενου χρέους, υποδεικνύουν μια πιθανή μετάβαση από ένα αποκεντρωμένο σύστημα δημοσιονομικού συντονισμού σε ένα πιο συγκε-

13 European Commission, (2025). *A Dynamic EU Budget for the Priorities of the Future: The Multiannual Financial Framework 2028–2034*.

ντρωτικό μοντέλο που βασίζεται στον δανεισμό. Η εξέλιξη αυτή έχει σημαντικές οικονομικές και θεσμικές συνέπειες, συμπεριλαμβανομένου του

κινδύνου αυξημένης δημοσιονομικής αλληλεξάρτησης και πιέσεων για περαιτέρω επέκταση του προϋπολογισμού της ΕΕ και των ιδίων πόρων.

## Ευρωπαϊκή Ένωση: Από Ενιαία Αγορά σε Ένωση Δανείων

Η έναρξη της κρίσης χρέους της Ευρωζώνης το 2008–2009 αποκάλυψε μια δομική αδυναμία στις ευρωπαϊκές οικονομίες, ιδίως σε εκείνες της Νότιας Ευρώπης: την υπερβολική εξάρτησή τους από τον δανεισμό για τη χρηματοδότηση της οικονομικής επέκτασης μέσω δημόσιων δαπανών. Το αποτέλεσμα αυτού του σχεδιασμού ήταν ότι πολυάριθμες ευρωπαϊκές οικονομίες εκτέθηκαν σε χρηματοπιστωτικές κρίσεις τις οποίες αδυνατούσαν να διαχειριστούν. Παρότι το μοντέλο χρηματοοικονομικής επέκτασης αποδείχθηκε σχεδόν καταστροφικό, η διεύρυνση του προϋπολογισμού της ΕΕ συνεχίστηκε με βάση την ίδια λογική, έστω και υπό διαφορετική θεσμική μορφή.

Η ίδρυση του NextGenerationEU (NGEU) το 2020 αντιπροσώπευσε μια δομική ρήξη στη δημοσιονομική αρχιτεκτονική της ΕΕ, καθώς για πρώτη φορά στην ιστορία της Ένωση δανείστηκε σε μεγάλη κλίμακα στις κεφαλαιαγορές, έως €750 δισ. σε τιμές 2018, για λογαριασμό της και με κοινή υποστήριξη των κρατών μελών. Παρότι η Ευρωπαϊκή Επιτροπή παρουσίασε το μέσο αυτό ως προσωρινή απάντηση στις συνθήκες της κρίσης, ο μηχανισμός εγκρίθηκε ευρέως από τις κυβερνήσεις της ΕΕ. Το οικονομικό αποτέλεσμα αυτής της πολιτικής αποδοχής είναι ότι το προτεινόμενο ΠΔΠ 2028–2034 ενοποιεί και επεκτείνει αυτή τη

λογική, ακολουθώντας το ίδιο χρηματοοικονομικό υπόδειγμα. Νέοι ίδιοι πόροι απαιτούνται για την εξυπηρέτηση αποπληρωμών του NGEU, ύψους περίπου €20 δισ. ετησίως έως τις αρχές της δεκαετίας του 2030, ενώ το προτεινόμενο Ευρωπαϊκό Ταμείο Ανταγωνιστικότητας (ETA), με συνολικό προϋπολογισμό €409 δισ., βασίζεται εν μέρει στην ίδια λογική χρηματοοικονομικής κινητοποίησης σε επίπεδο ΕΕ. Δεδομένης της πρόσφατης εμπειρίας ενός μοντέλου εκτεταμένης χρηματοοικονομικής επέκτασης και των προκλήσεων στη διαχείριση των σχετικών πόρων, το ερώτημα που τίθεται είναι κατά πόσο αυτή η πορεία είναι δημοσιονομικά βιώσιμη ή, αντιθέτως, αντανακλά τη θεσμοθέτηση του δανεισμού ως υποκατάστατου των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και της κινητοποίησης ιδιωτικών κεφαλαίων που η Ευρώπη εξακολουθεί να χρειάζεται επιτακτικά.

Η στρατηγική χρηματοδότησης των ευρωπαϊκών πολιτικών προτεραιοτήτων μέσω δανεισμού δεν είναι ούτε οικονομικά αποδοτική ούτε δημοσιονομικά βιώσιμη. Εκτοπίζει ιδιωτικές επενδύσεις που θα έπρεπε να τροφοδοτούν την ανάπτυξη της Ευρώπης, προσθέτει ένα πρόσθετο επίπεδο κρατικού κινδύνου σε μια ήδη υπερχρεωμένη ήπειρο και αποκρύπτει το πραγματικό κόστος των δαπανών της ΕΕ από τους πολίτες και τα εθνικά κοινοβούλια.

## Το μη-βιώσιμο χρέος ως δημοσιονομικό σημείο εκκίνησης

Κάθε αξιολόγηση του δανεισμού σε επίπεδο ΕΕ θα πρέπει να αναλύεται υπό το πρίσμα της δημοσιονομικής κατάστασης των κρατών μελών που, εν τέλει, αποτελούν και το εχέγγυό του. Από την εισαγωγή του ευρώ το 2000, η ΕΕ έχει βιώσει μια διαρθρωτική αύξηση των λόγων χρέους, η οποία, βάσει των τρεχουσών τάσεων, κινδυνεύει να κλιμακωθεί σε οξεία κρίση χρέους. Σχεδόν τα μισά κράτη μέλη

της ΕΕ υπερβαίνουν το ανώτατο όριο χρέους της Συνθήκης του Μάαστριχτ, που ανέρχεται στο 60% του ΑΕΠ. Το αντίστοιχο ανώτατο όριο ελλείμματος του 3% του ΑΕΠ παραβιάζεται τακτικά, ενώ οι δημοσιονομικοί κανόνες έχουν ανασταλεί επισήμως για τέσσερα από τα πέντε τελευταία έτη, συμπεριλαμβανομένου εν μέρει και του 2025.

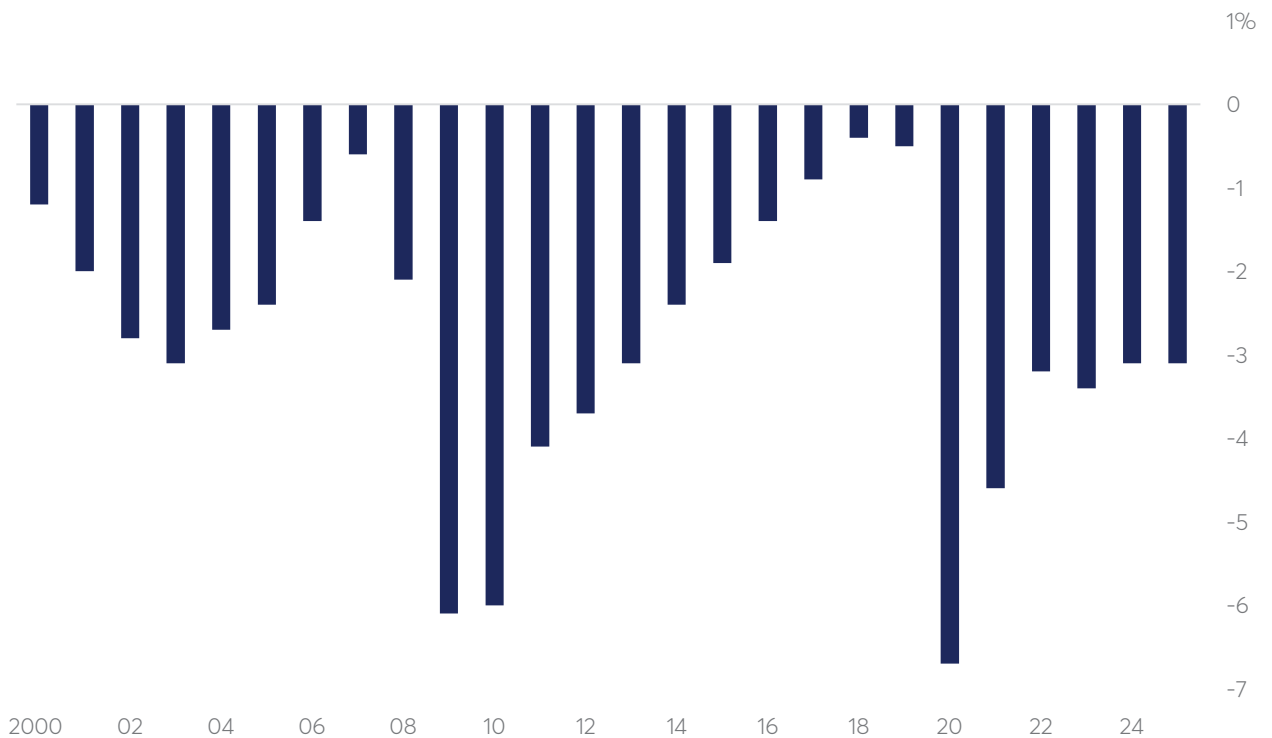
Τα στοιχεία της Eurostat δείχνουν ότι, κατά

μέσο όρο, οι λόγοι χρέους στις χώρες με υψηλό χρέος αυξήθηκαν κατά 27,7 ποσοστιαίες μονάδες μεταξύ 2000 και 2023. Αξιοσημείωτο είναι ότι τα ελλείμματα που υπερέβαιναν το όριο του 3% της Συνθήκης αντιστοιχούσαν σε 34,7 ποσοστιαίες μονάδες αυτής της αύξησης, γεγονός που σημαίνει ότι, ελλείψει υπερβολικών ελλειμμάτων, ο μέσος δείκτης χρέους αυτών των χωρών θα είχε μειωθεί κατά περίπου 7 ποσοστιαίες μονάδες για την ίδια περίοδο. Το πρόβλημα του χρέους δεν αποτελεί κυρίως συνέπεια της αργής ανάπτυξης ή δυσμενών διαταραχών, αλλά της επίμονης μη συμμόρφωσης με τους δημοσιονομικούς κανόνες που τα ίδια τα κράτη μέλη είχαν συμφωνήσει να τηρούν.

Όπως δείχνει και το Γράφημα 2, το συνολικό

έλλειμμα της ΕΕ-27 κορυφώθηκε στο 6,1% του ΑΕΠ το 2009, στον απόηχο της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, και εκ νέου στο 6,7% το 2020, μετά το ξέσπασμα της πανδημίας. Τα ενδιάμεσα έτη, που χαρακτηρίζονται από μια φαινομενική δημοσιονομική εξυγίανση και κατά τα οποία το συνολικό έλλειμμα μειώθηκε σε μόλις 0,4% του ΑΕΠ το 2018 και 0,5% το 2019, δεν αντανακλούν διαρθρωτικές προσαρμογές, αλλά μια ευνοϊκή συγκυρία ιδιαίτερα χαμηλών επιτοκίων και ισχυρής κυκλικής ανάπτυξης. Η επιστροφή υψηλότερων επιτοκίων από το 2022 και έπειτα αποκάλυψε την ευθραυστότητα αυτής της εξυγίανσης: το έλλειμμα της ΕΕ-27 ανήλθε στο 3,4% του ΑΕΠ το 2023 και στο 3,1% το 2024, παραμένοντας πάνω από το ανώτατο όριο της Συνθήκης.<sup>14</sup>

## Γράφημα 2 . Έλλειμμα της Ευρωπαϊκής Ένωσης ως Ποσοστό του ΑΕΠ (%), 2000 -2025



Πηγή: [Eurostat](#)

Αυτό το συνολικό μέγεθος αποκρύπτει μια ευρεία διασπορά μεταξύ των κρατών μελών, με το πρόβλημα να συγκεντρώνεται σε έναν μικρό αριθ-

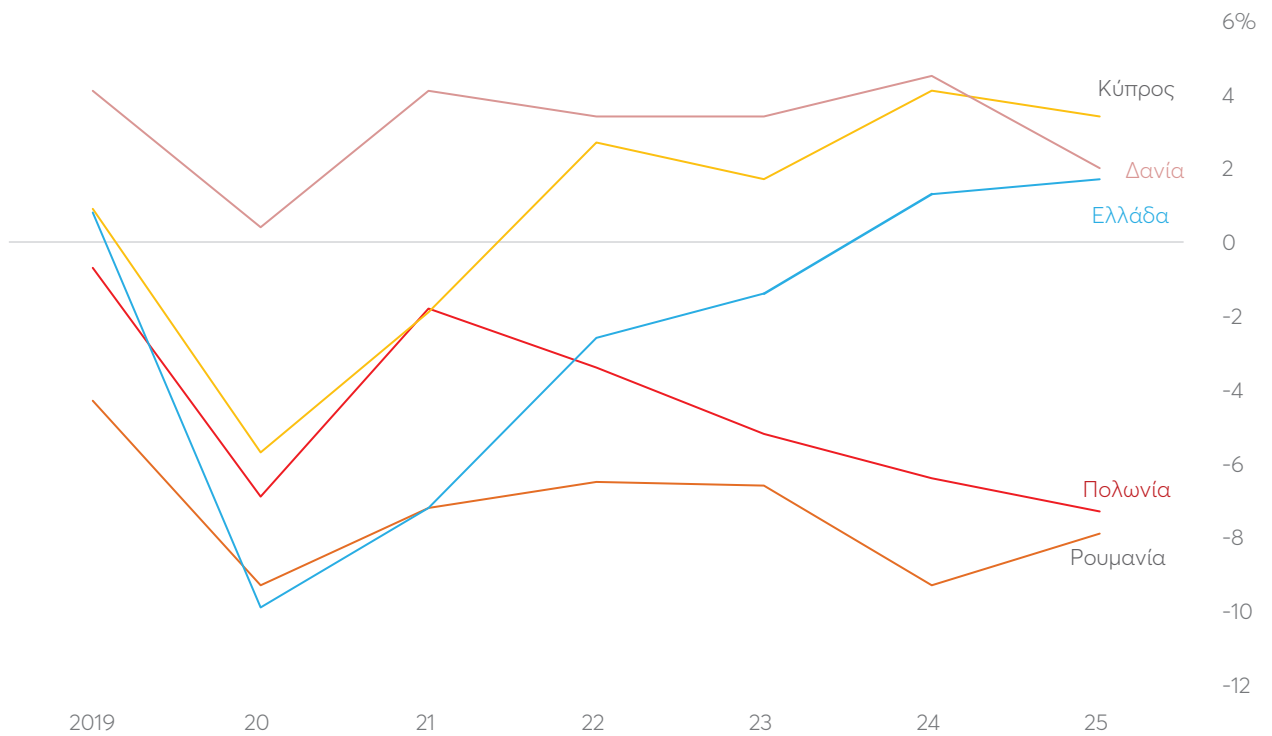
μό μεγάλων οικονομιών. Η Γαλλία κατέγραψε έλλειμμα της τάξης του 5,4% του ΑΕΠ το 2023 και 5,8% το 2024, τη χειρότερη επίδοση μεταξύ των

<sup>14</sup> Eurostat, (2024). [Government deficit/surplus, debt and associated data](#).

μεγάλων κρατών μελών, χωρίς να παρουσιάζει αξιόπιστη πορεία δημοσιονομικής εξυγίανσης καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου. Το έλλειμμα της Ρουμανίας έφτασε στο 6,7% του ΑΕΠ το 2023 και στο ανησυχητικό 9,3% το 2024, μακράν το υψηλότερο στην ΕΕ. Η Ουγγαρία κατέγραψε 6,8% το 2023 και 5,0% το 2024. Η Ιταλία, παρά το γεγονός ότι είχε μειώσει σημαντικά το έλλειμμά της από το δυσθεώρητο 9,4% που καταγράφηκε το 2020, όταν το πρόγραμμα φορολογικής πίστωσης *super bonus* είχε διογκώσει τις δημόσιες δαπάνες, παρέμεινε στο 3,4% το 2024. Το έλλειμμα της Πολωνίας επιδεινώθηκε απότομα στο 6,5% το 2024, ενώ της Σλοβακίας διαμορφώθηκε στο 5,5%.<sup>15</sup>

Στο άλλο άκρο της κατανομής, μια μικρή ομάδα κρατών μελών δείχνει ότι η δημοσιονομική πειθαρχία είναι εφικτή εντός του θεσμικού πλαισίου της ΕΕ. Η Δανία κατέγραψε πλεόνασμα 4,5% του ΑΕΠ το 2024, η Ιρλανδία 4,0% και η Κύπρος 4,1%. Η Πορτογαλία, η οποία χρειάστηκε διάσωση το 2011 και είχε ελλείμματα άνω του 11% του ΑΕΠ το προηγούμενο έτος, πέτυχε πλεόνασμα 0,5% το 2024, μια δημοσιονομική εξυγίανση που συγκαταλέγεται μεταξύ των σημαντικότερων της περιόδου. Ομοίως, η Ελλάδα κινήθηκε από έλλειμμα 15,4% του ΑΕΠ το 2009 σε πλεόνασμα 1,2% το 2024. Το Γράφημα 3 δείχνει την Ελλάδα και τις δύο χώρες με τα υψηλότερα ελλείμματα/πλεονάσματα για το 2025.

**Γράφημα 3. Έλλειμμα/Πλεόνασμα Επιλεγμένων Κρατών Μελών της ΕΕ ως Ποσοστό του ΑΕΠ (%), 2019-2025**



Πηγή: [Eurostat](#)

Επομένως, η συνολική εικόνα αποτυπώνει μια μέτρια βελτίωση που αποκρύπτει επίμονες και, σε ορισμένες περιπτώσεις, επιδεινούμενες δημοσιονομικές καταστάσεις σε διάφορα μεγάλα κρά-

τη μέλη. Η ΕΕ-27 δεν έχει επιστρέψει στους προ κρίσης κανόνες για το έλλειμμα που προβλέπει η Συνθήκη, ενώ τα διαρθρωτικά πρωτογενή ισοζύγια της Γαλλίας, της Ρουμανίας, της Ουγγαρίας, της

<sup>15</sup> Eurostat, (2024). Ο. π.

Ιταλίας και της Πολωνίας παραμένουν ασύμβατα με τη σταθεροποίηση του χρέους στους τρέχοντες λόγους χρέους/ΑΕΠ και υπό ρεαλιστικές παραδοχές επιτοκίων. Στο πλαίσιο αυτό, η πρόταση για πρόσθετο δανεισμό σε επίπεδο ΕΕ, στη βάση εθνικών δημοσιονομικών θέσεων που ήδη εμφανίζουν περιορισμένη βιωσιμότητα, δεν συνιστά λύση στο επενδυτικό έλλειμμα της Ευρώπης, αλλά ενισχύει τον συνολικό δημοσιονομικό κίνδυνο.

Το ευρύτερο δίδαγμα που προκύπτει είναι ότι η δημοσιονομική προσαρμογή στην ΕΕ επετεύχθη μόνο στις περιπτώσεις εκείνες όπου η εξωτερική εποπτεία την κατέστησε αναπόφευκτη. Το αναθεωρημένο ΠΔΠ, το οποίο ενσωματώνει ως δομικά στοιχεία παρατεταμένες περιόδους προσαρμογής, μειωμένα πρόστιμα και διαφοροποιημένες διαρθρώσεις δαπανών ανά χώρα, δεν παρείχε το πλαίσιο που παρήγαγε αποτελέσματα στην Ελλάδα, την Πορτογαλία και την Κύπρο. Επομένως, η περαιτέρω επέκταση του δανεισμού σε ευρωπαϊκό επίπεδο, υπό αυτά τα χαρακτηριστικά, προϋποθέτει έναν βαθμό συνετής δημοσιονομικής διαχείρισης που δεν αποτελεί τον κανόνα αλλά την εξαίρεση.

Η ΕΕ αναθεώρησε πρόσφατα τους δημοσιονομικούς της κανόνες υπό το νέο Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Όμως, όπως έχει επισημάνει ο Brøns-Petersen,<sup>16</sup> οι νέοι αυτοί κανόνες συνιστούν μια αποδυναμωμένη εκδοχή του προηγούμενου, ήδη αναποτελεσματικού, πλαισίου. Τα πρόστιμα για μη συμμόρφωση έχουν μειωθεί, οι περίοδοι προσαρμογής έχουν παραταθεί έως και επτά έτη, ενώ η παρακολούθηση των δημοσιονομικών μεγεθών έχει μετατοπιστεί από την εξισορρόπηση του προϋπολογισμού σε ένα πιο ευέλικτο μέτρο εθνι-

κά χρηματοδοτούμενων πρωτογενών δαπανών. Η προηγούμενη απαίτηση ετήσιας μείωσης κατά ένα εικοστό του χρέους που υπερβαίνει το 60% του ΑΕΠ έχει αντικατασταθεί από επιμέρους διαδρομές προσαρμογής ανά χώρα, οι οποίες λαμβάνουν ρητά υπόψη τις «επενδυτικές ανάγκες», μια διατύπωση που στην πράξη παρέχει σημαντικό περιθώριο συνέχισης της μη συμμόρφωσης. Η οικονομική θεωρία, όπως επισημαίνει ο Brøns-Petersen, δεν μπορεί να δικαιολογήσει τη διατήρηση του δημόσιου χρέους στα σημερινά επίπεδα. Σχεδόν όλες οι χώρες εμφανίζουν τεχνικά μη βιώσιμα δημόσια οικονομικά, με σημαντικά διαγενεακά βάρη να μετακυλίνουν στο μέλλον.

Αυτό δεν αποτελεί αποκλειστικά απότοκο της μεταπανδημικής περιόδου. Συστηματικά πρωτογενή ελλείμματα επιμένουν σε χώρες όπως η Αυστρία, το Βέλγιο, η Γαλλία, η Γερμανία, η Πορτογαλία και η Ισπανία, όπου, όπως σημειώνει το Institut économique Molinari, οι δημόσιες συνταξιοδοτικές δεσμεύσεις που καταβάλλονται βάσει του διανεμητικού συστήματος δημιουργούν επαναλαμβανόμενες δημοσιονομικές πιέσεις ύψους 1% έως 2% του ΑΕΠ ετησίως. Η ίδια η Έκθεση για τη Δημογραφική Γήρανση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής προβλέπει ότι οι δαπάνες για συντάξεις και υγειονομική περίθαλψη θα αυξηθούν κατά 1,9 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ στο σύνολο της ΕΕ μεταξύ 2022 και 2070. Επομένως, η άποψη ότι τα κράτη μέλη μπορούν να παράσχουν ένα αξιόπιστο κοινό εχέγγυο για ένα ταχέως αυξανόμενο χρέος σε επίπεδο ΕΕ χρήζει ουσιαστικότερης κριτικής από εκείνη που έχει δεχθεί έως σήμερα στη συζήτηση για το ΠΔΠ.

## Το προηγούμενο που προκύπτει από το NGEU και η δημοσιονομική του λογική

Οι υποστηρικτές του δανεισμού σε επίπεδο ΕΕ ισχυρίζονται ότι η κοινή έκδοση χρέους δημιουργεί ένα «ευρωπαϊκό ασφαλές περιουσιακό στοιχείο», μειώνει το κόστος δανεισμού για τα περιφερειακά

κράτη μέλη και επιτρέπει αντικυκλικές δαπάνες σε ευρεία κλίμακα. Τα επιχειρήματα αυτά είναι ελκυστικά, ωστόσο καθίστανται προβληματικά υπό ενδελεχή εξέταση.

16 Brøns-Petersen O., (2025). *EU Fiscal Rules and the Structural Debt Crisis*.

Πρώτον, το επιχείρημα για το κόστος δανεισμού συγχέει το επιτόκιο με το οποίο η ΕΕ εκδίδει ομόλογα, το οποίο επωφελείται από τη συνολική πιστοληπτική αξιοπιστία των κρατών μελών, συμπεριλαμβανομένων των δημοσιονομικά ισχυρότερων, με το πραγματικό δημοσιονομικό βάρος, το οποίο τελικά επιβαρύνει τα ίδια κράτη μέλη μέσω των υποχρεώσεων εισφορών τους. Εδώ δεν υπάρχει κάποιο «δωρεάν γεύμα»: η εξοικονόμηση τόκων σε επίπεδο ΕΕ αντισταθμίζεται από τις ενδεχόμενες υποχρεώσεις που αναλαμβάνουν τα κράτη μέλη, οι οποίες άλλωστε αντανακλώνται ήδη στα spread των κρατικών ομολόγων.

Δεύτερον, το επιχείρημα περί «ευρωπαϊκού ασφαλούς περιουσιακού στοιχείου» αγνοεί τον δημοσιονομικό κίνδυνο που απορρέει από την κοινή ανάληψη του χρέους εν απουσία αντίστοιχων κοινών κανόνων δημοσιονομικής πειθαρχίας από τα κράτη μέλη. Όπως έχει επισημάνει ο Draghi σε άλλο πλαίσιο, η ΕΕ υποφέρει από τον επίμονο κατακερματισμό των κεφαλαιαγορών και των επενδυτικών προτύπων.<sup>17</sup> Η θέσπιση ενός κοινού μηχανισμού δανεισμού χωρίς κοινούς δημοσιονο-

μικούς κανόνες ή αξιόπιστους μηχανισμούς επιβολής τους δεν αντιμετωπίζει αυτά τα διαρθρωτικά προβλήματα, αλλά απλώς τα συγκαλύπτει.

Τρίτον, σε θεμελιώδες επίπεδο η δημοσιονομική αιτιολόγηση για τον δανεισμό της ΕΕ προϋποθέτει έλλειψη κεφαλαίων για ευρωπαϊκές επενδύσεις. Η υπόθεση αυτή είναι εμπειρικά αμφισβητήσιμη, όπως έχει επισημάνει η Πρόεδρος της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας Christine Lagarde. Εάν οι Ευρωπαίοι επένδυαν στις κεφαλαιαγορές με τον ίδιο ρυθμό με τους Αμερικανούς, €8 τρισ. θα μπορούσαν να καταστούν διαθέσιμα για παραγωγικές επενδύσεις, μέγεθος περίπου δέκα φορές μεγαλύτερο από εκείνο που εκτιμά ο Draghi ότι απαιτείται ετησίως από τον δημόσιο τομέα. Τα κεφάλαια δεν λείπουν, παραμένουν «παγιδευμένα» σε αναποτελεσματικά αναδιανεμητικά συνταξιοδοτικά συστήματα και σε κατακερματισμένες εθνικές δομές αποταμίευσης, οι οποίες εκτρέπουν τον ιδιωτικό πλούτο από τις αγορές μετοχών προς τραπεζικές καταθέσεις και κρατικά ομόλογα χαμηλής απόδοσης.<sup>18</sup>

## Ο δημόσιος δανεισμός εκτοπίζει τις ιδιωτικές επενδύσεις

Το οικονομικό επιχείρημα κατά της επέκτασης του δανεισμού της ΕΕ εδράζεται στο ότι, όταν οι κυβερνήσεις δανείζονται υπερβολικά, ανταγωνίζονται τους ιδιώτες δανειολήπτες για τη διαθέσιμη δεξαμενή αποταμιεύσεων, ανυψώνοντας τα πραγματικά επιτόκια και συρρικνώνοντας τις ιδιωτικές επενδύσεις που διαφορετικά θα είχαν πραγματοποιηθεί. Το κλασικό αυτό φαινόμενο εκτόπισης (crowding-out) είναι ιδιαίτερα επιζήμιο στο ευρωπαϊκό πλαίσιο, όπου η βασική διάγνωση του προβλήματος ανταγωνιστικότητας αφορά ακριβώς το έλλειμμα μακροπρόθεσμων ιδιωτικών επενδύσεων.

Η προσέγγιση της ΕΕ στην ανταγωνιστικότητα, όπως διαφαίνεται από το ETA, το NGEU και το

προτεινόμενο ΠΔΠ, εδράζεται στην υπόθεση ότι οι δημόσιες επενδύσεις σε ευρωπαϊκό επίπεδο έχουν να διαδραματίσουν έναν κρίσιμο ρόλο ως καταλύτης των ιδιωτικών επενδύσεων.<sup>19</sup> Ωστόσο, η λογική αυτή αντιστρέφει τη σχέση μεταξύ δημόσιας και ιδιωτικής χρηματοδότησης. Ιστορικά, στις οικονομίες που παρήγαγαν τη μεγαλύτερη καινοτομία και ανάπτυξη, το ιδιωτικό κεφάλαιο κάλυψε περίπου τα τέσσερα πέμπτα των παραγωγικών επενδύσεων, με τη δημόσια χρηματοδότηση να διαδραματίζει συμπληρωματικό ρόλο αποκλειστικά σε τομείς με πραγματική αποτυχία αγοράς, κυρίως στη βασική έρευνα και στις τεχνολογίες εθνικής ασφάλειας.<sup>20</sup> Το μοντέλο της Υπηρεσίας Προηγμένων Ερευνητικών Έργων Άμυνας του Υπουργείου Άμυ-

17 European Commission, (2024). [The Future of European Competitiveness: Part A – A Competitiveness Strategy for Europe](#).

18 European Commission, (2024). Ο. π.

19 European Commission, (2025). Ο. π.

20 Reimers C. V., (2025). [Draghi's Dilemma: Competitiveness, Great Power Competition and Europe's Next Move](#).

νας των ΗΠΑ, το οποίο ο Draghi ορθώς αναδεικνύει ως σημείο αναφοράς, δεν συνιστά πρότυπο κυβερνητικού δανεισμού για τη χρηματοδότηση ευρέων βιομηχανικών επιδοτήσεων. Αντιθέτως, αποτελεί πρότυπο συγκεντρωτικής, ανταγωνιστικά διαχειριζόμενης δημόσιας χρηματοδότησης για έρευνα πρώιμου σταδίου συνδεδεμένη με την εθνική ασφάλεια, όπου το ιδιωτικό κεφάλαιο αναλαμβάνει τον πρωτεύοντα ρόλο καθώς οι τεχνολογίες ωριμάζουν.

Το προτεινόμενο ETA της Επιτροπής, αντίθετα, διοχετεύει εκατοντάδες δισεκατομμύρια ευρώ μέσω επιχορηγήσεων, δανείων, συμμετοχών στο μετοχικό κεφάλαιο, εγγυήσεων και μεικτών χρηματοδοτικών εργαλείων σε ένα ευρύ φάσμα πολι-

τικών στόχων, πολλοί εκ των οποίων παραμένουν εμπορικά βιώσιμοι χωρίς επιδοτήσεις.<sup>21</sup> Δεν λειτουργεί ως συμπλήρωμα των ιδιωτικών κεφαλαιαγορών, αλλά ως υποκατάστατό τους, και μάλιστα με υψηλό δημοσιονομικό κόστος. Όπως επισημαίνει ο Reimers,<sup>22</sup> οι καινοτόμες εταιρείες της ΕΕ δεν υστερούν σε κεφάλαια λόγω ανεπαρκών δημόσιων πόρων. Η χρηματοδοτική στενότητα συνδέεται, αντιθέτως, με τη συνταξιοδοτική αρχιτεκτονική της ΕΕ, η οποία δεσμεύει τεράστιες δεξαμενές οικιακών αποταμιεύσεων σε αναδιανεμητικά συστήματα που δεν παράγουν επενδύσιμα περιουσιακά στοιχεία, ενώ οι ρυθμιστικοί περιορισμοί και ο κατακερματισμός της αγοράς αποθαρρύνουν περαιτέρω τη συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο.

## Η έλλειψη συνταξιοδοτικών αποταμιεύσεων αποτελεί τη βαθύτερη αιτία, όχι η έλλειψη δημόσιου δανεισμού

Το σημείο αυτό χρήζει ιδιαίτερης έμφασης, καθώς αναπλαισιώνει την πολιτική συζήτηση. Στα τέλη του 2023, η ΕΕ υστερούσε κατά περίπου €19,7 τρισ. έναντι των ΗΠΑ ως προς τις συνταξιοδοτικές αποταμιεύσεις. Στην Ευρώπη, τα συνταξιοδοτικά περιουσιακά στοιχεία αντιστοιχούσαν στο 28% του ΑΕΠ, έναντι περίπου 143% στις ΗΠΑ, υστέρηση ισοδύναμη με σχεδόν 115% του ευρωπαϊκού ΑΕΠ.<sup>23</sup> Ταυτόχρονα, η ανάλυση των Marques και Philippe καταδεικνύει υστέρηση κεφαλαιοποίησης αγοράς ύψους €19,3 τρισ. μεταξύ ΕΕ και ΗΠΑ, με την κεφαλαιοποίηση των ευρωπαϊκών εταιρειών να αντιστοιχεί στο 65% του ΑΕΠ έναντι 177% στις ΗΠΑ, χάσμα ισοδύναμο με 112% του ευρωπαϊκού ΑΕΠ.<sup>24</sup>

Αυτά τα στοιχεία δεν είναι τυχαία. Υπάρχει σαφής, τεκμηριωμένη στατιστική σχέση μεταξύ του μεγέθους των συνταξιοδοτικών περιουσιακών στοιχείων και του βάθους της αγοράς μετοχών, καθώς και μεταξύ των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων και του επιπέδου επενδύσεων κεφαλαίου επι-

χειρηματικού κινδύνου (VC).<sup>25</sup> Χώρες με κεφαλαιοποιητικά συνταξιοδοτικά συστήματα, όπως η Δανία, η Σουηδία και η Ολλανδία εντός της ΕΕ, καθώς και οι ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο σε διεθνές επίπεδο, εμφανίζουν συστηματικά πιο ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές, υψηλότερη δραστηριότητα κεφαλαίου επιχειρηματικού κινδύνου και μεγαλύτερη δημιουργία καινοτόμων επιχειρήσεων. Όπως επισημαίνουν οι Kukies και Noyer, «τα συνταξιοδοτικά περιουσιακά στοιχεία είναι, θεωρητικά, η καταλληλότερη πηγή για τη χρηματοδότηση της καινοτομίας, ιδίως μέσω VC, λόγω του μακροπρόθεσμου επενδυτικού τους ορίζοντα και της προβλεψιμότητας της δομής των υποχρεώσεών τους, που ταιριάζει με τη δύσκολα ρευστοποιήσιμη και μακροπρόθεσμη φύση της χρηματοδότησης νεοφυών επιχειρήσεων».<sup>26</sup>

Εαν η ΕΕ επιθυμεί να γεφυρώσει το επενδυτικό χάσμα που διαγιγνώσκει ο Draghi, εκτιμώμενο περί τα €750–800 δισ. ετησίως, το αποτελεσμα-

21 European Commission, (2025). Ο. π.

22 Reimers C. V., (2025). Ο. π.

23 Marques N., Philippe M., (2025). *EU Staff Pensions and Fiscal Risk* ; Marques N., Philippe M., (2026). *Pension Capitalisation and European Capital Markets*.

24 Marques N., Philippe M., (2025). Ο. π.

25 Kukies J., Noyer C., (2026). [Report on European capital markets and pension finance](#).

26 Kukies J., Noyer C., (2026). Ο. π.

τικότερο μέσο δεν είναι ο δανεισμός σε επίπεδο ΕΕ, αλλά η διαρθρωτική μεταρρύθμιση των συνταξιοδοτικών συστημάτων των κρατών μελών με στόχο τη γενίκευση της κεφαλαιοποίησης και τη μείωση της εξάρτησης από τα αναδιανεμητικά συστήματα. Σύμφωνα με το Institut économique Molinari, αυτό θα δημιουργούσε πλούτο τόσο στα δημόσια οικονομικά όσο και στις ευρωπαϊκές

εταιρείες, χωρίς να επιβαρύνει το δημόσιο χρέος.<sup>27</sup> Η ανάλυση του Reimers<sup>28</sup> καταλήγει στο ίδιο συμπέρασμα: εάν οι Ευρωπαίοι αποταμίευαν στις αγορές μετοχών στον ίδιο βαθμό με τους Αμερικανούς, η προκύπτουσα κινητοποίηση κεφαλαίων της τάξης των €8 τρισ. θα ξεπερνούσε κατά πολύ οτιδήποτε μπορεί να επιτευχθεί μέσω δανεισμού της ΕΕ.

## Οι μη χρηματοδοτούμενες συνταξιοδοτικές υποχρεώσεις της ΕΕ επιτείνουν το πρόβλημα

Το δημοσιονομικό επιχείρημα κατά της επέκτασης του κοινού δανεισμού σε επίπεδο ΕΕ ενισχύεται από μια παράμετρο που συχνά παραβλέπεται στη συζήτηση για το ΠΔΠ: τη συσσώρευση μη χρηματοδοτούμενων συνταξιοδοτικών υποχρεώσεων από τους ίδιους τους θεσμούς της ΕΕ. Όπως καταγράφει το Institut économique Molinari, οι θεσμοί της ΕΕ λειτουργούν στη βάση ενός αναδιανεμητικού συνταξιοδοτικού συστήματος, το οποίο δεν συσσωρεύει κεφάλαιο για την κάλυψη των μελλοντικών συνταξιοδοτικών υποχρεώσεων του προσωπικού τους. Στα τέλη του 2024, οι συνταξιοδοτικές δεσμεύσεις προς το προσωπικό της ΕΕ ανέρχονταν σε €93 δισ., ποσό που αντιστοιχεί περίπου στο 11% του συνόλου των υποχρεώσεων της ΕΕ και στο 16% των δανειακών πόρων του NGEU (€594 δισ.). Παράλληλα, οι ετήσιες συνταξιοδοτικές πληρωμές προς το πρώην προσωπικό της ΕΕ αυξήθηκαν από €580 εκατ. το 2000 σε €2,5 δισ. το 2024, δηλαδή κατά περίπου 143% σε σταθερές τιμές.<sup>29</sup>

Η ρύθμιση αυτή παρουσιάζεται ως δημοσιονομικά υπεύθυνα, ωστόσο στην πράξη δεν είναι, καθώς το κόστος των υφιστάμενων συνταξιοδοτικών δεσμεύσεων μετατίθεται στους μελλοντικούς φορολογούμενους, κατά τη λογική των αναδιανεμητικών συνταξιοδοτικών συστημάτων των κρατών μελών. Μια συνεπέστερη αντιμετώπιση του

ζητήματος, όπως υποστηρίζεται από τον ΟΗΕ, την ΕΚΤ και εθνικές κεντρικές τράπεζες που εφαρμόζουν κεφαλαιοποιητικά συνταξιοδοτικά σχήματα, θα ήταν η σταδιακή κεφαλαιοποίηση των εν λόγω δεσμεύσεων. Αυτό θα μπορούσε να επιτευχθεί είτε μέσω ενός μεταβατικού προγράμματος είτε, όπου κρίνεται αναγκαίο, μέσω στοχευμένου δανεισμού, με την προϋπόθεση ότι οι αποδόσεις του θα υπερβαίνουν με την πάροδο του χρόνου το κόστος εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους.<sup>30</sup> Σύμφωνα με τους υπολογισμούς του Institut économique Molinari, ένα πρόγραμμα εξοικονόμησης της τάξης του 5% στις δαπάνες της δημόσιας διοίκησης της ΕΕ για την περίοδο 2028–2034 θα επαρκούσε για την πλήρη κάλυψη των εκκρεμών συνταξιοδοτικών υποχρεώσεων, οδηγώντας στη συνέχεια σε ετήσια καθαρή εξοικονόμηση περίπου €3 δισ.

Η ειρωνεία είναι ότι η ΕΕ προτείνει ταυτόχρονα δανεισμό εκατοντάδων δισεκατομμυρίων ευρώ για τη χρηματοδότηση βιομηχανικών επιδοτήσεων. Την ίδια στιγμή, παραμένει απρόθυμη να προχωρήσει στην κεφαλαιοποίηση των ίδιων των συνταξιοδοτικών υποχρεώσεων, οι οποίες αντιστοιχούν σε ένα σαφώς μικρότερο ποσό. Παρόλα αυτά, η σχετική επιλογή είναι τεκμηριωμένα ορθολογική τόσο από δημοσιονομική σκοπιά όσο και από τη σκοπιά της διαγενεακής δικαιοσύνης.

27 Marques N., Philippe M., (2025). Ο. π.

28 Reimers C. V., (2025). Ο. π.

29 European Commission, (2025). [Consolidated Annual Accounts of the European Union: Financial Year 2024](#). In: Marques N., Philippe M., (2025). *EU Staff Pensions and Fiscal Risk*.

30 Marques N., Philippe M., (2025). Ο. π.

## Το κρυφό χρέος και τα όρια της λογιστικής του Μάαστριχτ

Τα δημοσιονομικά προβλήματα που εντοπίστηκαν ανωτέρω αποτελούν, στην πραγματικότητα, μόνο μέρος της συνολικής εικόνας. Παράλληλα με το χρέος της γενικής κυβέρνησης, όπως καταγράφεται στο κριτήριο του Μάαστριχτ, τα κράτη μέλη φέρουν ένα δεύτερο, εν πολλοίς λιγότερο ορατό επίπεδο δημοσιονομικής έκθεσης: τις κρυφές υποχρεώσεις που απορρέουν από τις μη χρηματοδοτούμενες συνταξιοδοτικές δεσμεύσεις. Το κριτήριο χρέους του Μάαστριχτ, το οποίο εκφράζεται ως ακαθάριστο χρέος προς ΑΕΠ, δεν περιλαμβάνει αυτές τις υποχρεώσεις. Συγκεκριμένα, δεν αποτυπώνει τις συνταξιοδοτικές δεσμεύσεις των κυβερνήσεων έναντι των δημοσίων υπαλλήλων τους. Αν και σε διεθνές επίπεδο είναι σύνηθες να εξαιρούνται τα συνταξιοδοτικά δικαιώματα των ιδιωτών πολιτών, με το επιχείρημα ότι μπορούν να αναθεωρηθούν, οι συνταξιοδοτικές υποσχέσεις προς τους δημόσιους υπαλλήλους αντιμετωπίζονται, βάσει των διεθνών λογιστικών προτύπων (ΔΛΠ 19), ως δεσμεύσεις δυσχερώς ανακλητές και συνεπώς αναγνωρίζονται ως υποχρεώσεις. Η ΕΕ έχει αποκλίσει από αυτή την προσέγγιση κατά τη διαμόρφωση του ευρωπαϊκού λογιστικού συστήματος, επιλέγοντας να μην ταξινομεί τις εν λόγω συνταξιοδοτικές υποχρεώσεις ως χρέος.<sup>31</sup> Ως αποτέλεσμα, τα δημοσιονομικά της στοιχεία υποεκτιμούν συστηματικά το πραγματικό βάρος των υποχρεώσεων αυτών και δεν είναι άμεσα συγκρίσιμα με αντίστοιχα δεδομένα άλλων χωρών, όπως οι ΗΠΑ, ο Καναδάς ή η Αυστραλία.<sup>32</sup>

Η κλίμακα της πραγματικής δημοσιονομικής έκθεσης της ΕΕ γίνεται πιο σαφής όταν οι κρυφές αυτές υποχρεώσεις ενσωματωθούν στο ευρύτερο λογιστικό πλαίσιο. Το Γράφημα 4 παρουσιάζει τις μη χρηματοδοτούμενες συνταξιοδοτικές υποχρεώσεις ως ποσοστό του ΑΕΠ για το 2021, συνδυάζοντας τις αναδιανεμητικές υποχρεώσεις με τα συνταξιοδοτικά σχέδια των δημοσίων υπαλλήλων.

Τα μεγέθη είναι ιδιαίτερα υψηλά: το συνολικό κρυφό συνταξιοδοτικό χρέος ανέρχεται στο 496% του ΑΕΠ για την Ισπανία, στο 450% για την Αυστρία, στο 429% για την Ιταλία και στο 403% για την Ελλάδα, ενώ η Γαλλία, η Σλοβενία και η Πορτογαλία υπερβαίνουν το 370%. Ακόμη και η Γερμανία καταγράφει αντίστοιχες υποχρεώσεις της τάξης του 320% του ΑΕΠ, παρά το ότι συχνά προβάλλεται ως υπόδειγμα δημοσιονομικής σύνεσης. Αντίθετα, χώρες με ανεπτυγμένα κεφαλαιοποιητικά συνταξιοδοτικά συστήματα εμφανίζουν σημαντικά χαμηλότερα ποσοστά, όπως οι ΗΠΑ στο 211%, η Σουηδία στο 191%, η Ιρλανδία στο 149% και η Δανία στο 24%, η οποία διαθέτει μία από τις πιο ώριμες κεφαλαιοποιητικές συνταξιοδοτικές αρχιτεκτονικές διεθνώς.

Η αντίθεση είναι θεσμικής φύσεως: οι χώρες που έχουν επενδύσει σε κεφαλαιοποιητικά συνταξιοδοτικά συστήματα εμφανίζουν διαρθρωτικά χαμηλότερες κρυφές υποχρεώσεις, πιο ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές και μεγαλύτερη δημοσιονομική ανθεκτικότητα. Στον αντίποδα, οι χώρες που βασίστηκαν στο αναδιανεμητικό μοντέλο έχουν συσσωρεύσει υποχρεώσεις που δεν αποτυπώνονται στο πλαίσιο του Μάαστριχτ και υπερβαίνουν σημαντικά το εμφανές τους χρέος. Κανένα από αυτά τα στοιχεία δεν καταγράφεται από το κριτήριο του ακαθάριστου χρέους. Η επιλογή της Ένωσης να αποκλίσει από τα διεθνή λογιστικά πρότυπα (ΔΛΠ 19), μη αναγνωρίζοντας τις συνταξιοδοτικές δεσμεύσεις προς τους δημόσιους υπαλλήλους ως υποχρεώσεις, σημαίνει ότι οι δείκτες χρέους χωρών όπως η Γαλλία, η Ιταλία, η Ισπανία και η Αυστρία δεν είναι άμεσα συγκρίσιμοι με εκείνους των ΗΠΑ, του Καναδά ή της Αυστραλίας, όπου οι αντίστοιχες δεσμεύσεις αποτυπώνονται λογιστικά.<sup>33</sup> Υπό αυτή την έννοια, το πλαίσιο του Μάαστριχτ δεν απέτυχε μόνο να αναδείξει το πρόβλημα, αλλά συνέβαλε και στη

31 Lequiller F., (2005). *The treatment of pension schemes in national accounts*.

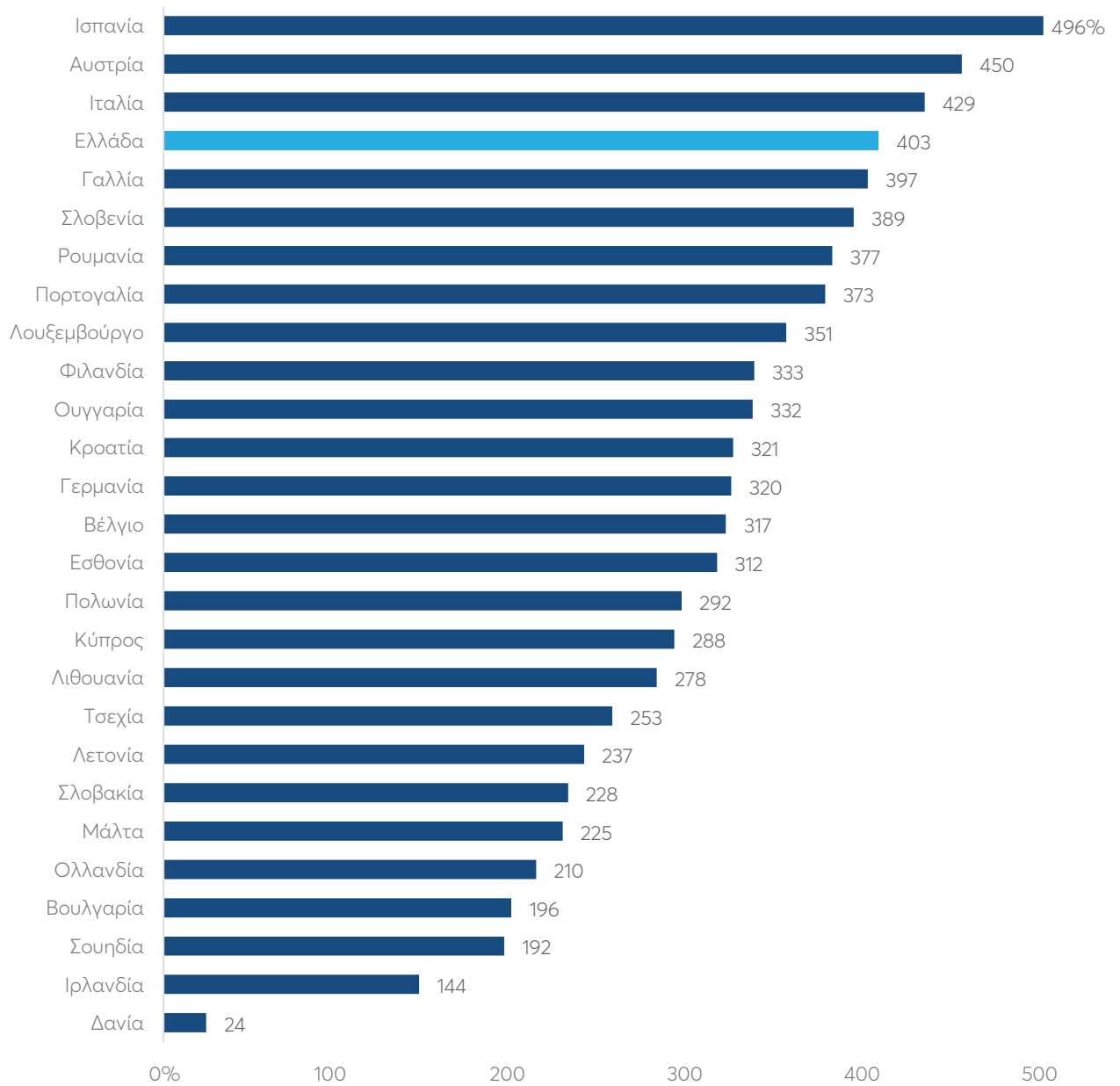
32 Saravakos C., Gross F., Bogdanov L., Marques N., Ganey P., Āurana R., (2025). [EU WIN: Reviving Europe's competitive edge](#).

33 Lequiller F., (2005). Ο. π.

δημιουργία ενός δημοσιονομικού εφησυχασμού, καθώς κατέστησε τις συγκεκριμένες υποχρεώσεις

λιγότερο ορατές και ευνόησε τη συσσώρευσή τους.<sup>34</sup>

## Γράφημα 4. Το Κρυφό Χρέος ως Ποσοστό του ΑΕΠ (%), 2021



Πηγή: [Alternative Multiannual Financial Framework, Epicenter](#)

<sup>34</sup> Saranakos et. al., (2025). Ο. π.

Οι συνέπειες είναι άμεσες. Όταν τα κράτη μέλη αντιμετωπίζονται ως εξίσου αξιόπιστα εχέγγυα για τον δανεισμό σε επίπεδο ΕΕ, η δημοσιονομική αξιολόγηση θα έπρεπε να λαμβάνει υπόψη όχι μόνο τους δείκτες ακαθάριστου χρέους, αλλά και τις συνολικές συνταξιοδοτικές υποχρεώσεις, οι οποίες υπερβαίνουν σημαντικά τα στοιχεία που αποτυπώνονται στο πλαίσιο του Μάαστριχτ. Ενδεικτικά, η Γαλλία, με ρητό χρέος της τάξης του 109,9% του ΑΕΠ και επιπλέον κρυφές συνταξιοδοτικές υποχρεώσεις που υπερβαίνουν το 300%, δεν μπορεί να θεωρηθεί δημοσιονομικά εξίσου αξιόπιστο εχέγγυα με μια χώρα αντίστοιχου ονομαστικού χρέους που διαθέτει πλήρως κεφαλαιοποιητικό συνταξιοδοτικό σύστημα. Παρ' όλα αυτά, το πλαίσιο δανεισμού της ΕΕ τις αντιμετωπίζει με τον ίδιο τρόπο. Αυτό συνιστά ένα «τυφλό σημείο» που ενισχύει τον εφησυχασμό, κάτι που αντανακλάται και στη συνολική στάση της ΕΕ απέναντι στη δημογραφική γήρανση. Η Ένωση αναγνωρίζει εδώ και καιρό την πρόκληση της ανεπαρκούς ανάπτυξης συνταξιοδοτικών αποταμιεύσεων και έχει διατυπώσει γενικές συστάσεις υπέρ της ενίσχυσης των κεφαλαιοποιητικών πυλώνων, χωρίς όμως να έχει επιδείξει την αντίστοιχη προνοητικότητα ως προς την κλίμακα της προσαρμογής που απαιτείται σε μια γηράσκουσα κοινωνία.<sup>35</sup>

Η αντιμετώπιση του προβλήματος αυτού απαιτεί, ως πρώτο βήμα, την εναρμόνιση των ευρωπαϊκών

δημόσιων λογιστικών προτύπων με τα διεθνή, μέσω της αναγνώρισης των συνταξιοδοτικών δεσμεύσεων προς τους δημόσιους υπαλλήλους ως υποχρεώσεων. Πέρα από τη λογιστική μεταρρύθμιση, η απαιτούμενη διαρθρωτική λύση έχει ήδη τεθεί στη συζήτηση και αφορά τη γενίκευση της κεφαλαιοποίησης των συνταξιοδοτικών ταμείων στα κράτη μέλη, με παράλληλη μείωση της εξάρτησης από τα αναδιανεμητικά συστήματα και κινητοποίηση μακροπρόθεσμου ιδιωτικού κεφαλαίου για παραγωγικές επενδύσεις. Όπως υπολογίζει το Institut économique Molinari, χώρες με πρωτογενή πλεονάσματα θα μπορούσαν να κατευθύνουν μέρος τους στην άμεση χρηματοδότηση της κεφαλαιοποίησης των συντάξεων. Αντίστοιχα, χώρες με πρωτογενή ελλείμματα θα μπορούσαν να εξετάσουν στοχευμένο μακροπρόθεσμο δανεισμό, κατά το πρότυπο της κυβέρνησης του Κεμπέκ μεταξύ 1993 και 2000, με στόχο την αυτοχρηματοδότηση των συνταξιοδοτικών υποχρεώσεων των δημοσίων υπαλλήλων και την επίτευξη αποδόσεων που υπερβαίνουν το κόστος εξυπηρέτησης του δημοσίου χρέους, δημιουργώντας έτσι καθαρή δημοσιονομική αξία.<sup>36</sup> Σε αυτή τη λογική, ο συγκεκριμένος τύπος δανεισμού, σε αντίθεση με το προτεινόμενο χρέος στο πλαίσιο του ΠΔΠ της ΕΕ, λειτουργεί ως επένδυση που μειώνει τις εκτός ισολογισμού υποχρεώσεις αντί να τις διευρύνει.

## Διαρθρωτικές αδυναμίες της βασισμένης στον δανεισμό προσέγγισης της ΕΕ

Πέρα από τα μακροοικονομικά επιχειρήματα, ο δανεισμός της ΕΕ, όπως διαρθρώνεται σήμερα, παρουσιάζει συγκεκριμένες αδυναμίες διακυβέρνησης και σχεδιασμού. Οι νέοι ίδιοι πόροι που προτείνονται για την εξυπηρέτηση του χρέους του NGEU, οι οποίοι περιλαμβάνουν έσοδα από το Σύστημα Εμπορίας Δικαιωμάτων Εκπομπών (ΣΕΔΕ), τον Μηχανισμό Συνοριακής Προσαρμογής Άνθρακα (ΜΣΠΑ) και άλλες πηγές, δεν έχουν ακόμη νομοθετηθεί πλήρως. Όπως επισημαίνει η ανάλυση

του ΙΜΕ, αυτό συνεπάγεται ότι η ΕΕ αναλαμβάνει μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις εξυπηρέτησης χρέους με βάση ροές εσόδων των οποίων η πολιτική ανθεκτικότητα και η μελλοντική απόδοση παραμένουν αβέβαιες. Τα έσοδα από το ΣΕΔΕ, ειδικότερα, είναι διαρθρωτικά φθίνοντα, καθώς ο μηχανισμός τιμολόγησης του άνθρακα οδηγεί, όπως προβλέπεται, σε σταδιακή μείωση των εκπομπών. Η χρήση τους ως πηγής αποπληρωμής χρέους μπορεί να δημιουργήσει έμμεσο κίνητρο

35 Saravakos et. al., (2025). Ο. π.

36 Saravakos et. al., (2025). Ο. π.; Marques N., Philippe M., (2025). Ο. π.

επιβράδυνσης της απανθρακοποίησης. Αντίστοιχα, τα έσοδα από τον ΜΣΠΑ εξαρτώνται από τη διατήρηση ενός μηχανισμού πολιτικής του οποίου η συμβατότητα με τους κανόνες του Παγκόσμιου Οργανισμού Εμπορίου παραμένει αμφισβητούμενη. Τέλος, μια ενδεχόμενη εταιρική εισφορά σε επίπεδο ΕΕ θα εισήγαγε ένα νέο επίπεδο υπερεθνικής φορολόγησης, χωρίς την αντίστοιχη δημοκρατική λογοδοσία που χαρακτηρίζει τους εθνικούς εταιρικούς φόρους.

Το προτεινόμενο ΠΔΠ κατανέμει επίσης περίπου το 35% του συνόλου των δαπανών σε κλιματικούς και περιβαλλοντικούς στόχους, εφαρμόζοντας την αρχή *do no significant harm* (DNSH) και το πρότυπο της «κλιματικής ανθεκτικότητας κατά τον σχεδιασμό» στην κατανομή των κεφαλαίων.<sup>37</sup> Οι αρχές αυτές τείνουν να ερμηνεύονται με από-

λυτο τρόπο, καθώς αξιολογούν τον περιβαλλοντικό αντίκτυπο σε σχέση με ένα θεωρητικό μηδενικό σημείο αναφοράς και όχι σε σχέση με τις διαθέσιμες εναλλακτικές επιλογές πολιτικής. Ως αποτέλεσμα, ενδέχεται να αποκλείονται έργα με συνολικά θετικό περιβαλλοντικό αποτύπωμα για τεχνικούς λόγους, ενώ η τελική κατανομή πόρων καθορίζεται σε μεγάλο βαθμό από διοικητική διακριτική ευχέρεια αντί από τα σήματα της αγοράς. Η πτώχευση της Northvolt, του σουηδικού κατασκευαστή μπαταριών που είχε λάβει σημαντική στήριξη με εγγύηση της ΕΕ και είχε προβληθεί ως ναυαρχίδα της ευρωπαϊκής βιομηχανικής πολιτικής, αποτυπώνει χαρακτηριστικά τις συνέπειες μιας προσέγγισης όπου η διοικητική κατανομή κεφαλαίων υποκαθιστά την πειθαρχία της αγοράς.<sup>38</sup>

## Προτάσεις πολιτικής: Προς την κατεύθυνση της κεφαλαιοποίησης των συντάξεων αντί της Ένωσης Δανεισμού

Θεμελιώδης μεταρρύθμιση απαιτείται όχι μόνο στο επίπεδο των μηχανισμών δανεισμού της ΕΕ, αλλά και στο επίπεδο των συνταξιοδοτικών συστημάτων και των δομών των κεφαλαιαγορών των κρατών μελών. Η ΕΕ οφείλει να ακολουθήσει την εξής πορεία:

Πρώτον, η ΕΕ θα πρέπει να εγκαταλείψει τη στρατηγική χρηματοδότησης ευρέων βιομηχανικών και ανταγωνιστικών στόχων μέσω κοινού δανεισμού και να επικεντρωθεί στη γενίκευση της κεφαλαιοποίησης των συνταξιοδοτικών ταμείων στα κράτη μέλη. Σε αυτό το πλαίσιο, κάθε κράτος μέλος θα πρέπει να διαθέτει ένα σύνολο εργαλείων για τη δημιουργία ή την επέκταση κεφαλαιοποιητικών συνταξιοδοτικών συστημάτων, που να καλύπτουν τόσο τους εργαζομένους του ιδιωτικού τομέα όσο και τους δημόσιους υπαλλήλους. Όπως έχει τεκμηριώσει το Institut économique Molinari, πρόκειται για έναν από τους ισχυρότερους διαθέ-

σιμους μοχλούς κινητοποίησης μακροπρόθεσμου κεφαλαίου για τις ανάγκες της ευρωπαϊκής καινοτομίας.<sup>39</sup> Χώρες με πρωτογενή πλεονάσματα θα μπορούσαν να κατευθύνουν μέρος τους προς τη χρηματοδότηση της κεφαλαιοποίησης των συντάξεων. Αντίστοιχα, χώρες με πρωτογενή ελλείμματα θα μπορούσαν να εξετάσουν στοχευμένο, χρονικά περιορισμένο δανεισμό, κατά το πρότυπο του *Kempek* και της *Caisse de dépôt et placement*, με στόχο τη μακροπρόθεσμη αυτοχρηματοδότηση των συνταξιοδοτικών υποχρεώσεων των δημοσίων υπαλλήλων.

Δεύτερον, η ΕΕ θα πρέπει να προχωρήσει στην κεφαλαιοποίηση των συνταξιοδοτικών της υποχρεώσεων πριν εξετάσει περαιτέρω δανεισμό για τη χρηματοδότηση της βιομηχανικής της πολιτικής. Η χρηστή δημοσιονομική διαχείριση προϋποθέτει τη δημιουργία ειδικού ταμείου και την πλήρη κάλυψη των δεσμεύσεων που έχουν αναληφθεί

37 European Commission, (2025). [A dynamic EU budget for the priorities of the future: The Multiannual Financial Framework 2028–2034](#).

38 Reimers C. V., (2025). Ο. π.

39 Marques N., Philippe M., (2025). Ο. π.; Marques N., Philippe M., (2026). *Pension capitalisation and European capital markets*.

έναντι του προσωπικού της ΕΕ, όπως ήδη εφαρμόζεται από τον ΟΗΕ, την ΕΚΤ και εθνικές κεντρικές τράπεζες.<sup>40</sup> Μια μείωση κατά 5% των δαπανών δημόσιας διοίκησης της ΕΕ κατά την περίοδο του νέου ΠΔΠ 2028–2034 θα επαρκούσε για την επίτευξη του στόχου αυτού χωρίς την ανάγκη πρόσθετου δανεισμού.

Τρίτον, η ΕΕ θα πρέπει να ολοκληρώσει την Ένωση Κεφαλαιαγορών όχι μέσω δημόσιου δανεισμού ή άμεσης συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο, αλλά μέσω ρυθμιστικής ενοποίησης. Αυτό προϋποθέτει τη μετατροπή της Ευρωπαϊκής Αρ-

χής Κινητών Αξιών και Αγορών σε έναν ενιαίο ρυθμιστικό φορέα με εξουσίες αντίστοιχες εκείνων της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και Χρηματιστηρίου των ΗΠΑ, την προώθηση ενός ευρωπαϊκού αποταμιευτικού προτύπου εμπνευσμένου από το σουηδικό μοντέλο επενδυτικών λογαριασμών και την άρση των εμποδίων για τη δημιουργία και αξιοποίηση ενός πανευρωπαϊκού συνταξιοδοτικού αποθεματικού. Οι παρεμβάσεις αυτές θα μπορούσαν να κινητοποιήσουν πολλαπλάσια κεφάλαια σε σχέση με οποιονδήποτε μηχανισμό δανεισμού σε επίπεδο ΕΕ.<sup>41</sup>

40 Marques N., Philippe M., (2025). Ο. π.

41 Lagarde C., (2024). [Follow the money: Channelling savings into investment and innovation in Europe](#) ; Reimers C.V., (2025)



Τζωρτζ 5, 10682, Αθήνα

T: +30 210 5238373

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

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

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

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

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

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